



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



BULLETIN MENSUEL SEPTEMBRE 2014

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

© Banque centrale européenne, 2014

Adresse

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

Adresse postale

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

Téléphone

+49 69 13 44 0

Internet

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

Télécopie

+49 69 13 44 60 00

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 3 Septembre 2014.

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)

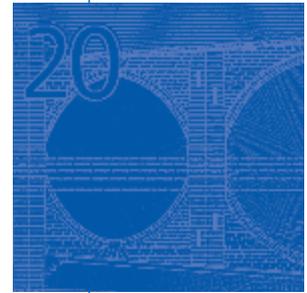


TABLE DES MATIÈRES

ÉDITORIAL	5
ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES	
1 Environnement extérieur de la zone euro	9
Encadré 1 Les évolutions économiques récentes au Japon	14
2 Évolutions monétaires et financières	24
Encadré 2 Évolutions récentes du compte financier de la balance des paiements de la zone euro	30
Encadré 3 Estimation des conditions de liquidité attendues dans la zone euro	35
Encadré 4 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 14 mai au 12 août 2014	43
3 Prix et coûts	63
Encadré 5 La réactivité des composantes de l'IPCH aux variations de la sous-utilisation des capacités productives	65
4 Production, demande et marché du travail	73
5 Évolutions budgétaires	84
Encadré 6 Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente	85
Encadré 7 Recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2014	91
ARTICLE	
Projections macroéconomiques de septembre 2014 pour la zone euro établies par les services de la BCE	97
STATISTIQUES DE LA ZONE EURO	SI
ANNEXES	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Le système TARGET (de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel)	V
Publications de la Banque centrale européenne	VII
Glossaire	IX

ABRÉVIATIONS

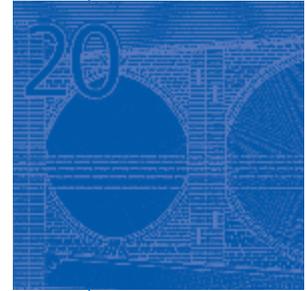
PAYS

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

AUTRES

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

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



ÉDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 4 septembre 2014, d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 10 points de base, à 0,05%, et de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 10 points de base, à 0,30%. Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à -0,20%. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de procéder à des achats d'actifs du secteur privé non financier. L'Eurosystème se portera acquéreur d'un large portefeuille de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS) simples et transparents, ayant pour actifs sous-jacents des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro, dans le cadre d'un programme d'achat d'ABS (*ABS purchase programme* – ABSPP). Cette décision reflète le rôle du marché des ABS dans la facilitation des nouveaux flux de crédit à destination de l'économie et fait suite à l'intensification des travaux préparatoires sur ce sujet, comme décidé en juin par le Conseil des gouverneurs. Parallèlement, l'Eurosystème fera également l'acquisition d'un large portefeuille d'obligations sécurisées libellées en euros et émises par les IFM domiciliées dans la zone euro, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme* – CBPP3). Les interventions au titre de ces programmes débuteront en octobre 2014. Les modalités détaillées de ces programmes seront annoncées après la réunion du Conseil des gouverneurs qui se tiendra le 2 octobre 2014. Les mesures nouvellement décidées, ainsi que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées, qui seront conduites prochainement, auront une incidence notable sur le bilan de l'Eurosystème.

Ces décisions viennent s'ajouter à l'arsenal des mesures de politique monétaire prises ces derniers mois. En particulier, elles apportent un soutien à la politique du Conseil des gouverneurs consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE (*forward guidance*) et reflètent les différences significatives et croissantes constatées entre les principales économies avancées en matière de cycle de la politique monétaire. Elles amélioreront encore le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et soutiendront l'offre de crédit à l'économie dans son ensemble. Dans son analyse, le Conseil des gouverneurs a pris en compte les perspectives d'inflation globalement faibles, l'essoufflement récent de la reprise dans la zone euro et l'atonie persistante de la dynamique de la monnaie et du crédit. Les décisions en date du 4 septembre 2014, conjuguées avec les autres mesures en place, ont été prises afin d'étayer solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme, conformément à l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%. En se transmettant à l'économie, ces mesures contribueront à ramener les taux d'inflation à des niveaux plus proches de 2%. S'il devenait nécessaire d'accentuer la réponse aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation, le Conseil des gouverneurs affirme unanimement son engagement à recourir également à des instruments non conventionnels supplémentaires dans le cadre de son mandat.

En ce qui concerne l'analyse économique, après quatre trimestres d'expansion modérée, le PIB en volume de la zone euro est resté inchangé au deuxième trimestre de l'année par rapport au trimestre précédent. S'il s'explique en partie par des facteurs ponctuels, ce résultat est plus faible que prévu. S'agissant du troisième trimestre, les données d'enquêtes disponibles jusqu'en août font état d'un ralentissement de la dynamique de la croissance, mais restent compatibles avec une expansion modérée.

La demande intérieure devrait être soutenue par l'arsenal de mesures de politique monétaire adoptées, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, et la baisse des prix de l'énergie, celle-ci soutenant le revenu réel disponible. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. Cela étant, la reprise pourrait continuer d'être freinée

par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées, la croissance toujours négative des prêts des IFM au secteur privé et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé. Pour la suite, les principaux facteurs et hypothèses déterminant les perspectives de croissance doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

C'est ce qui ressort des projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 0,9% en 2014, de 1,6% en 2015 et de 1,9% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème, les projections de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2014 et 2015 et à la hausse pour 2016.

Le Conseil des gouverneurs estime que les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro sont orientés à la baisse. En particulier, le moindre dynamisme de l'économie pourrait freiner l'investissement privé, et l'intensification des risques géopolitiques pourrait avoir une nouvelle incidence négative sur la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Un autre risque à la baisse a trait à l'insuffisance des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,3% en août 2014, après 0,4% en juillet. Cette évolution reflète principalement une moindre hausse des prix de l'énergie, tandis que les autres grandes composantes sont restées globalement stables au niveau agrégé. Les taux d'inflation sont désormais restés faibles sur une très longue période. Les décisions en date du 4 septembre 2014, conjuguées avec les autres mesures en place, ont été prises afin d'étayer solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et à long terme, à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%. D'après les informations actuelles, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016.

Les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,6% en 2014, de 1,1% en 2015 et de 1,4% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 réalisées par les services de l'Eurosystème, la projection d'inflation pour 2014 a été revue à la baisse. Les projections pour 2015 et 2016 sont restées inchangées.

Le Conseil des gouverneurs, prenant en compte les mesures décidées le 4 septembre, continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Dans ce contexte, le Conseil surveillera plus particulièrement les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des mouvements des taux de change et la transmission des mesures de politique monétaire qui ont été adoptées.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données relatives à juillet 2014 continuent d'indiquer une expansion sous-jacente atone de la monnaie au sens large (M3), le taux de croissance annuel étant ressorti à 1,8% en juillet, contre 1,6% en juin. La croissance de l'agrégat monétaire étroit (M1) s'est établie à 5,6% en juillet, contre 5,4% en juin. L'augmentation de la position extérieure nette des IFM, qui reflète en partie l'intérêt persistant des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro, est demeurée un facteur important de soutien à l'expansion annuelle de M3.

Le taux de variation annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est demeuré négatif, à -2,2% en juillet, sans changement par rapport

au mois précédent. Toutefois, les remboursements nets ont de nouveau atteint des niveaux importants en juillet. L'activité de prêt aux sociétés non financières continue de refléter le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit, des facteurs liés à l'offre de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à 0,5% en juillet, soit un niveau globalement inchangé depuis début 2013.

Dans ce contexte de faible croissance du crédit, la BCE finalise actuellement l'évaluation complète des bilans des banques, qui revêt une importance primordiale pour surmonter les contraintes pesant sur l'offre de crédit.

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

En ce qui concerne les réformes structurelles, des mesures importantes ont été prises dans plusieurs États membres, tandis que dans d'autres pays, ces mesures doivent encore être votées et mises en œuvre. À l'évidence, ces efforts doivent désormais être intensifiés pour obtenir un niveau plus élevé de croissance durable et d'emploi dans la zone euro. Des réformes structurelles déterminées sur les marchés des biens et des services et du travail sont nécessaires, ainsi que des actions visant à améliorer l'environnement pour les entreprises. En ce qui concerne les finances publiques, l'assainissement budgétaire de grande ampleur entrepris ces dernières années a contribué à réduire les déséquilibres budgétaires. Les pays de la zone euro ne doivent pas compromettre les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et doivent agir conformément au Pacte de stabilité et de croissance. Le Pacte fournit un ancrage pour la confiance, et la flexibilité permise par les règles permet de faire face aux coûts budgétaires des principales réformes structurelles et de soutenir la demande. Il existe également une marge de manœuvre pour mettre en place des politiques budgétaires plus propices à la croissance. Une mise en œuvre intégrale et cohérente des cadres budgétaire et de surveillance macroéconomique existants au sein de la zone euro est essentielle pour faire baisser les ratios élevés de dette publique, pour renforcer le potentiel de croissance et pour accroître la résistance de la zone aux chocs.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient un article, intitulé *Projections macroéconomiques de septembre 2014 pour la zone euro établies par les services de la BCE*.

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

L'économie mondiale s'améliore régulièrement, tout en demeurant fragile, dans un contexte de disparités régionales persistantes de la dynamique de la croissance. Après un début d'année morose, l'activité mondiale s'est renforcée au deuxième trimestre, en raison d'un raffermissement dans la plupart des économies avancées, notamment aux États-Unis, et d'un rebond dans les économies de marché émergentes, résultant principalement d'une reprise en Chine. Les indicateurs récents relatifs au climat des affaires font état d'une dynamique positive et soutenue au troisième trimestre. À moyen terme, la croissance mondiale devrait se redresser progressivement, mais rester assez modérée, sous l'effet des contraintes de capacité de production, des déséquilibres macroéconomiques ou financiers, de l'incertitude relative à la politique économique et des risques géopolitiques. Le commerce mondial a faibli récemment, mais certains signes indiquent qu'il atteindra un plancher au deuxième semestre. Après avoir augmenté au deuxième trimestre, l'inflation mondiale s'est modérée en juillet. Par la suite, les tensions inflationnistes devraient être limitées, dans un contexte de résorption progressive de l'écart de production mondial, de relative stabilité des cours du pétrole et d'ancrage solide des anticipations d'inflation.

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

En dépit de la volatilité à court terme, l'économie mondiale reste sur la voie d'une reprise progressive et inégale. La croissance mondiale s'est renforcée au deuxième trimestre, après un fléchissement temporaire en début d'année, soutenue par un regain de dynamisme dans certaines grandes économies avancées et certaines économies de marché émergentes. Des politiques monétaires extrêmement accommodantes dans les économies avancées et l'amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial ont soutenu les marchés financiers et, généralement, la reprise économique mondiale. Des estimations provisoires montrent que l'activité économique au sein du G20 (hors zone euro) a progressé de 0,8 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, dans un contexte de divergences persistantes entre les pays (cf. tableau 1). Plus précisément, l'activité aux États-Unis s'est nettement redressée au deuxième trimestre, avec la dissipation de l'incidence défavorable des mauvaises conditions météorologiques et du frein lié aux stocks. Dans le même temps, l'amélioration de la confiance des ménages et des effets de richesse positifs résultant de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel ont contribué au dynamisme soutenu de l'économie du Royaume-Uni. En revanche, l'activité s'est contractée au Japon sous l'effet du rééquilibrage de la demande privée au deuxième trimestre après les dépenses de consommation réalisées

Tableau 1 Croissance du PIB en volume dans une sélection d'économies

	Taux de croissance annuels					Taux de croissance trimestriels		
	2012	2013	2013 T4	2014 T1	2014 T2	2013 T4	2014 T1	2014 T2
G20 ¹⁾	2,8	2,9	3,5	3,4	3,2	0,8	0,5	0,7
G20 (hors zone euro) ¹⁾	3,5	3,6	4,1	3,9	3,7	1,0	0,6	0,8
États-Unis	2,3	2,2	3,1	1,9	2,5	0,9	-0,5	1,0
Japon	1,5	1,5	2,4	2,7	0,0	0,0	1,5	-1,7
Royaume-Uni	0,3	1,7	2,7	3,0	3,1	0,7	0,8	0,8
Danemark	-0,4	0,4	0,7	1,3	0,0	-0,3	0,6	-0,3
Suède	1,3	1,6	3,0	1,8	1,9	1,6	-0,1	0,2
Suisse	1,0	1,9	1,8	1,7	1,1	0,1	0,5	0,0
Brésil	1,0	2,5	2,2	1,9	-0,9	0,5	-0,1	-0,6
Chine	7,7	7,7	7,7	7,4	7,5	1,7	1,5	2,0
Inde	4,9	4,7	4,4	6,1	5,8	1,2	2,0	0,8
Russie ²⁾	3,4	1,3	2,0	0,9	0,8	0,3	-0,3	-
Turquie	2,1	4,0	4,4	4,3	-	0,9	1,7	-
Pologne	2,1	1,6	2,5	3,5	3,3	0,7	1,1	0,6
République tchèque	-0,9	-0,9	1,1	2,9	2,7	1,5	0,8	0,0
Hongrie	-1,7	1,2	2,9	3,3	3,7	0,7	1,1	0,8

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

1) 2014 T2 est une estimation fondée sur les dernières données disponibles.

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

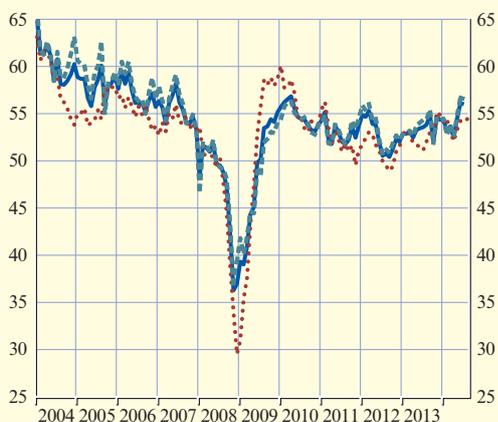
par anticipation au premier trimestre en prévision du relèvement de la TVA en avril. Les évolutions économiques ont également été contrastées dans les économies de marché émergentes. La croissance du PIB en volume au deuxième trimestre s'est fortement redressée en Chine, soutenue par les mesures de relance budgétaire et un assouplissement des conditions de crédit, elle s'est modérée en Inde, en raison de l'inflation durablement élevée et des lacunes d'infrastructures, et s'est affaiblie au Brésil et en Russie. Les répercussions mondiales de la crise en Ukraine ont été, jusqu'ici, plutôt limitées. Toutefois, les risques géopolitiques associés se sont nettement accrus, avec la possibilité d'une intensification des sanctions entre la Russie et les autres pays pouvant avoir des conséquences significatives pour la croissance mondiale *via* le canal des échanges commerciaux, le canal financier et celui de la confiance.

Les indicateurs récents relatifs au climat des affaires font état d'une dynamique positive et soutenue au troisième trimestre de l'année. Les fondamentaux restent robustes dans les économies avancées, tandis qu'un ensemble de facteurs économiques et politiques, notamment des goulets d'étranglement structurels et des tensions géopolitiques, empêchent un redressement plus vigoureux dans les économies de marché émergentes. Le dernier indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier mondial hors zone euro a légèrement progressé en août, principalement sous l'effet d'une forte hausse des indices relatifs aux États-Unis et au Japon, qui a compensé un certain ralentissement de la croissance de ce secteur au Royaume-Uni (cf. graphique 1). Par ailleurs, en juin, l'indicateur composite avancé de l'OCDE, censé anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance, a continué de faire état du maintien d'une dynamique supérieure à la tendance dans la plupart des économies avancées, mais d'une croissance proche de la tendance, ou inférieure à celle-ci, dans les économies de marché émergentes (cf. graphique 2), tandis que la légère amélioration de l'indicateur ressortant de l'enquête *World Economic Climate* menée par l'Institut Ifo au troisième trimestre 2014 reflète essentiellement de meilleures perspectives aux États-Unis et dans les pays émergents d'Asie.

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.

La croissance des échanges internationaux a encore faibli, suivant la même trajectoire que celle observée depuis la fin de l'année dernière et devenant légèrement négative au deuxième trimestre 2014. Selon le Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens en volume ont reculé de 0,1 % au deuxième trimestre, reflétant la faiblesse des échanges dans les pays émergents d'Asie, en Europe centrale et orientale et en Amérique latine, ainsi qu'au Japon, en raison, pour partie, des répercussions du relèvement de la TVA en avril. Bien que les données de balance des paiements relatives aux échanges de biens et services confirment également une certaine atonie des échanges au deuxième trimestre, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier, s'est redressé en août après être resté sensiblement au même niveau depuis le début de l'année, faisant état d'un rebond de la dynamique des échanges internationaux à court terme.

Pour l'avenir, selon les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE (cf. l'article du présent *Bulletin mensuel*), l'activité économique mondiale devrait se renforcer progressivement, mais la reprise devrait rester modérée. Les économies avancées devraient bénéficier de plus en plus des politiques monétaires accommodantes, de l'atténuation du processus de désendettement dans le secteur privé et de l'assainissement budgétaire, de l'amélioration de la confiance et de la baisse du chômage. En revanche, dans plusieurs économies de marché émergentes, des problèmes structurels, comme les insuffisances d'infrastructures, les rigidités des marchés des produits et du travail, et les déséquilibres extérieurs et intérieurs pourraient peser sur la croissance potentielle, tandis que d'autres se sont adaptées à des conditions financières plus strictes depuis mai 2013 et aux perspectives de normalisation de la politique monétaire aux États-Unis. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance mondiale sont demeurées pratiquement inchangées, à l'exception de quelques révisions mécaniques à la hausse, entièrement imputables à une mise à jour des pondérations utilisées pour élaborer les agrégats mondiaux.

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

1.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

L'inflation mondiale, après une période de taux relativement modérés en 2013 et au premier trimestre 2014, s'est accentuée au deuxième trimestre 2014. La hausse globale des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est accentuée à 2,1 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2014 après 1,6 % en rythme annuel au premier trimestre, mais a légèrement diminué, à 1,9 %, en juillet, en raison d'une contribution légèrement moindre de la composante énergie. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle des prix à la consommation dans l'OCDE a augmenté au deuxième trimestre et est restée stable en juillet, à 1,9 %. Les évolutions plus récentes de l'inflation dans les principales économies de marché émergentes ont été contrastées, l'IPC suivant une tendance haussière depuis le début de l'année au Brésil et en Russie, mais se stabilisant à de plus bas niveaux en Chine et en Inde par rapport au deuxième semestre 2013 (cf. tableau 2). Pour la suite, les tensions inflationnistes devraient demeurer contenues, dans un environnement d'utilisation toujours faible des capacités de production et d'ancrage relativement solide des anticipations d'inflation.

Les prix de l'énergie, qui constituent un facteur déterminant important de l'inflation mondiale, ont baissé depuis le début de l'année. En dépit des tensions géopolitiques actuelles affectant les principaux producteurs de pétrole, aucune perturbation de l'offre susceptible d'entraîner une hausse des prix internationaux du

Tableau 2 Évolution des prix dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage)

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

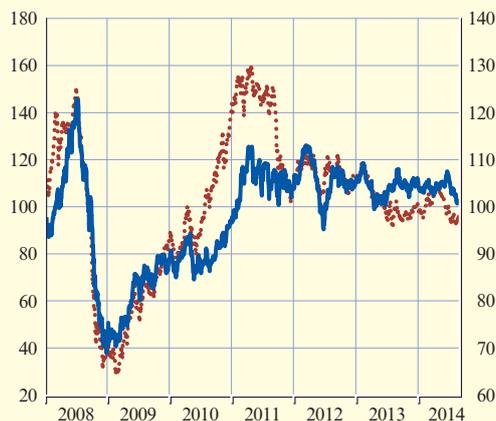
Sources : OCDE, données nationales, BRI, Eurostat et calculs de la BCE.

pétrole ne s'est produite, tandis que la croissance de la production de pétrole de schiste, principalement aux États-Unis, est restée régulière. Après une brève hausse mi-juin, les cours du pétrole ont baissé depuis début juillet (cf. graphique 3). Les cours du *Brent* se situaient à 101 dollars le baril le 3 septembre 2014, soit un niveau inférieur de près de 11 % à celui constaté un an auparavant. Le recul récent des cours du pétrole témoigne d'un marché pétrolier relativement bien approvisionné. Du côté de l'offre, les conflits géopolitiques en Irak, en Ukraine et en Libye n'ont pas affecté l'offre mondiale de pétrole, et les anticipations de reprise des exportations de pétrole libyen s'accroissent. Du côté de la demande, selon l'Agence internationale de l'énergie, la croissance de la demande mondiale de pétrole est demeurée léthargique, en ligne avec la modération de la croissance du PIB mondial. Pour la suite, les intervenants de marché s'attendent à une légère hausse des cours du pétrole à moyen terme, les contrats à terme sur le *Brent* d'échéance décembre 2015 se négociant à 103 dollars le baril. Toutefois, dans la mesure où les évolutions politiques en Irak, en Libye et en Russie auront une incidence sur l'accroissement des capacités d'offre de pétrole, de plus fortes tensions à la hausse des prix du pétrole pourraient apparaître à plus long terme.

Les prix des matières premières hors énergie sont restés globalement stables ces derniers mois. Les prix des matières premières hors énergie sont actuellement inférieurs de 1 % environ à leur niveau de début juillet, reflétant une baisse des prix des produits alimentaires et une hausse des prix des métaux. Les prix des produits alimentaires ont reculé (de 5 % environ depuis début juillet) sous l'effet d'une baisse des prix des céréales dont l'offre a été soutenue par des conditions météorologiques favorables. Les prix des métaux sont légèrement plus élevés (de quelque 6 % depuis début juillet) en raison principalement de la hausse des prix de l'aluminium. L'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) est actuellement inférieur de 3 % environ au niveau observé un an auparavant.

Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières

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



Sources : Bloomberg et HWWI.

1.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, la reprise de l'activité économique s'est renforcée, confirmant la présence d'une croissance sous-jacente robuste, malgré la volatilité imputable à des facteurs temporaires qui a marqué les données récentes. Après une contraction liée aux conditions météorologiques au premier trimestre 2014, l'activité économique a fortement rebondi au deuxième trimestre, renouant avec les taux de croissance supérieurs à la tendance observés au second semestre 2013. Selon la deuxième estimation du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a progressé de 4,2 % en rythme annualisé (1,0 % en glissement trimestriel), soit un taux légèrement supérieur à l'estimation précédente, après un recul de 2,1 % (- 0,5 % en glissement trimestriel) au premier trimestre 2014. L'expansion du deuxième trimestre reflète principalement l'inversion de facteurs temporaires qui avaient pesé sur la croissance au trimestre précédent, comme la constitution de stocks et les exportations. De plus, les dépenses de consommation privée et la FBCF ont également apporté une contribution positive à la croissance, indication supplémentaire que la reprise de la demande intérieure est en bonne voie. Par ailleurs, les exportations nettes ont contribué de façon négative à la croissance du PIB, mais dans une moindre mesure qu'au premier trimestre.

Les indicateurs à haute fréquence disponibles laissent penser que l'économie américaine devrait conserver une dynamique de croissance positive au troisième trimestre 2014. Bien que les ventes au détail aient marqué le pas et que les dépenses des particuliers aient diminué en juillet, la consommation privée devrait encore augmenter dans un contexte d'effets de richesse positifs et de poursuite des améliorations de la situation sur le marché du travail soutenant le revenu disponible. Les perspectives d'activité à court terme restent également favorables, au vu des évolutions positives des indicateurs relatifs au climat des affaires, à la production industrielle et aux commandes à l'industrie. En outre, la forte progression des mises en chantier et des permis de construire, conjuguée à l'amélioration du sentiment des constructeurs immobiliers au cours du troisième trimestre, fournit de nouveaux signes de reprise dans le secteur du logement, qui avait été temporairement affecté par des conditions météorologiques défavorables en début d'année. À plus long terme, la reprise économique aux États-Unis devrait être plus soutenue grâce à la poursuite des améliorations sur les marchés du travail et du logement, à des conditions financières accommodantes, et à la dissipation des effets défavorables de l'assainissement des bilans des ménages et de la politique budgétaire.

La stabilisation de l'inflation s'est poursuivie en juillet. La hausse annuelle de l'IPC global a fléchi de 0,1 point de pourcentage, revenant à 2,0 %. Hors produits alimentaires et énergie, elle est restée de 1,9 %. Cette évolution reflète la disparition de certains facteurs temporaires qui étaient à l'origine d'un regain d'inflation au début de l'année, entre février et mai. En particulier, les prix de l'énergie ont fléchi en juillet, et la hausse des prix de services tels que les soins médicaux, qui s'était accentuée ces derniers mois, s'est récemment stabilisée. Toutefois, les prix des produits alimentaires sont restés orientés à la hausse. Pour la suite, l'inflation ne devrait s'accroître que progressivement, l'importance des ressources inutilisées sur le marché du travail et la croissance modérée des salaires devant contenir les tensions sur les prix.

Dans un contexte d'amélioration globale des perspectives économiques, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé, lors de sa réunion du 30 juillet 2014, un nouveau ralentissement mesuré du rythme de ses achats mensuels d'actifs de 10 milliards de dollars supplémentaires, les ramenant ainsi à 25 milliards par mois à compter d'août. Cette réduction se répartit de façon égale entre les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (de 15 milliards de dollars à 10 milliards) et les bons du Trésor à long terme (de 20 milliards à 15 milliards). Le Comité a réaffirmé que, pour déterminer la durée du maintien de la fourchette de 0 % à 0,25 % pour le taux objectif des fonds fédéraux, il « tiendra compte d'un grand nombre d'informations,

notamment de mesures de la situation sur le marché du travail, des indicateurs de tensions inflationnistes et des anticipations d'inflation, ainsi que des chiffres relatifs aux évolutions financières ».

JAPON

Après des résultats relativement moroses au second semestre 2013, les évolutions de l'activité économique au premier semestre 2014 s'expliquent dans une large mesure par l'anticipation et la mise en œuvre ultérieure du relèvement de la TVA en avril. Selon la première publication des données provisoires des comptes nationaux, l'activité économique s'est nettement contractée au deuxième trimestre 2014, en raison du rééquilibrage de la demande qui a suivi la hausse de la TVA en avril et des dépenses réalisées par anticipation au premier trimestre. Le PIB en volume a diminué de 1,7 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, après une croissance, révisée à la baisse, de 1,5 % au premier trimestre. L'incidence a été particulièrement prononcée pour la consommation privée, notamment de biens durables, qui ont chuté de 5 % et 18,9 %, respectivement, en glissement trimestriel. L'investissement total a également été affecté négativement, en particulier l'investissement privé résidentiel, qui a baissé d'environ 10 % en rythme trimestriel. Les exportations de biens et services en volume ont été relativement modérées, mais ont baissé plus lentement que les importations, ce qui s'est traduit par une contribution positive des exportations nettes à la croissance globale. La contribution assez nettement négative de la demande intérieure a aussi été en partie compensée par une forte contribution positive des stocks du secteur privé. Les évolutions économiques récentes au Japon sont examinées plus en détail dans l'encadré 1.

Pour la suite, on s'attend à un redémarrage de la croissance au troisième trimestre. Cette perspective est globalement conforme à la plupart des indicateurs mensuels, qui indiquent dans l'ensemble une reprise de l'activité après le ralentissement qui a suivi le relèvement de la TVA en avril, mais à un rythme peut-être plus modéré qu'attendu initialement. En particulier, la consommation privée s'est légèrement redressée ces derniers mois. Les exportations de marchandises en juillet affichent également de modestes signes d'amélioration, malgré la faiblesse de la croissance de la production industrielle sur la même période. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier s'est inscrit en hausse à 52,2 en août (contre 50,5 le mois précédent), faisant état de perspectives d'activité plus robustes dans ce secteur en août.

S'agissant de l'évolution des prix, les taux d'inflation annuels ont légèrement baissé ces derniers mois après la forte hausse associée au relèvement de la TVA en avril. La hausse annuelle de l'IPC a légèrement fléchi, à 3,4 %, en juillet, contre 3,6 % en juin, l'incidence de la dépréciation antérieure du yen sur les prix continuant de se dissiper. L'IPC annuel hors produits alimentaires, boissons et énergie s'est inscrit à 2,3 % en juillet, sans changement par rapport à juin.

Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 8 août 2014, la Banque du Japon a décidé de laisser ses grandes orientations inchangées.

Encadré 1

LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES RÉCENTES AU JAPON

Près de deux ans se sont écoulés depuis l'annonce par le gouvernement japonais de sa stratégie ambitieuse visant à relancer l'économie qui se trouvait en situation de faible croissance et de déflation modérée. Le programme, communément appelé « Abenomics », du nom du Premier ministre japonais Shinzō Abe, se décline sous la forme imagée de trois « flèches » à décocher

successivement et visant chacune un objectif précis : la politique monétaire, la politique budgétaire (une relance à court terme suivie d'un assainissement à moyen terme) et des réformes structurelles propices à la croissance visant à obtenir une accélération de la croissance tendancielle (en termes tant réels que nominaux). Le présent encadré analyse les évolutions récentes au Japon dans le contexte de cette nouvelle stratégie, en commençant par réexaminer les principales mesures prises et l'incidence qu'elles ont exercée jusqu'à présent sur l'ensemble de l'économie.

L'état actuel de la mise en œuvre

Lors de la mise en œuvre du programme Abenomics, l'accent a tout d'abord été mis, dans une large mesure, sur les deux premiers axes, à savoir les mesures de relance monétaire et budgétaire (à court terme). À ce jour, la politique monétaire (la première flèche) a été un élément clé du programme. Après l'adoption d'une cible d'inflation fixée à 2 % début 2013, la Banque du Japon a introduit un assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif en avril 2013, avec comme objectif d'atteindre la cible dans les meilleurs délais à un horizon de deux ans environ. Elle a modifié son principal objectif opérationnel, en prenant désormais en compte la base monétaire et non plus le taux de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc, et a augmenté l'encours et la durée résiduelle moyenne des obligations d'État japonaises qu'elle achète. Les achats d'actifs ayant été réalisés au rythme prévu dans le cadre de l'assouplissement quantitatif et qualitatif, le bilan de la Banque du Japon s'était accru de plus de 50 % fin juillet 2014.

S'agissant de la politique budgétaire (la deuxième flèche), le gouvernement japonais a mis en place une relance budgétaire à court terme pour l'économie, principalement par le biais de deux plans de relance adoptés début 2013 et 2014. Il a également fait quelques progrès encourageants sur la voie de l'assainissement des finances publiques, avec notamment l'application d'un relèvement de la TVA, portée de 5 % à 8 % en avril 2014. Une seconde hausse, à 10 %, est prévue pour octobre 2015 mais reste à confirmer. Selon la consultation au titre de l'article IV du FMI, le solde primaire corrigé du cycle devrait revenir de -7,0 % en 2013 à -6,0 % en 2014¹. Le gouvernement s'est engagé à réduire de moitié le déficit primaire entre l'exercice 2010, où il s'établissait à 6,6 %, et l'exercice 2015 et à atteindre un excédent primaire en 2020 dans le cadre des engagements pris au G20.

En ce qui concerne la mise en œuvre des réformes structurelles propices à la croissance (la troisième flèche), les progrès ont été plus graduels. D'un côté, des mesures importantes ont été annoncées dans des domaines tels que l'agriculture, l'énergie et le gouvernement d'entreprise, ainsi que la sécurité sociale, à savoir des réformes de la politique d'investissement du Fonds d'investissement gouvernemental de retraite (*Government Pension Investment Fund – GPIF*). D'un autre côté, les progrès ont été plus lents dans des domaines tels que la réforme du marché du travail, où moins de mesures concrètes ont été introduites jusqu'à présent. En juin, le gouvernement a également adopté une stratégie de croissance révisée, qui comprend, notamment, des mesures pour réduire le taux de l'impôt sur les sociétés, mais de nombreux détails restent à finaliser.

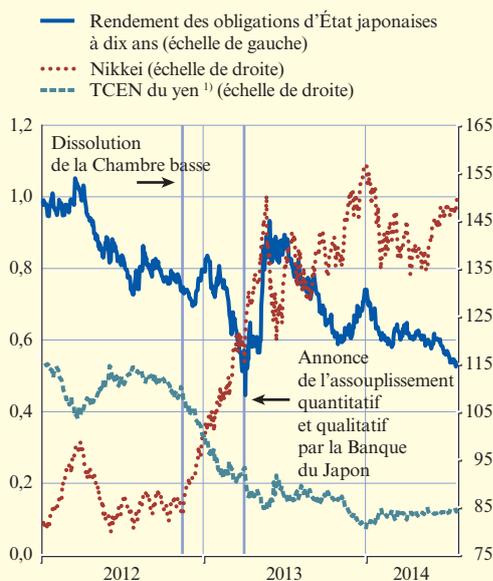
Les évolutions récentes de l'activité économique et des prix

L'anticipation fin 2012 d'un changement de politique économique a exercé une incidence marquée sur les cours boursiers nippons et le taux de change du yen (cf. graphique A). La devise s'est fortement dépréciée (de 20 % environ en termes effectifs nominaux) et les marchés boursiers se sont redressés (fin août, l'indice Nikkei était supérieur de quelque 63 % à son niveau de fin novembre 2012). Les rendements des obligations d'État japonaises à dix ans sont demeurés à des niveaux relativement bas.

¹ Article IV Consultation – Staff Report et communiqué de presse, FMI, 2014.

Graphique A Évolutions du marché financier

(échelle de gauche : pourcentages ; échelle de droite : indice : janvier 2013 = 100, données quotidiennes)

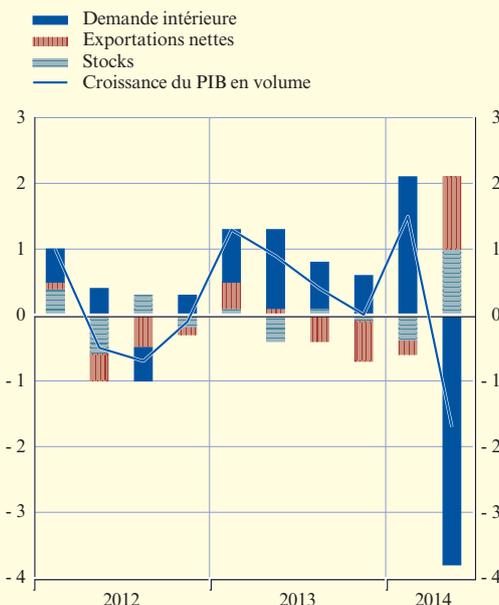


Sources : Haver Analytics et BCE.

1) Taux de change effectif nominal vis-à-vis des 20 principaux partenaires commerciaux du Japon.

Graphique B Contributions à la croissance du PIB en volume

(en glissement trimestriel ; en points de pourcentage)



Source : Haver Analytics.

L'activité économique s'est fortement redressée durant les premières phases du programme Abenomics, même si elle a été soutenue, dans une certaine mesure, par plusieurs facteurs qui devraient se dissiper avec le temps. Le PIB en volume a augmenté au premier semestre 2013, de 1 % environ en moyenne en glissement trimestriel (cf. graphique B), en partie sous l'effet des mesures de relance budgétaire, d'un raffermissement modéré des exportations et d'une amélioration du climat des affaires. La croissance s'est toutefois ralentie au second semestre 2013, certains de ces facteurs ayant commencé à s'atténuer. L'activité a enregistré un fort rebond au premier trimestre 2014, principalement sous l'effet d'un renforcement de la demande en anticipation du relèvement de la TVA prévu pour avril 2014, mais le rééquilibrage de la demande privée au deuxième trimestre a annulé, et au-delà, les gains enregistrés précédemment. De plus, en dépit de la forte dépréciation du yen, le redressement des exportations en volume est resté modéré dans l'ensemble, tandis que l'investissement privé non résidentiel a montré seulement récemment quelques signes d'un début de reprise.

L'inflation et les anticipations d'inflation ont également sensiblement augmenté (cf. graphique C). La hausse annuelle de l'IPC s'est accentuée de façon constante, passant de -0,2 % en novembre 2012 à 1,6 % en mars 2014, tandis que la mesure plus étroite (IPC hors produits alimentaires et énergie) est passée de -0,5 % à 0,7 % sur la même période. Les estimations des modèles, fondées sur les régularités historiques, indiquent que la moitié environ de la hausse annuelle de l'IPC observée depuis novembre 2012 peut être imputée à la dépréciation du taux de change. Après le relèvement de la TVA en avril 2014, la hausse annuelle de l'IPC s'est accélérée, passant de 1,6 % en mars à 3,7 % en mai, mais s'est légèrement ralentie ces derniers mois. L'accélération de l'inflation a également coïncidé avec une hausse significative des anticipations d'inflation. Par exemple, entre octobre 2012 et juillet 2014, les anticipations d'inflation à dix ans mesurées par l'enquête QUICK sont passées de 0,8 % à 1,6 %, indiquant une amélioration de la crédibilité de la cible d'inflation de 2 %.

Graphique C Inflation et anticipations d'inflation à dix ans

(variations annuelles en pourcentage)

— Hausse de l'IPC (échelle de gauche)
 Anticipations d'inflation à dix ans (échelle de droite)

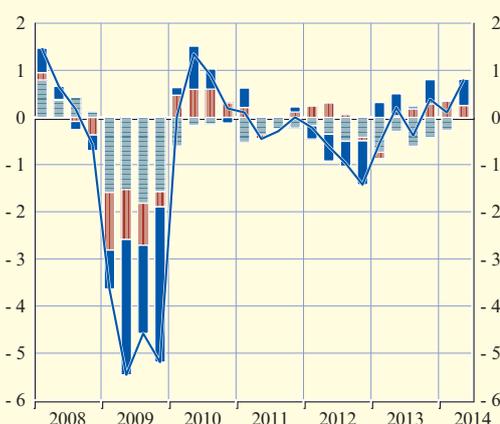


Sources : Haver Analytics et enquête QUICK.

Graphique D Ventilation des gains monétaires totaux

(variations annuelles en pourcentage)

— Gains spéciaux (y compris les bonus)
 ■ Gains extraordinaires
 ■ Gains effectifs
 — Gains monétaires totaux



Sources : Haver Analytics.

Alors que l'inflation et les anticipations d'inflation ont augmenté, la progression des salaires a accusé un certain retard, en dépit de tensions croissantes sur le marché du travail. Les négociations salariales annuelles de printemps (« Shunto »), qui se sont achevées récemment ont abouti à des augmentations de salaires de 2,2 % pour l'exercice 2014, contre 1,8 % pour l'exercice 2013, même si les mesures plus larges de la progression des salaires demeurent beaucoup plus modérées, le taux de croissance annuel des gains monétaires totaux atteignant tout juste 0,8 % au deuxième trimestre (cf. graphique D). Toutefois, une part significative de l'augmentation a résulté des paiements extraordinaires (par exemple des heures supplémentaires) et des primes, tandis que la progression du salaire de base est restée relativement faible, même si les données pour juillet font apparaître des signes de redressement.

La modification des anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire a également été initialement associée à d'importantes entrées de capitaux au Japon au titre des investissements de portefeuille, notamment sur les marchés boursiers. Globalement, toutefois, l'effet de rééquilibrage des portefeuilles entre les intermédiaires financiers domestiques, qui délaissent les obligations d'État japonaises au profit d'actifs (éventuellement plus risqués) offrant de meilleurs rendements, un canal de transmission essentiel de l'assouplissement quantitatif et qualitatif, semble avoir été limité jusqu'à présent. Les encours en obligations d'État japonaises dans les portefeuilles des banques ont légèrement diminué. Toutefois, cette évolution n'a pas été suivie par une amélioration substantielle de l'attitude des intermédiaires financiers vis-à-vis du crédit, la part des prêts dans le total des actifs des banques étant restée globalement inchangée, à 50 % environ, depuis octobre 2012, tandis que les dépôts se sont accumulés rapidement à la Banque du Japon. Les modifications ont été moins rapides pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension, leurs choix de portefeuille demeurant globalement inchangés.

Les perspectives pour l'activité et les prix

En dépit de la forte contraction de l'activité au deuxième trimestre 2014, une reprise modérée devrait intervenir au second semestre de l'année. L'activité économique devrait rebondir après le

ralentissement observé dans le sillage du relèvement de la TVA au deuxième trimestre, soutenue principalement par une accélération de la consommation privée et de l'investissement privé. À plus long terme, l'économie japonaise devrait continuer de connaître une reprise modérée, la progression des exportations et la politique monétaire accommodante compensant probablement l'effet restrictif exercé sur la croissance par le resserrement budgétaire à partir de 2015.

S'agissant de la politique budgétaire, les autorités se sont engagées à réduire de moitié le déficit primaire entre 2010 et 2015 avant de le combler en totalité en 2020. À compter de 2015, la politique budgétaire devrait peser sur la croissance, avec l'atténuation du soutien apporté par la relance la plus récente. Selon les dernières projections publiées par les autorités japonaises, le déficit primaire rapporté au PIB nominal devrait s'établir à 5,2 % pour l'exercice 2014 et revenir entre 3,2 % et 3,4 % pour l'exercice 2015, en fonction des résultats macroéconomiques. À plus long terme, les autorités japonaises prévoient également un déficit primaire compris entre 1,9 % et 3,1 % en 2020². Par conséquent, elles devront probablement prendre de nouvelles mesures discrétionnaires afin de combler ce déficit pour l'exercice 2020.

En ce qui concerne les prix, les dernières prévisions médianes³ de la majorité des membres du Conseil de la politique monétaire de la Banque du Japon indiquent que la hausse annuelle de l'IPC (hors produits alimentaires frais) devrait dépasser 2 % à court terme, en raison essentiellement des deux relèvements de la TVA, tandis que la tendance sous-jacente (c'est-à-dire en excluant l'incidence directe de ces relèvements) pourrait atteindre 1,9 % en 2015, dans le sillage d'une amélioration de l'écart de production et de la poursuite de la hausse des anticipations d'inflation à moyen et long terme, qui devraient converger vers 2 %. Toutefois, les perspectives de l'économie japonaise continuent de comporter des incertitudes et des risques, comme l'a récemment détaillé le FMI dans la dernière consultation au titre de l'article IV.

² Déclaration de politique monétaire, Banque du Japon, 15 juillet 2014.

³ *Economic and Fiscal Projections for Medium to Long-Term Analysis*, Cabinet Office, Japon, 20 janvier 2014.

ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, l'activité économique est restée très dynamique au premier semestre 2014, après une croissance robuste l'année précédente. Le PIB en volume a augmenté de 0,8 % en rythme trimestriel au premier et au deuxième trimestre 2014, tiré principalement par la demande intérieure, avec un redressement de la formation brute de capital fixe à partir de niveaux très bas et une dynamique toujours soutenue de la consommation privée. Cette évolution a reflété, quant à elle, une amélioration de la confiance des consommateurs, en liaison avec le dynamisme du marché de l'immobilier résidentiel et la poursuite de l'amélioration du marché du travail, le chômage ayant diminué durant six mois consécutifs pour s'établir à 6,4 % sur la période de trois mois s'achevant en juin, soit son plus bas niveau en plus de cinq ans. En ce qui concerne l'avenir, les données à haute fréquence vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion de l'économie à court terme, certains indicateurs faisant état d'un ralentissement du rythme de la croissance. Toutefois, à moyen terme, la nécessité d'un ajustement des bilans des secteurs public et privé pourrait peser sur l'activité économique.

La hausse annuelle de l'IPC est revenue à 1,6 % en juillet contre 1,9 % le mois précédent, tout en restant inférieure à la cible de la Banque d'Angleterre pour le septième mois consécutif. La contribution la plus importante à cette évolution a été apportée par les prix de l'habillement et de la chaussure, qui ont baissé seulement en juillet et non en juin comme tel est habituellement le cas, reflétant probablement un retard dans les soldes d'été. Les tensions inflationnistes devraient toutefois demeurer contenues dans les prochains mois, en liaison notamment avec une période prolongée de croissance modérée des salaires, les salaires hebdomadaires (bonus compris) ayant baissé de 0,2 % par rapport à l'année précédente sur la période de trois mois s'achevant en juin.

Lors de sa réunion du 7 août 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, le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, après un léger recul le trimestre précédent. Au Danemark, l'activité économique a été robuste début 2014, progressant de 0,8 % en glissement trimestriel au premier trimestre, après avoir affiché une performance modeste fin 2013. Dans les deux pays, ces évolutions sont essentiellement attribuables 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 à 0,4 % en Suède en juillet.

Dans les principaux pays d'Europe centrale et orientale (PECO) appartenant à l'UE, le redressement de l'activité s'est poursuivi au premier semestre 2014, mais à un rythme moins soutenu. En Hongrie et en Pologne, la croissance du PIB en volume a été robuste au premier trimestre 2014, s'établissant à 1,1 % en rythme trimestriel, mais elle est revenue à 0,8 % et 0,6 %, respectivement, au deuxième trimestre. En République tchèque, le PIB en volume a progressé de 0,8 % au début de l'année, avant de stagner au deuxième trimestre. L'activité économique s'est contractée en Roumanie, le taux de variation trimestriel du PIB revenant à - 0,2 % et - 1,0 % au cours des deux premiers trimestres de l'année. À plus long terme, l'activité économique devrait demeurer solide, soutenue de plus en plus par la demande intérieure. Nonobstant les risques associés aux possibles tensions géopolitiques, les exportations devraient enregistrer de bonnes performances, reflétant l'incidence de plusieurs projets d'investissements directs étrangers qui devraient atteindre leur pleine capacité dans le courant de l'année. Au cours des derniers mois, l'IPCH annuel a continué de fléchir dans les principaux PECO, atteignant des niveaux historiquement bas dans plusieurs pays, principalement en raison de la faible progression des prix des produits alimentaires et de l'énergie, des réductions de la fiscalité indirecte et des prix administrés et des tensions contenues sur les coûts d'origine interne.

En Turquie, en dépit des turbulences intérieures et extérieures que l'économie a dû affronter au second semestre 2013, le PIB en volume a enregistré de solides performances au premier trimestre 2014, avec une croissance de 1,7 % en rythme trimestriel, le ralentissement en cours de la demande intérieure étant compensé par une progression soutenue des exportations. Pour le reste de 2014, les indicateurs à haute fréquence et les indicateurs avancés vont dans le sens de la poursuite d'un rééquilibrage de la production vers le secteur extérieur, le resserrement de la politique monétaire par la banque centrale et la mise en œuvre de mesures macroprudentielles visant à limiter l'activité de prêt de détail début 2014 influant sur la consommation des ménages et la production manufacturière. Dans le même temps, l'assouplissement monétaire réalisé à plusieurs reprises depuis mai devrait à l'avenir amortir l'incidence de la baisse de la demande intérieure sur l'activité. L'inflation s'est stabilisée à des niveaux nettement supérieurs à l'objectif de la banque centrale, les hausses des prix des produits alimentaires et les répercussions de la dépréciation de la livre turque favorisant des taux d'inflation élevés, même si ces deux effets devraient s'atténuer à court terme. Néanmoins, les anticipations d'inflation sont élevées et demeurent sur une trajectoire haussière.

En Russie, après le ralentissement déjà marqué de la croissance économique observé en 2013, le PIB en volume s'est contracté de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2014, les répercussions du conflit avec l'Ukraine commençant à pénaliser l'économie. Même si les indicateurs à haute fréquence font apparaître une légère accélération de la croissance à court terme, l'aggravation

récente de la crise a assombri les perspectives. En particulier, les restrictions financières imposées par l'Union européenne et les États-Unis à une grande partie du secteur bancaire russe, ainsi qu'un nouveau resserrement de la politique monétaire, contribuent à une forte détérioration de l'environnement financier. De plus, l'inflation élevée et l'érosion de la progression des salaires nominaux devraient affecter la consommation privée jusqu'ici demeurée solide. À plus long terme, les sanctions imposées, conjuguées à l'incertitude qu'elles impliquent, devraient ajouter un frein supplémentaire à une économie déjà bridée par les rigidités structurelles et un climat défavorable pour l'investissement. L'inflation a continué de dépasser la cible de la banque centrale, principalement sous l'effet de la dépréciation du rouble fin 2013 et début 2014 et des augmentations des prix des produits alimentaires, déclenchant une série de hausses des taux d'intérêt depuis le début de l'année.

PAYS ÉMERGENTS D'ASIE

En Chine, la croissance économique a poursuivi sa décélération très progressive observée depuis 2012, en liaison avec l'affaiblissement de ses moteurs traditionnels, tels que l'investissement manufacturier et un dividende démographique. Toutefois, la croissance du PIB en volume a atteint 7,5 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2014 contre 7,4 % le trimestre précédent, sous l'effet d'un renforcement de la demande extérieure et des mesures de relance modestes introduites afin d'éviter un ralentissement trop prononcé de la croissance. En rythme trimestriel, la croissance s'est accélérée, atteignant 2,0 % après 1,5 %. L'investissement a apporté la principale contribution à la croissance, tandis que la contribution des exportations nettes a été positive pour la première fois depuis début 2013. La demande extérieure est restée vigoureuse au début du troisième trimestre, la croissance annuelle des exportations s'étant rapidement accélérée en juillet, tandis que celle des importations était légèrement négative, donnant lieu au solde commercial mensuel le plus important jamais enregistré. Les indicateurs relatifs à l'activité intérieure n'ont fléchi que légèrement par rapport à juin, laissant penser que le rythme de la croissance globale au troisième trimestre demeure jusqu'à présent soutenu. Néanmoins, la persistance de pressions à la baisse sur les prix des logements indique que le marché de l'immobilier résidentiel demeure instable, ce qui pourrait influencer négativement sur les perspectives économiques.

Les tensions sur les prix demeurent bien contenues jusqu'à présent, l'IPC annuel et l'IPC hors énergie et produits alimentaires ayant tous deux légèrement fléchi au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre, continuant de fluctuer autour de 2,3 % et 1,7 %, respectivement. Bien que toujours négatif, l'indice des prix à la production s'inscrit sur une tendance haussière, en liaison avec l'atténuation des pressions baissières sur les prix dans les industries lourdes. La croissance du crédit est demeurée élevée et le levier financier reste sur un profil haussier. Les mesures administratives prises par les autorités ont contribué à diminuer le recours aux prêts à court terme et aux prêts non bancaires, mais ne devraient pas avoir d'incidence durable sur la croissance du crédit en l'absence de réformes plus profondes visant à lutter contre le problème d'aléa moral dans le système financier.

S'agissant des autres économies émergentes d'Asie, après une période d'atonie de la croissance économique, on observe des signes d'amélioration des perspectives, dans la mesure où les économies plus orientées vers les exportations bénéficieront de l'augmentation de la demande en provenance des économies avancées. Dans le même temps, plusieurs pays émergents d'Asie ont nettement réduit leurs déséquilibres extérieurs, ce qui pourrait diminuer leur exposition à la fuite des capitaux.

Plus en détails, en Inde, le PIB en volume a enregistré une croissance soutenue au deuxième trimestre 2014, progressant de 5,8 % en rythme annuel. À la suite de l'élection d'un nouveau Premier ministre, les signes d'un fort regain de confiance des agents économiques en Inde se multiplient, avec notamment un vif rebond des marchés boursiers. De plus, le solde du compte de transactions courantes s'est

sensiblement amélioré, passant de $-5,3\%$ du PIB en 2012 à $-0,3\%$ au premier trimestre 2014, à la suite de la dépréciation de la roupie en 2013 et en liaison avec l'amélioration des perspectives au niveau mondial. Cette évolution laisse penser que l'Inde est moins exposée aux risques de contagion et à la fuite des capitaux et indique également une amélioration des perspectives à court terme pour le pays. À plus long terme, si le nouveau gouvernement réussit à mettre en œuvre son programme de réformes, cela pourrait stimuler la croissance potentielle. De plus, l'inflation s'est inscrite en recul au cours des deux dernières années, reflétant les baisses des prix des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que des politiques budgétaire et monétaire restrictives. Toutefois, les risques ne se sont pas encore dissipés et les prix des produits alimentaires sont particulièrement dépendants de la mousson.

En Indonésie, après la faible croissance du PIB en volume au premier trimestre 2014 ($0,9\%$ en rythme trimestriel), l'élection du nouveau président a coïncidé avec un retour de la confiance et une accélération de la croissance, qui s'est établie à $1,2\%$ en rythme trimestriel au deuxième trimestre. Les restrictions imposées à la croissance du crédit au cours de l'année dernière ont contribué à freiner les importations et à contenir le déficit du compte de transactions courantes. La hausse de l'IPC est revenue de plus de 8% fin 2013 à moins de 5% en juillet 2014, principalement en raison d'une baisse des prix de l'énergie. En Corée du Sud, la faiblesse de la croissance économique au deuxième trimestre 2014 ($0,6\%$ en rythme trimestriel) a été principalement imputable à une contraction de la consommation privée. Afin de stimuler la demande intérieure après l'accident de ferry d'avril 2014, un plan de relance de 40 milliards de dollars a été annoncé, comportant des mesures telles que l'assouplissement des limites appliquées aux prêts hypothécaires et l'augmentation du plafond des prêts aux petites entreprises. De plus, en dépit d'une hausse, l'inflation est restée inférieure à la cible et la Banque de Corée a abaissé les taux directeurs de 25 points de base en août 2014 afin de stimuler la demande.

AMÉRIQUE LATINE

La croissance économique s'est ralentie en Amérique latine au premier semestre 2014, après s'être légèrement renforcée vers la fin de l'année dernière, tandis que les évolutions ont continué de refléter des tendances divergentes au sein de la région.

Au Brésil, le durcissement marqué des conditions financières au cours de l'année dernière et l'inflation élevée ont pesé sur les salaires réels et la croissance de la consommation. Dans le même temps, la détérioration de la confiance des chefs d'entreprise et le ralentissement de la croissance du crédit ont contribué à la faiblesse de l'investissement privé. La croissance du PIB en volume a fléchi au deuxième trimestre 2014, de $0,6\%$ en rythme trimestriel, après une baisse de $0,1\%$ le trimestre précédent. Cette évolution a reflété une forte baisse des dépenses d'investissement, compensée seulement en partie par la contribution positive des exportations nettes, tandis que les dépenses de consommation ont stagné. En dépit d'une croissance très faible, l'inflation est demeurée élevée, ce qui a poussé la banque centrale à maintenir son principal taux directeur inchangé, à 11% , depuis le dernier relèvement intervenu en avril 2014, qui avait mis fin à un cycle de resserrement monétaire significatif.

En Argentine, la croissance économique s'est améliorée au deuxième trimestre 2014, comme le montre l'indicateur relatif à l'activité économique, qui a augmenté de $0,4\%$ en rythme trimestriel. Toutefois, cette amélioration est considérée comme temporaire, la croissance ayant bénéficié d'un accroissement des exportations agricoles lorsque la saison des récoltes a atteint son pic. Dans le même temps, des déséquilibres importants, tels que les tensions inflationnistes élevées, la détérioration de la situation budgétaire, les contraintes de balance des paiements et l'incertitude accrue entourant l'évolution future des négociations relatives à la dette après le défaut de l'Argentine sur ses obligations en devises étrangères fin juillet, continueront de freiner la croissance.

En revanche, après l'atonie observée fin 2013 et début 2014, l'activité économique s'est redressée au Mexique, soutenue principalement par une augmentation de la demande extérieure, l'incidence des facteurs temporaires ayant affecté la croissance l'année dernière continuant de s'atténuer. La croissance du PIB en volume s'est renforcée au deuxième trimestre 2014, pour atteindre 1,0 % en rythme trimestriel après 0,4 % au trimestre précédent. Du côté de l'offre, le raffermissement de la croissance a reflété un renforcement de la dynamique dans l'industrie et les services tandis que la croissance s'est légèrement ralentie dans l'agriculture, tout en restant robuste.

À plus long terme, l'Amérique latine devrait connaître une période de faible croissance, tandis que l'activité s'améliorera progressivement, bénéficiant de l'augmentation de la demande extérieure et de l'incidence des réformes structurelles au Mexique.

I.4 TAUX DE CHANGE

Entre début juin et le 3 septembre 2014, l'euro s'est 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 3 septembre 2014, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone, se situait 2,0 % au-dessous de son niveau de début juin et 0,3 % au-dessous du niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3).

Le mouvement baissier du taux de change effectif de l'euro au cours de la période sous revue reflète le profil d'évolution des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises hors UE. En termes bilatéraux, depuis début juin, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 3,4 %), de la livre sterling (de 1,8 %) et du yen (de 0,6 %). Au cours de la période sous revue, il s'est également déprécié vis-à-vis des devises de certaines économies émergentes d'Asie, notamment le renminbi chinois (de 5,0 %), et de celles de pays exportateurs de matières premières.

Tableau 3 Évolutions du taux de change de l'euro

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

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

Source : BCE.

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

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

(données quotidiennes ; indice : T1 1999 = 100)

— Euro
 USD
 - - - Yen



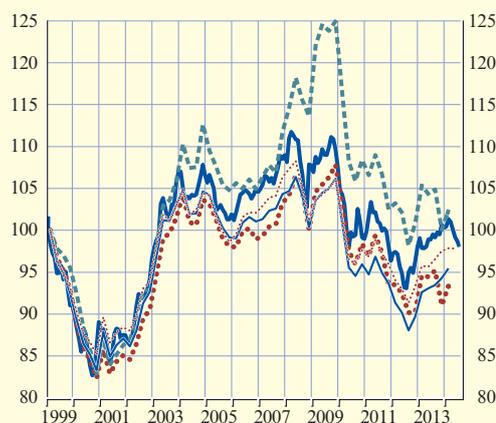
Source : BCE.

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)

— Déflaté de l'IPC
 Déflaté des CUME
 - - - Déflaté des CUMIM
 — Déflaté du PIB
 Déflaté de l'IPP



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 séries sont déflatées, respectivement, de l'indice des prix à la consommation (IPC), des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie (CUME), des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière (CUMIM), du PIB et de l'indice des prix à la production (IPP).

En revanche, le taux de change de l'euro s'est apprécié contre les devises des autres États membres de l'UE au cours des trois derniers mois. Cette appréciation est allée de 0,4 % vis-à-vis du leu roumain à 3,7 % par rapport au forint hongrois. Le litas lituanien et la couronne danoise, qui participent au MCE II, sont restés globalement stables contre euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches.

S'agissant des indicateurs de la compétitivité internationale en termes de prix et de coûts de la zone euro, en août 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 1,5 % en deçà de son niveau constaté un an plus tôt (cf. graphique 5). Ce recul reflète un rythme de hausse des prix à la consommation légèrement moins élevé dans la zone euro que chez ses principaux partenaires commerciaux.

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

La croissance annuelle de M3 s'est encore raffermie en juillet 2014, reflétant trois principaux facteurs : la plus forte préférence des détenteurs de monnaie pour la liquidité monétaire, l'augmentation de la position extérieure nette des IFM et la moindre contraction du crédit. Néanmoins, les informations disponibles pour le deuxième trimestre et pour juillet 2014 continuent de faire état d'une faible croissance sous-jacente de la monnaie et du crédit. La dynamique des prêts au secteur privé demeure atone, avec une faible croissance annuelle des prêts aux ménages et des signes de stabilisation du taux de croissance annuel négatif des prêts aux sociétés non financières, en dépit d'importants remboursements nets constatés en juillet. L'augmentation de la position extérieure nette des IFM est demeurée la principale source de création monétaire dans la zone euro au deuxième trimestre et en juillet. En outre, la diminution des principaux actifs des IFM s'est interrompue au cours de la période de trois mois s'achevant en juillet, ces actifs ayant en fait augmenté au deuxième trimestre et en juillet dans les pays ne connaissant pas de difficultés.

Le taux de croissance annuel de M3 s'est encore renforcé pour s'établir à 1,8% en juillet, après 1,2% au premier trimestre de l'année et 1,1% au deuxième trimestre (cf. graphique 6 et tableau 4). Ces évolutions continuent de refléter la préférence des détenteurs de monnaie pour la liquidité monétaire dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt. En particulier, ils ont une préférence pour les dépôts à vue très liquides, soutenant ainsi la forte croissance annuelle de M1. La variation des autres dépôts à court terme est demeurée faible, affichant un rythme annuel négatif de -2,1% et -1,8%, respectivement, au deuxième trimestre et en juillet, tandis que les instruments négociables ont donné lieu à des entrées, leur taux de variation annuel ressortant à -6,8% en juillet, après -12,5% au deuxième trimestre. D'autre part, des considérations de risque/rendement pourraient également avoir incité les investisseurs en quête de rendement à reporter une partie de leurs actifs monétaires sur des instruments mieux rémunérés et moins liquides ne faisant pas partie de M3, tels que les OPCVM.

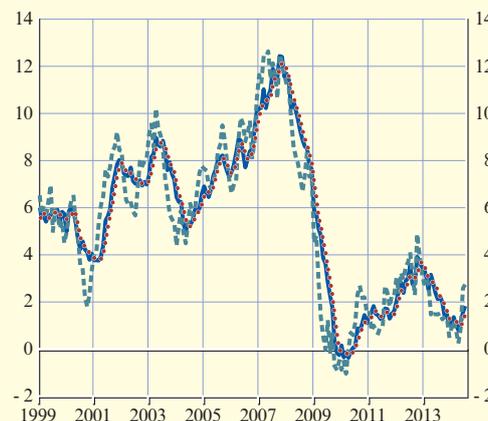
Les prêts aux administrations publiques ont continué de diminuer au deuxième trimestre et en juillet.

Les prêts consentis au secteur privé non financier ont également poursuivi leur contraction au deuxième trimestre et en juillet, à un rythme plus lent toutefois. L'incertitude quant à une inversion potentielle de la dynamique des prêts s'est encore atténuée au deuxième trimestre. Cette inversion serait cohérente avec le décalage (avance/retard) que l'on observe habituellement entre les prêts des IFM et le cycle d'activité. En outre, à moins d'un nouveau ralentissement de la dynamique conjoncturelle actuelle dans la zone euro, on peut s'attendre que les prêts au secteur privé bénéficient des mesures d'assouplissement du crédit annoncées en juin. Par ailleurs, l'enquête de juillet 2014 sur la distribution du crédit bancaire va également dans le sens d'une inversion de la dynamique des prêts, les réponses des banques indiquant une amélioration progressive des conditions d'octroi des crédits bancaires consentis aux entreprises et aux ménages de la zone euro. Cette enquête fait ressortir des signes timides d'assouplissement des critères d'octroi

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 ¹⁾	Taux de croissance annuels					
		2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2	2014 Juin	2014 Juillet
M1	55,9	6,9	6,4	6,0	5,2	5,4	5,6
Billets et pièces en circulation	9,3	2,6	4,1	6,0	5,6	5,5	5,6
Dépôts à vue	46,5	7,8	6,9	6,0	5,2	5,3	5,6
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	38,0	0,3	-1,2	-2,4	-2,1	-1,8	-1,8
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	16,7	-5,0	-6,3	-6,8	-5,4	-4,5	-4,2
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	21,3	5,0	3,3	1,4	0,7	0,5	0,2
M2	93,9	4,0	3,1	2,4	2,1	2,3	2,5
M3 – M2 (= instruments négociables)	6,1	-17,2	-17,1	-13,1	-12,5	-8,8	-6,8
M3	100,0	2,2	1,5	1,2	1,1	1,6	1,8
Créances sur les résidents de la zone euro		-0,5	-1,2	-1,9	-2,2	-2,3	-1,9
Créances sur les administrations publiques		2,0	0,1	-0,2	-1,3	-2,6	-1,8
Prêts aux administrations publiques		-6,0	-6,7	-4,0	-2,6	-1,5	-1,1
Créances sur le secteur privé		-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,2	-2,0
Prêts au secteur privé		-1,9	-2,2	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾		-1,4	-1,8	-2,0	-1,5	-1,1	-1,0
Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)		-4,2	-3,6	-3,4	-3,4	-3,6	-3,4

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.

pour certains secteurs emprunteurs, indiquant ainsi une possible interruption du durcissement progressif dont les banques ont fait état tout au long de la crise. L'enquête indique également que la demande de prêts a continué de se redresser, après des années de contraction.

Les évolutions de M3 continuent de résulter de l'augmentation de la position extérieure nette des IFM, qui est demeurée la principale source de création monétaire dans la zone euro au deuxième trimestre et en juillet. Sur un an, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 416 milliards d'euros en juillet, après une hausse de 383 milliards à la fin du premier trimestre. Dans le même temps, si les engagements financiers à long terme des IFM ont continué d'enregistrer d'importantes sorties au deuxième trimestre, ces dernières ont cependant été faibles en juillet, reflétant la nette augmentation du poste « capital et réserves ».

Les principaux actifs des IFM ont progressé de 18 milliards d'euros au cours des trois mois s'achevant en juillet, après un recul de 53 milliards au cours des trois mois précédents. Cette récente croissance des bilans reflète essentiellement une augmentation des actifs détenus par les banques des pays ne connaissant pas de difficultés, tandis que les banques des pays en difficulté ont continué de réduire leurs principaux actifs, à un rythme plus lent cependant. S'agissant des différents types d'actifs, la hausse des principaux actifs des IFM de la zone euro résulte de l'intensification des prêts interbancaires, de l'augmentation des avoirs extérieurs et de la moindre contraction des concours au secteur privé.

Dans l'ensemble, les évolutions monétaires des sept premiers mois de 2014 confirment la faiblesse globale de la dynamique de la monnaie et du crédit dans un environnement de faible inflation.

PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

L'accentuation du taux de croissance annuel de M3 constatée au deuxième trimestre et en juillet résulte principalement de la plus forte contribution des dépôts à vue. L'agrégat étroit (M1) a été la seule composante à apporter une contribution positive à la croissance globale de M3 (cf. graphique 7). Les autres dépôts à court terme (M2-M1) se sont stabilisés, continuant à apporter une contribution négative. La contribution des instruments négociables (M3-M2) est également demeurée négative, mais dans une moindre mesure qu'au premier trimestre 2014.

S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 s'est encore ralenti en rythme trimestriel pour s'établir à 5,2% au deuxième trimestre, après 6,0% au premier trimestre. En rythme mensuel, en revanche, il s'est inscrit en hausse au cours de la période sous revue, ressortant à 5,6% en juillet (cf. tableau 4). Cette accentuation reflète les plus fortes entrées enregistrées par les dépôts à vue (principalement sous l'effet des dépôts des ménages, mais les sociétés non financières ont apporté également une contribution significative). Après avoir atteint 6,0% au premier trimestre 2014, le taux de croissance annuel des billets et pièces en circulation s'est stabilisé au deuxième trimestre et en juillet, ressortant à 5,6%.

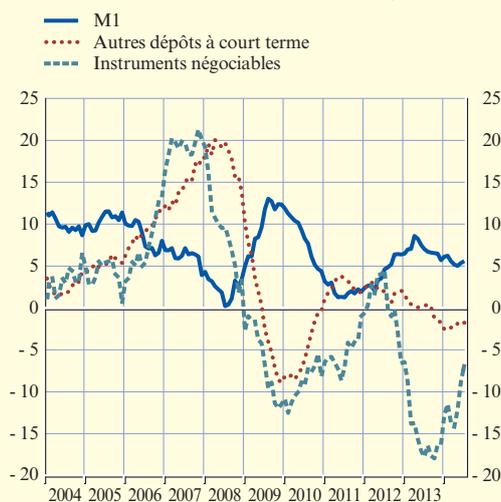
Le taux de variation annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue est passé de -2,4% au premier trimestre à -2,1% au deuxième trimestre, avant de se redresser encore pour atteindre -1,8%

en juillet. Après les importantes sorties auxquelles ont donné lieu les dépôts à court terme (c'est-à-dire d'une durée inférieure ou égale à deux ans) au premier trimestre, des entrées ont été observées au deuxième trimestre, le taux de croissance annuel s'inscrivant à -5,4%, après -6,8% au premier trimestre. Le taux de croissance annuel des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) a encore fléchi, s'établissant à 0,7% au deuxième trimestre, contre 1,4% au premier trimestre). Le taux de variation annuel des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans a encore augmenté, passant à -4,2% en juillet, tandis que celui des dépôts d'épargne à court terme s'est légèrement ralenti, revenant à 0,2%. Ces évolutions résultent dans une large mesure de leur rémunération exceptionnellement faible par rapport à d'autres formes de placement.

Le taux de variation annuel des instruments négociables est demeuré nettement négatif, passant cependant de -13,1% au premier trimestre à -12,5% au deuxième trimestre, avant de se redresser encore pour atteindre -6,8% en juillet. Cette croissance négative continue de refléter les réductions des portefeuilles de 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. Si le taux de variation annuel de ces portefeuilles est demeuré très négatif, il a néanmoins très légèrement augmenté pour s'établir à -31,3% au deuxième trimestre, après -33,4% au premier trimestre, avant de s'inscrire à -28,1% en juillet. Le taux de variation annuel des titres d'OPCVM monétaires est revenu à -9,3% au deuxième trimestre, après -8,0% au premier trimestre, avant de progresser fortement pour atteindre -3,9% en juillet. Celui des pensions est ressorti à -5,8% au deuxième trimestre, contre -7,1% au premier trimestre, devenant cependant positif en juillet, à 1,2%. 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 offrant 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

Graphique 7 Principales composantes de M3

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



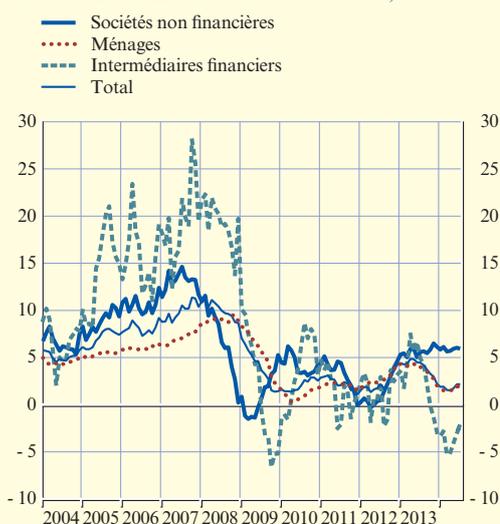
Source : BCE.

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, a légèrement fléchi pour s'établir à 1,7% au deuxième trimestre, après 1,8% au premier trimestre. Il a toutefois progressé ces derniers mois, ressortant à 2,1% en juillet (cf. graphique 8). Les ménages continuent d'apporter la contribution la plus forte à ce taux de croissance, le taux de croissance annuel des dépôts de M3 détenus par les ménages demeurant toutefois modéré au regard des évolutions sur longue période (1,8% en juillet). En revanche, les dépôts de M3 détenus par les sociétés non financières ont affiché un taux de croissance annuel soutenu, à 5,9% en juillet, évolution qui a concerné l'ensemble des pays. Elle reflète probablement leur choix de conserver un pourcentage élevé de leurs revenus sous forme d'actifs liquides, dans un contexte d'incertitude quant à l'accès au financement, notamment au regard des obligations réglementaires relatives aux lignes de crédit.

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.

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 deuxième trimestre et en juillet. L'augmentation de la position extérieure nette des IFM est demeurée la principale source de création monétaire dans la zone euro au cours de la période sous revue.

Le taux de variation annuel des créances des IFM sur les administrations publiques a encore reculé au deuxième trimestre, ressortant à -1,3%, après -0,2% au premier trimestre, avant de fléchir encore légèrement pour s'établir à -1,8% en juillet.

En revanche, le taux de variation annuel des concours des IFM au secteur privé a augmenté, s'inscrivant à -2,0% en juillet, après -2,3% au premier trimestre et -2,5% au deuxième trimestre. S'agissant de leurs composantes, le rythme annuel de variation des titres autres que des actions est demeuré nettement négatif, se redressant cependant légèrement en juillet, à -7,3%, contre -8,1% au deuxième trimestre et -4,9% au premier trimestre. Le taux de croissance annuel des actions et autres participations s'est inscrit en hausse en juillet pour ressortir à 2,7%, après 1,2% au premier trimestre et 0,1% au deuxième trimestre. La contraction annuelle des prêts au secteur privé s'est établie à -1,9% au deuxième trimestre, contre -2,3% au premier trimestre, avant de s'atténuer encore, à -1,6% en juillet.

En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, le taux de variation annuel des prêts au secteur privé a légèrement augmenté, à -1,5% au deuxième trimestre, contre -2,0% au premier trimestre (cf. tableau 4). Il a encore légèrement progressé par la suite, ressortant à -1,0% en juillet. D'un point de vue sectoriel, les prêts aux ménages ont continué d'enregistrer une croissance annuelle faiblement positive au deuxième trimestre, tandis que celle des prêts aux sociétés non

financières et aux intermédiaires financiers non monétaires est restée négative. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est demeuré inchangé en juillet, ceux des prêts aux sociétés non financières et des prêts aux intermédiaires financiers non monétaires continuant d'afficher une stabilité.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté globalement stable au cours des derniers trimestres. Il s'est établi à 0,5% en juillet, en ligne avec les taux observés depuis le deuxième trimestre 2012 (cf. section 2.7 pour plus de détails). La somme des flux constatés au titre des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages est demeurée globalement inchangée au deuxième trimestre et en juillet. Les prêts au logement ont apporté une contribution négative au deuxième trimestre, mais de faibles entrées ont de nouveau été enregistrées en juillet. 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.

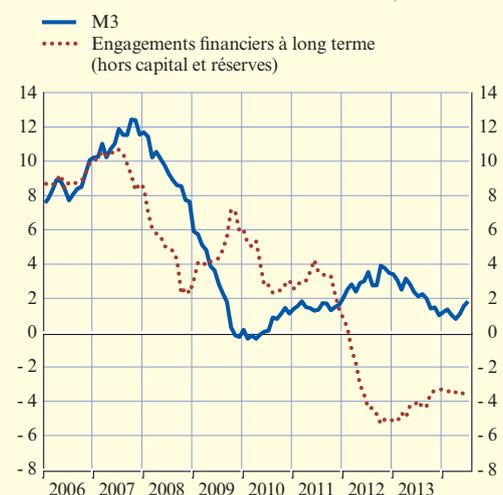
Le taux de variation annuel des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est ressorti à -2,2% en juillet, niveau nettement supérieur aux taux enregistrés au premier et au deuxième trimestre, malgré les remboursements nets importants opérés durant ce mois. Cette évolution résulte notamment d'une augmentation de la contribution des prêts à court terme, tandis que celle des prêts à long terme a encore diminué. Sur plus longue période, compte tenu de 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.

Plus globalement, l'atonie de l'activité de prêt des banques 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 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).

S'agissant des autres contreparties de M3, le taux de variation annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) s'est établi à -3,4% en juillet, sans changement par rapport au premier et au deuxième trimestre (cf. graphique 9). Cette contraction apporte un soutien supplémentaire à la croissance de M3. Elle continue de traduire les moindres besoins de financement des banques dans le contexte de désendettement (dans les pays en difficulté) et le passage à une stratégie de financement par les dépôts, favorisée par le régime actuel de réglementation.

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.

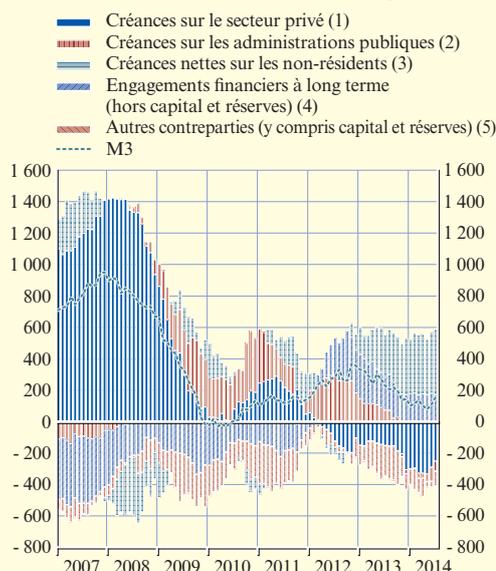
La position extérieure nette des IFM a donné lieu à de nouvelles entrées de 83 milliards d'euros au deuxième trimestre et de 40 milliards en juillet (cf. graphique 10). Cette amélioration fait suite à une série d'entrées importantes au titre du solde cumulé des investissements directs et de portefeuille depuis juillet 2012 (cf. encadré 2). La position extérieure nette des IFM de la zone euro retrace les flux de capitaux du secteur détenteur de monnaie lorsqu'ils transitent par les IFM, ainsi que les transferts d'actifs émis par le secteur détenteur de monnaie. Par conséquent, ces flux sont associés à un regain de confiance dans la zone euro, qui attire les investisseurs internationaux.

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

Les évolutions observées au titre de M3 entre fin décembre 2013 et fin juillet 2014 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

Graphique 10 Contreparties de M3

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

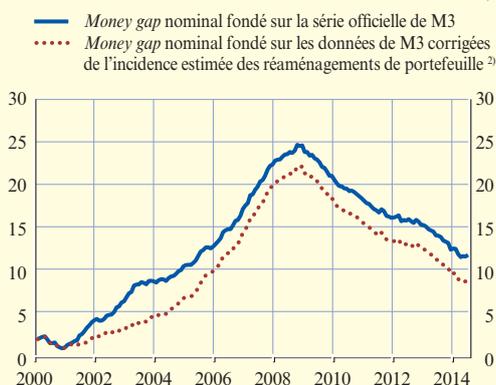


Source : BCE.

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.

Graphique 11 Estimations du money gap nominal ¹⁾

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



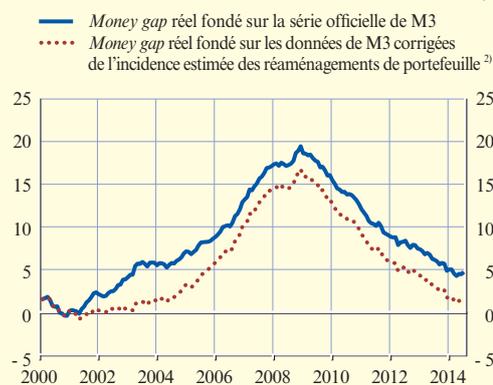
Source : BCE.

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

2) Les estimations de l'ampleur des 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 ¹⁾

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



Source : BCE.

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

2) Les estimations de l'ampleur des 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.

réduit. Les conditions de la liquidité dans la zone euro sont plus équilibrées que par le passé. Néanmoins, il convient de rappeler que ces indicateurs doivent être interprétés avec prudence, car ils reposent sur une évaluation des encaisses monétaires d'équilibre qui est entourée d'une très grande incertitude.

Globalement, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie et du crédit est resté faible au deuxième trimestre. La croissance monétaire s'est légèrement redressée en juillet en raison d'une plus grande préférence pour la liquidité monétaire, en dépit de la persistance d'une faible dynamique de crédit dans la zone euro. 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. À moyen terme, le rétablissement de la capacité des banques à prendre des risques et le redressement de la demande de crédit bancaire de la part des agents du secteur privé sont un préalable essentiel à une reprise soutenue de l'activité de prêt au secteur privé.

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 deuxième trimestre 2014. Sur la période de douze mois s'achevant en juin 2014, l'excédent du compte de transactions courantes de la zone euro s'est globalement reflété dans les sorties nettes agrégées au titre du compte financier, qui sont restées proches de 250 milliards d'euros. Elles s'expliquent par la persistance de sorties nettes au titre des autres investissements (dépôts et prêts principalement), qui ont été compensées pour partie par des entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés (cf. le tableau ci-après).

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					
	2014			2014			2013			2014		
	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde
Compte financier ¹⁾			- 31,8			- 64,4			- 249,4			- 253,6
Investissements directs et de portefeuille cumulés	- 71,8	111,2	39,4 - 184,1	163,4	- 20,6 - 592,5	649,9	57,4 - 614,5	668,2	53,7			
Investissements directs	2,7	- 27,1	- 24,4 - 32,3	32,2	- 0,1 - 332,3	263,6	- 68,8 - 268,4	215,0	- 53,4			
Investissements de portefeuille	- 74,5	138,3	63,8 - 151,7	131,2	- 20,5 - 260,1	386,3	126,2 - 346,1	453,2	107,1			
Actions	- 23,5	74,4	50,9 - 58,4	108,8	50,4 - 143,6	251,1	107,5 - 167,4	291,2	123,8			
Titres de créance	- 51,1	63,9	12,8 - 93,4	22,4	- 71,0 - 116,5	135,2	18,7 - 178,7	162,0	- 16,7			
Obligations	- 36,3	72,4	36,1 - 64,2	43,2	- 21,1 - 127,4	107,8	- 19,6 - 133,9	189,0	55,2			
Instruments du marché monétaire	- 14,8	- 8,5	- 23,3 - 29,1	- 20,8	- 49,9 10,9	27,4	38,3 - 44,8	- 27,0	- 71,8			
Autres investissements	- 190,9	121,6	- 69,3 - 36,0	- 13,5	- 49,5 142,9	- 475,8	- 332,9 - 121,2	- 197,7	- 319,0			
Dont : IFM												
Investissements directs	- 4,1	- 1,3	- 5,4 - 1,1	2,7	1,6 - 2,4	9,1	6,8 - 10,8	5,7	- 5,1			
Investissements de portefeuille	1,3	19,5	20,9 - 21,9	- 4,5	- 17,0 24,7	- 77,2	- 52,4 - 33,5	18,9	- 5,2			
Actions	9,8	13,6	23,4 0,7	15,7	13,0 - 27,7	- 39,3	- 67,0 - 11,6	33,3	18,4			
Titres de créance	- 8,5	5,9	- 2,5 - 22,6	- 20,2	- 30,0 52,4	- 37,8	14,6 - 21,9	- 14,4	- 23,5			
Autres investissements	- 133,4	43,5	- 89,9 - 47,8	- 39,9	- 87,7 135,3	- 430,7	- 295,5 - 100,6	- 251,7	- 352,2			

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. Les avoirs (engagements) correspondent aux achats nets par les résidents (non-résidents) de la zone euro d'instruments financiers émis par les non-résidents (résidents) de la zone.

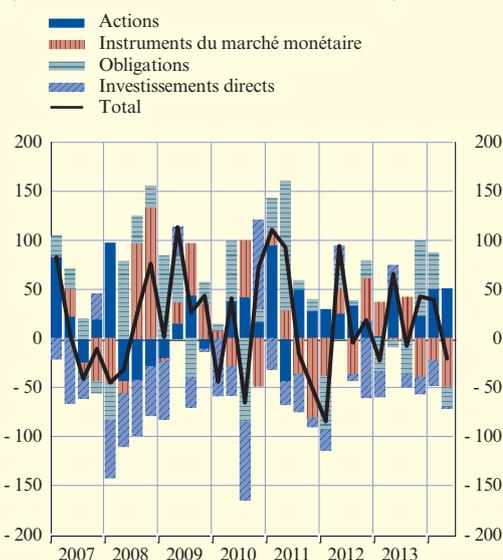
Les entrées nettes enregistrées par les investissements directs et de portefeuille cumulés ont légèrement diminué, revenant de 57 milliards d'euros au cours de la précédente période de douze mois à 54 milliards au cours de la période s'achevant en juin 2014. Les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille sont demeurées élevées, s'établissant à 107 milliards d'euros, même si elles ont reculé par rapport à la précédente période de douze mois. Les achats nets d'actions et de titres de créance de la zone euro par les investisseurs étrangers ont de nouveau progressé dans un contexte marqué par la confiance des investisseurs, dans le sillage des mesures et des réformes mises en œuvre dans la zone. Ces entrées ont été pour partie compensées par une augmentation des achats nets d'actions et de titres de créance étrangers par les investisseurs de la zone euro. Dans la catégorie des instruments de dette, les investisseurs de la zone euro sont passés de la position de vendeurs nets à celle d'acheteurs nets d'instruments du marché monétaire étrangers. Dans le même temps, les investisseurs étrangers sont devenus vendeurs nets d'instruments du marché monétaire de la zone euro au cours de la période de douze mois s'achevant en juin 2014. Les sorties nettes qui en ont résulté pour les marchés monétaires reflètent sans doute une baisse des rendements sur les marchés monétaires de la zone euro. Les sorties nettes au titre des investissements directs ont légèrement diminué par rapport à la précédente période de douze mois, les investisseurs de la zone euro comme les investisseurs non-résidents réduisant leurs acquisitions à l'étranger.

Les sorties nettes au titre des autres investissements sont revenues de 333 milliards d'euros à 319 milliards au cours de la période de douze mois s'achevant en juin 2014, le désengagement des non-résidents vis-à-vis des dépôts et des prêts des IFM de la zone euro se ralentissant nettement. Les IFM de la zone euro ont arrêté de rapatrier les actifs qu'ils détenaient à l'étranger au titre des autres investissements, passant ainsi d'une baisse de leurs dépôts et crédits à l'étranger à une progression. Au total, ce mouvement est le signe d'une normalisation progressive des transactions transfrontières de la part des IFM de la zone euro. Une modification importante s'est opérée dans la structure par échéances des actifs détenus à l'étranger au titre des autres investissements par les IFM de la zone euro, les portefeuilles d'actifs à long terme continuant à s'alléger, tandis que les acquisitions nettes d'actifs à court terme étaient importantes. Au cours de la période de douze mois s'achevant en juin 2014, l'amélioration de la position extérieure nette des IFM de la zone euro a eu une incidence positive sur la liquidité de la zone, ainsi que le reflète en partie l'évolution de l'agrégat monétaire large M3. Comme le montre la présentation monétaire de la balance des paiements, l'amélioration de la position extérieure nette des IFM observée au cours de cette période provient essentiellement des transactions des non-IFM liées à l'excédent courant de la zone euro, ainsi que d'entrées nettes au titre des investissements de portefeuille.

Au deuxième trimestre 2014, les investissements directs et de portefeuille cumulés ont donné lieu à des sorties nettes à hauteur de 21 milliards d'euros, contre des entrées nettes de 39 milliards au premier trimestre 2014 (cf. graphique). Cette évolution résulte de sorties nettes au titre des investissements de portefeuille, les sorties nettes au titre des investissements directs s'étant interrompues. S'agissant des investissements de

Investissements directs et de portefeuille cumulés

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



Source : BCE.

portefeuille, les entrées nettes sur actions sont demeurées stables à quelque 50 milliards d'euros, les investisseurs de la zone euro comme les investisseurs étrangers ayant renforcé leurs achats nets. Notamment, les flux nets sur actions de la zone euro émanant des investisseurs étrangers ont représenté au total 109 milliards d'euros au deuxième trimestre 2014, le montant trimestriel le plus élevé depuis l'introduction de l'euro, dans un contexte marqué par des évolutions favorables sur les marchés boursiers de la zone. Dans le même temps, des sorties nettes sur instruments de dette à hauteur de 71 milliards d'euros ont été enregistrées, ce qui représente une inversion par rapport aux entrées nettes de 13 milliards observées au trimestre précédent. Cette évolution s'explique à la fois par un renforcement des achats nets de titres de créance étrangers par les investisseurs de la zone euro et par une diminution des achats nets d'obligations de la zone, auxquels s'ajoute un accroissement des ventes nettes d'instruments monétaires de la zone de la part des investisseurs étrangers. Les sorties nettes au titre des autres investissements ont de nouveau reculé par rapport au trimestre précédent, atteignant le plus bas niveau enregistré depuis le premier trimestre 2013, sous l'effet des entrées nettes enregistrées par le secteur des non-IFM.

Les non-résidents de la zone euro ont continué d'être acheteurs nets d'actions émises par les IFM de la zone au deuxième trimestre 2014, autre signe d'une normalisation progressive dans le secteur des IFM de la zone. Toutefois, les investisseurs étrangers ont allégé leurs portefeuilles d'instruments de dette émis par les IFM de la zone euro. Les IFM de la zone euro ont réduit leurs cessions nettes d'actions étrangères, mais ont renforcé leurs portefeuilles de titres de créance étrangers. Les IFM de la zone euro ont également continué de développer leurs dépôts et prêts à l'étranger, tandis que les investisseurs étrangers ont réduit les avoirs qu'ils détenaient au titre des autres investissements dans le secteur des IFM de la zone. Par conséquent, la position extérieure nette des IFM de la zone euro a continué de s'améliorer au deuxième trimestre 2014, reflétant dans une large mesure les transactions liées à l'excédent courant de la zone et des entrées nettes au titre des autres investissements enregistrées par le secteur des non-IFM de la zone.

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 et atteint un nouveau point bas historique au premier trimestre 2014, prolongeant ainsi la tendance baissière observée depuis début 2011 sous l'effet de la morosité du climat économique et des faibles évolutions du revenu disponible. La progression annuelle des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension est demeurée stable. Les OCPVM non monétaires ont enregistré de nouvelles entrées importantes au deuxième trimestre 2014, tandis que les OPCVM monétaires ont continué d'afficher de faibles sorties.

AGENTS NON FINANCIERS

Au premier trimestre 2014, trimestre le plus récent pour lequel les données des comptes intégrés de la zone euro sont disponibles, le taux de croissance annuel du total des placements financiers des agents non financiers a légèrement diminué pour ressortir à 1,4%, contre 1,6% au quatrième trimestre 2013, atteignant un nouveau point bas historique depuis que les données de la zone euro sont devenues disponibles (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 les taux de croissance annuel des placements en actions et autres participations (hors titres d'OPCVM) et en titres d'OPCVM ont fortement diminué au premier trimestre 2014. Ces évolutions n'ont été que partiellement contrebalancées par un taux de variation annuel moins négatif des placements en titres de créance (-7,2%, après -9,2% au trimestre précédent) et par une hausse marginale 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 a légèrement fléchi au premier trimestre 2014. Le taux de croissance

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

	Encours exprimés en pourcentage des actifs financiers ¹⁾	Taux de croissance annuels											
		2011 T3	2011 T4	2012 T1	2012 T2	2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1	
Placements financiers	100	3,1	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	1,7	1,6	1,4	
Numéraire et dépôts	23	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,6	2,7	3,0	3,0	2,6	2,6	
Titres de créance, hors produits financiers dérivés	5	8,3	2,6	1,0	0,8	-0,4	-4,7	-7,1	-8,5	-9,1	-9,2	-7,2	
<i>dont</i> : court terme	0	0,3	20,3	18,9	22,3	21,4	-3,9	-18,8	-25,8	-30,8	-26,6	-9,7	
<i>dont</i> : long terme	4	8,9	1,3	-0,4	-0,8	-2,1	-4,8	-6,0	-6,9	-7,1	-7,7	-7,0	
Actions et autres participations, hors titres d'OPCVM	31	2,6	2,8	3,1	2,7	2,5	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	0,8	
<i>dont</i> : actions cotées	6	2,3	1,9	2,6	3,2	0,9	0,8	0,9	1,8	1,6	0,7	0,3	
<i>dont</i> : actions non cotées et autres participations	25	2,7	3,0	3,2	2,6	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,8	0,9	
Titres d'OPCVM	5	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,4	0,7	3,3	2,9	2,4	2,6	1,1	
Provisions techniques d'assurance	15	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	
Autres ²⁾	21	4,5	3,1	2,1	2,7	2,7	3,5	3,8	2,6	1,7	2,1	2,0	
M3 ³⁾		1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	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.

annuel des placements des ménages en actions et autres participations (hors titres d'OPCVM) et en titres d'OPCVM s'est nettement ralenti. Ces évolutions masquent le fait que l'entrée trimestrielle enregistrée par les titres d'OPCVM a augmenté par rapport au trimestre précédent, et que celle au titre des actions cotées est devenue positive. Dans le même temps, le taux de variation annuel des placements en titres de créance est devenu moins négatif, indiquant un ralentissement du rythme auquel les ménages ont cédé leurs titres de créance. Enfin, l'acquisition par les ménages de provisions techniques d'assurance (c'est-à-dire leurs placements en produits d'assurance-vie et de retraite) s'est renforcée par rapport au trimestre précédent.

S'agissant des sociétés non financières, le taux de croissance annuel de leurs placements financiers a diminué au premier trimestre 2014. Cette évolution résulte essentiellement de la baisse des taux de croissance annuels des actions et autres participations, du numéraire et des dépôts, et des autres actifs, qui n'a été que partiellement contrebalancée par une contribution moins négative des titres de créance. 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 s'est légèrement accentué au premier trimestre 2014. Cette hausse marginale du rythme de l'accumulation d'actifs résulte pour l'essentiel de la contribution moins négative du numéraire et des dépôts, dont le taux de variation est ressorti à -0,4%, après -6,7% au trimestre précédent. En revanche, le taux de croissance annuel des actions

Graphique 13 Placements financiers
des agents non financiers(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points
de pourcentage)

Source : BCE.

et autres participations (hors titres d'OPCVM) et des placements au titre des autres actifs, qui recouvrent les prêts et autres comptes à recevoir, s'est encore inscrit en recul au premier trimestre 2014.

INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le taux de croissance annuel des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension est demeuré inchangé, à 3,4 %, au premier trimestre 2014 (cf. graphique 14). La ventilation par instruments financiers montre que ce taux de croissance annuel positif résulte essentiellement des placements en titres de créance et en titres d'OPCVM.

Les données relatives aux OPCVM, qui sont déjà disponibles pour le deuxième trimestre 2014, font apparaître une entrée trimestrielle à hauteur de 155 milliards d'euros pour les OPCVM non monétaires de la zone euro. Cette entrée est supérieure de 46 milliards d'euros à celle du 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 «mixtes», qui étaient supérieures de près de 14 milliards d'euros à celles du trimestre précédent, expliquent l'essentiel du flux d'entrée trimestriel total pour les OPCVM non monétaires de la zone euro au deuxième trimestre 2014. En outre, tandis que les entrées au titre des OPCVM «actions» ont augmenté de 20 milliards d'euros par rapport au trimestre précédent, les placements en OPCVM «obligations» sont ressortis à 35 milliards d'euros, après 44 milliards au premier trimestre 2014. En rythme annualisé, ces évolutions ont entraîné un léger recul des entrées au titre des OPCVM «obligations» et une hausse des entrées pour les OPCVM «actions», qui se sont élevées à 134 milliards d'euros au deuxième trimestre 2014, après 100 milliards au premier trimestre (cf. graphique 15). Les OPCVM monétaires ont continué d'afficher de faibles sorties au deuxième trimestre 2014. En rythme annuel, les sorties au titre des OPCVM monétaires se sont établies à 35 milliards d'euros, après 60 milliards au trimestre précédent.

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

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

- Titres de créance, hors produits financiers dérivés
- Actions cotées
- Actions non cotées et autres participations
- Titres d'OPCVM
- Autres ¹⁾
- Total des actifs financiers

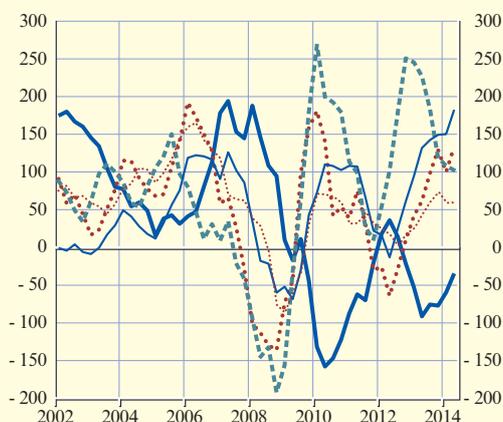


Source : BCE.
1) Prêts, dépôts, provisions techniques d'assurance et autres comptes à recevoir.

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

(montants en milliards d'euros)

- OPCVM monétaires
- ... OPCVM « actions » ¹⁾
- OPCVM « obligations » ¹⁾
- OPCVM mixtes ¹⁾
- ... Autres OPCVM ^{1) 2)}



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

Les taux d'intérêt du marché monétaire ont dans l'ensemble légèrement diminué entre fin mai et début septembre 2014 à la suite des décisions prises par le Conseil des gouverneurs en juin, ce recul n'étant que temporairement interrompu par la volatilité enregistrée en fin de mois. L'accroissement de l'excédent de liquidité dans le sillage de l'interruption des opérations hebdomadaires de réglage fin ayant stérilisé les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres a été partiellement compensé par un moindre recours aux opérations d'open market et par la poursuite du remboursement de la liquidité obtenue dans le cadre d'opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans.

Encadré 3

ESTIMATION DES CONDITIONS DE LIQUIDITÉ ATTENDUES DANS LA ZONE EURO

La BCE fournit quotidiennement des informations relatives aux conditions de liquidité dans la zone euro. Le présent encadré décrit ces informations, qui recouvrent des données relatives aux opérations de refinancement de l'Eurosystème, au recours aux facilités permanentes, au montant des programmes d'achat d'obligations sécurisées (CBPP et CBPP2), aux comptes courants détenus auprès des banques centrales nationales (BCN) et aux réserves obligatoires de l'Eurosystème. À l'aide de ces informations, les contreparties peuvent également évaluer le montant de l'excédent de liquidité dans la zone euro.

En outre, la BCE fournit, sur une base hebdomadaire, des informations sur la prévision relative aux facteurs autonomes quotidiens moyens et sur le montant de référence pour l'allocation ¹ dans le cadre des opérations principales de refinancement (MRO), montant qui, s'il était alloué, aboutirait à des conditions de liquidité neutres durant les périodes considérées. Le présent encadré explique également dans quelle mesure la prévision relative aux facteurs autonomes peut permettre aux contreparties de mieux calibrer leur recours aux opérations de refinancement et d'estimer l'excédent de liquidité dans la zone euro dans le cadre d'une politique d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions.

Les données sur la liquidité publiées quotidiennement par la BCE

Tous les matins, aux alentours de 9h10, heure d'Europe centrale, la BCE diffuse, via une sélection de réseaux d'information financière (tels que Thomson Reuters et Bloomberg ²), les chiffres clés relatifs à la position de liquidité de la zone euro enregistrée la veille. Ces informations, qui sont tirées du bilan consolidé de l'Eurosystème, figurent sur les pages *Outstanding open market operations* (opérations d'open market en cours) (Thomson Reuters BCE39 ; Bloomberg BCE 15/6/4) et *Information on liquidity conditions in the euro area* (Informations relatives aux conditions de liquidité dans la zone euro) (Thomson Reuters BCE40 ; Bloomberg BCE/15/6/5).

La première de ces deux pages présente une ventilation des opérations d'open market en cours et des programmes d'achat d'obligations sécurisées (CBPP et CBPP2) ³. La deuxième page affiche les informations suivantes.

¹ Dans le cadre des appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale, le montant de référence est actuellement moins pertinent d'un point de vue opérationnel. Il reste néanmoins un indicateur de conditions de liquidité équilibrées.

² D'autres réseaux d'information financière reçoivent et publient également les mêmes informations.

³ De plus amples informations concernant les conditions de liquidité sont disponibles sur d'autres pages Thomson Reuters et Bloomberg. Les mêmes informations, y compris des données historiques, sont disponibles sur le site internet de la BCE, à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.

- Le montant moyen des réserves obligatoires (RR) constaté la veille pour l'ensemble des établissements de crédit, ce chiffre étant généralement stable au cours de la période de constitution de réserves ⁴.
- L'estimation des facteurs autonomes (AF) quotidiens moyens, expliqués en détail dans la prochaine section.
- Le volume des opérations d'*open market* en cours de l'Eurosystème, à l'exclusion du Programme pour les marchés de titres (SMP). Ce chiffre comprend l'encours des opérations de cession temporaire (opérations de refinancement et opérations de réglage fin (d'apport ou de retrait de liquidité)), ainsi que les deux programmes d'achat d'obligations sécurisées. Il convient de noter que les informations relatives au Programme pour les marchés de titres sont publiées toutes les semaines sur le site internet de la BCE ⁵.
- Le recours à la facilité de prêt marginal (MLF) et à la facilité de dépôt (DF) enregistré le jour ouvrable précédent.
- Le compte courant (CA) global des établissements de crédit auprès des BCN enregistré la veille. La formule suivante peut donc être utilisée pour calculer l'excédent de liquidité (EL) constaté la veille dans la zone euro :

$$EL = CA + DF - MLF - RR$$
- Le compte courant moyen détenu au cours de la période de constitution de réserves considérée, qui permet de calculer l'excédent de liquidité moyen, du premier jour de la période de constitution jusqu'au jour précédent.
- L'effet de liquidité net (NLE) provenant des facteurs autonomes et du SMP, qui résulte du montant des facteurs autonomes enregistré la veille, à l'exclusion de l'encours relatif au SMP. Même si la BCE ne publie pas quotidiennement d'informations concernant l'évolution du SMP, celles-ci restent toutefois utiles pour estimer le montant quotidien des facteurs autonomes, à l'aide de la formule suivante :

$$AF = NLE + SMP$$

Les facteurs autonomes

Les facteurs autonomes sont les postes du bilan de la banque centrale qui ne reflètent ni les opérations de politique monétaire, ni les réserves obligatoires. On les qualifie d'autonomes car ils ne sont pas sous le contrôle de la banque centrale. Ils jouent donc un rôle essentiel dans l'évaluation des conditions de liquidité et représentent la principale source d'incertitude en ce qui concerne l'estimation du besoin futur de refinancement du système bancaire. Les facteurs autonomes peuvent être classés en (a) dépôts nets des administrations publiques auprès des BCN de l'Eurosystème, (b) billets en circulation ⁶, (c) avoirs nets de réserve de change ; (d) avoirs nets libellés en euros, et (e) autres facteurs autonomes ⁷.

Depuis 2013, la somme de l'ensemble des facteurs autonomes a varié entre 443 milliards d'euros et 553 milliards. Cependant, comme on peut l'observer dans le graphique A, elle a suivi une évolution assez

⁴ Des changements mineurs peuvent se produire de temps en temps, par exemple en cas de résolution ou de fusion bancaire.

⁵ Cf. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html>

⁶ Tels que déterminés par le comportement du public. Pour de plus amples informations concernant les facteurs autonomes, cf. l'article intitulé *La gestion de la liquidité par la BCE* du *Bulletin mensuel* de mai 2002.

⁷ Ils recouvrent les autres rubriques du bilan telles que les comptes de réévaluation, les avoirs et les engagements des résidents de la zone euro, et le poste « capital et réserves ».

instable, analogue à celle observée pour les dépôts des administrations publiques auprès des BCN⁸. Au cours d'une période de constitution de réserves, les dépôts des administrations publiques expliquent l'essentiel de la volatilité vis-à-vis de la part des facteurs autonomes présentant une importante composante cyclique au cours d'un mois calendaire. Depuis 2012, les variations quotidiennes des facteurs autonomes ont atteint en moyenne 4,4 milliards d'euros environ, le montant correspondant s'agissant des dépôts nets des administrations publiques s'établissant à 3,7 milliards.

L'estimation des conditions de liquidité hebdomadaires attendues

La BCE publie chaque semaine, en même temps que l'annonce de l'opération principale de refinancement (MRO) et que l'allocation de cette opération, la prévision relative aux facteurs autonomes quotidiens moyens pour la période allant du jour de l'annonce jusqu'au jour précédant l'échéance de l'opération principale de refinancement⁹. Les contreparties peuvent utiliser ces informations pour établir un scénario de référence (à partir, par exemple, de montants inchangés des opérations d'appels d'offres en cours et des achats de titres par la BCE) relatif aux conditions de liquidité attendues dans la zone euro au cours de la semaine durant laquelle l'opération principale de refinancement a lieu, ainsi que pour calibrer leur recours aux opérations de liquidité de l'Eurosystème. Plus les facteurs autonomes sont élevés, plus la liquidité attendue est faible.

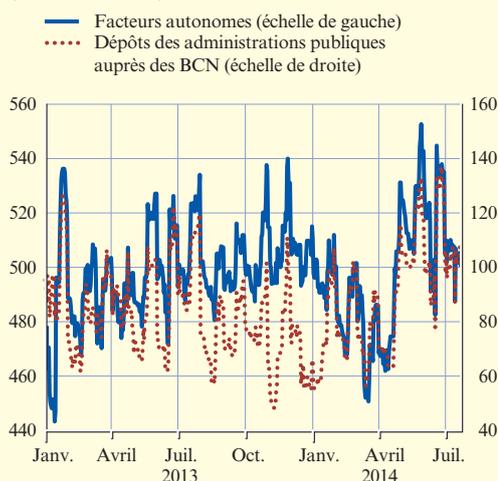
Afin d'estimer la liquidité moyenne attendue durant la semaine au cours de laquelle une MRO a lieu, le jour de l'annonce (t), la liquidité effective à $t - 1$ doit être corrigée (a) de la différence entre les facteurs autonomes effectifs (AFR) à $t - 1$ et la prévision (telle que publiée par la BCE) relative aux facteurs autonomes moyens valide pour la semaine suivante, et (b) de la variation attendue des opérations d'*open market* (y compris une estimation des remboursements anticipés des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans (LTRO)). Le calcul peut s'effectuer de la manière suivante :

$$EL_t \text{ (estimation moyenne pour la semaine durant laquelle la MRO a lieu)} = EL_{t-1} + AFR_{t-1} - \text{prévision } AF_t - \text{remboursements de LTRO attendus}^{10}.$$

Il convient de noter que la concordance de l'estimation dépendra de la différence entre la prévision publiée par la BCE relative aux facteurs autonomes quotidiens moyens et leur montant effectif. La moyenne de cette différence représente environ 5 milliards d'euros, 65% des observations se situant en dessous, sur la base d'un échantillon sur deux ans. En outre, la volatilité des facteurs autonomes est susceptible d'entraîner d'importantes fluctuations de la liquidité au cours de la semaine durant laquelle l'opération principale de refinancement a lieu. La différence moyenne entre les montants maximum et minimum des facteurs autonomes au cours de la période de constitution de réserves s'élève à 44 milliards d'euros, en raison essentiellement de l'évolution des dépôts des administrations publiques (cf. graphique B). Ces derniers tendent à augmenter au

Graphique A Évolution des facteurs autonomes et des dépôts des administrations publiques auprès des BCN

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

⁸ Le Trésor public peut conserver ses principaux comptes de dépôt auprès de la BCN et des banques commerciales. Ainsi, les conditions de liquidité dans la zone euro sont affectées uniquement lorsque les comptes auprès de la BCN enregistrent des entrées ou des sorties.

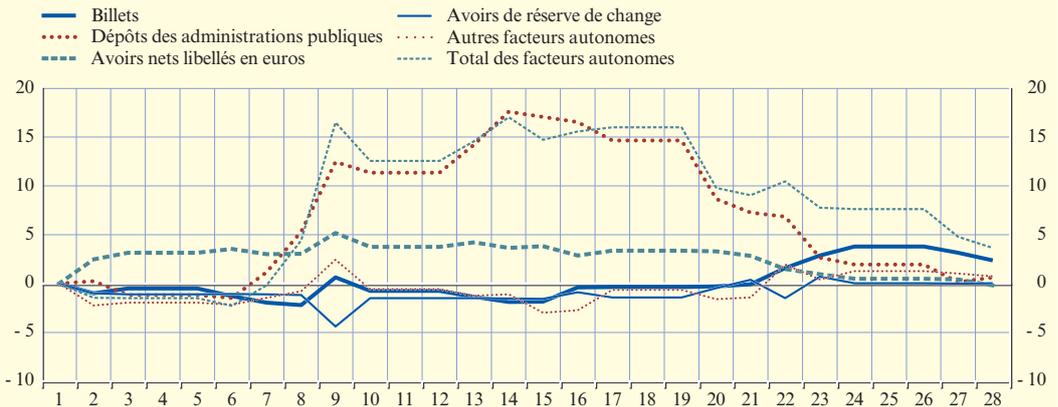
⁹ Au cours de la première semaine de chaque période de constitution de réserves, la prévision couvre uniquement la période allant de la date de règlement de la MRO jusqu'au jour précédant l'échéance de l'opération.

¹⁰ C'est-à-dire en partant de l'hypothèse que les montants des autres opérations d'*open market* en cours durant la semaine concernée restent inchangés.

Graphique B Évolution des facteurs autonomes durant une période de constitution de réserves de 28 jours

(données moyennes, en milliards d'euros)

Axe des abscisses : jours de la période de constitution



Source : BCE.

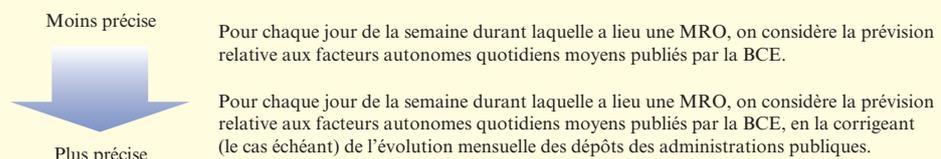
Note : Les jours de la période de constitution de réserves ne correspondent pas aux jours du calendrier.

moment de la collecte des impôts et diminuent avec le versement des salaires et des pensions de retraite. Si les activités de collecte des impôts sont concentrées sur les dix derniers jours d'un mois calendaire, les salaires et les pensions sont généralement versés en début de mois. Par conséquent, lorsqu'on évalue les conditions de liquidité de façon quotidienne, il est primordial de prendre en compte les évolutions probables des dépôts des administrations publiques afin d'anticiper de possibles pénuries de liquidité.

Exemple : l'estimation des conditions de liquidité quotidiennes

Les contreparties peuvent estimer l'excédent de liquidité de façon quotidienne à l'aide des informations fournies sur les pages internet liées à la BCE mentionnées précédemment et de la prévision relative aux facteurs autonomes quotidiens moyens. Deux méthodes d'estimation simples sont présentées ci-après (cf. graphique C). À l'évidence, la précision des estimations peut être améliorée à l'aide d'informations plus pointues¹¹.

Graphique C Deux méthodes simples d'estimation des conditions de liquidité journalières



Source : BCE.

En se basant sur deux semaines de la première période de constitution de 2014 durant lesquelles une opération principale de refinancement a été réalisée, le tableau du présent encadré montre comment l'excédent de liquidité peut être estimé de façon quotidienne. La zone colorée en vert (colonnes I à IV) représente les données mises à la disposition du marché par la BCE, c'est-à-dire avec un décalage d'un jour et *via* les réseaux d'information financière. Elles recouvrent : le volume attendu des opérations de refinancement et de réglage fin¹² (colonne I), l'encours des achats de titres par la BCE (colonne II), les réserves obligatoires (colonne III) et, enfin, les facteurs autonomes effectifs, correspondant

¹¹ Des modèles plus élaborés peuvent être utilisés afin d'améliorer la précision des estimations.

¹² L'encours des opérations de refinancement et de réglage fin est toujours connu avec un jour d'avance sauf dans le cas d'opérations dont le règlement et l'allocation interviennent le même jour.

à la somme de l'effet de liquidité net et de l'encours des portefeuilles de titres détenus dans le cadre du SMP (colonne IV).

La colonne V montre le calcul de l'excédent de liquidité effectif, sur la base des données fournies au marché et figurant dans la zone de couleur verte. Ces données, nous l'avons vu, se rapportent toujours à la veille. Par conséquent, le calcul effectué selon la colonne V s'y rapporte également.

Dans les zones de couleur bleue, les conditions de liquidité sont estimées à l'aide des deux méthodes décrites précédemment, c'est-à-dire soit en considérant uniquement la prévision relative aux facteurs autonomes quotidiens moyens publiée par la BCE (bleu clair) soit en la corrigeant afin qu'elle reflète une estimation de l'évolution mensuelle des dépôts des administrations publiques (bleu foncé). Les chiffres pour le mardi 21 janvier figurent en gras et servent d'exemple. Pour estimer l'excédent de liquidité pour cette journée, il faut évaluer la variation attendue des conditions de liquidité (colonne VII). Celle-ci correspond à la différence quotidienne des opérations de cession temporaire ¹³ (RT; colonne I) ainsi qu'à la différence entre les facteurs autonomes effectifs la veille (colonne IV) et la prévision relative aux facteurs autonomes.

$$EL_t (\text{estimation}) = EL_{t-1} + AF_{t-1} - \text{prévision } AF_t + (RT_t - RT_{t-1})$$

Pour cette observation, la différence quotidienne des opérations de cession temporaire est égale à zéro en l'absence d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité, ou de remboursements anticipés d'opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans. Par conséquent, la variation attendue des conditions de liquidité correspond à la différence entre les facteurs autonomes effectifs la veille (colonne IV) et la prévision relative aux facteurs autonomes (colonne VI). Le 21 janvier,

Estimations des conditions de liquidité journalières sur une période d'échantillonnage

(en milliards d'euros)

Date de référence (2014)	Opérations de refinancement et de réglage fin	Encours de volumes de titres	Réserves obligatoires	Facteurs autonomes réalisés	Excédent de liquidité réalisé
	I	II	III	IV	V = I + II - III - IV
Lun. 20 janv.	493,4	233,8	103,6	484,3	139,4
Mar. 21 janv.	493,4	233,8	103,6	498,3	125,3
Mer. 22 janv.	540,9	233,8	103,6	499,9	171,2
Jeu. 23 janv.	540,9	233,8	103,6	509,9	161,2
Ven. 24 janv.	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1
Sam. 25 janv.	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1
Dim. 26 janv.	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1
Lun. 27 janv.	540,9	233,5	103,6	500,8	170,1
Mar. 28 janv.	540,9	233,5	103,6	497,1	173,7
Mer. 29 janv.	537,4	233,0	103,6	502,0	164,9
Jeu. 30 janv.	540,5	233,0	103,6	511,9	157,9
Ven. 31 janv.	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6
Sam. 1 ^{er} fév.	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6
Dim. 2 fév.	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6
Lun. 3 fév.	540,5	231,3	103,6	482,3	185,9
Mar. 4 fév.	540,5	231,3	103,6	480,8	187,4

Source : BCE.

¹³ Les opérations de cession temporaire comprennent les opérations de refinancement et les opérations de réglage fin (d'apport/de retrait de liquidité). Les variations ici sont connues avec un jour d'avance sauf dans le cas d'opérations dont le règlement et l'allocation interviennent le même jour.

Estimations des conditions de liquidité journalières sur une période d'échantillonnage (suite)

(en milliards d'euros)

Date de référence (2014)	Estimation non corrigée de l'évolution mensuelle des dépôts des administrations publiques				Estimation corrigée de l'évolution mensuelle des dépôts des administrations publiques			
	Prévision relative aux facteurs autonomes	Variation attendue de la liquidité	Estimation de la liquidité	Erreur	Facteurs autonomes	Variation attendue de la liquidité	Estimation de la liquidité	Erreur
	VI	VII = $IV_{t-1} - VI_t + I_t - I_{t-1}$	VIII = $V_{t-1} + VII_t$	IX = $VIII - V$	X	XI = $IV_{t-1} - X_t + I_t - I_{t-1}$	XII = $V_{t-1} + XI_t$	XIII = $XII - V$
Lun. 20 janv.								
Mar. 21 janv.	501,4	- 17,1	122,3	- 3,1	499,7	- 15,4	124,0	- 1,4
Mer. 22 janv.	501,4	44,4	169,7	- 1,5	500,4	45,4	170,7	- 0,5
Jeu. 23 janv.	501,4	- 1,5	169,7	8,5	501,4	- 1,5	169,7	8,5
Ven. 24 janv.	501,4	8,5	169,7	1,6	502,0	7,9	169,1	1,0
Sam. 25 janv.	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7
Dim. 26 janv.	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7
Lun. 27 janv.	501,4	1,3	169,5	- 0,6	502,2	0,5	168,7	- 1,4
Mar. 28 janv.	492,2	8,6	178,7	4,9	497,0	3,8	173,9	0,1
Mer. 29 janv.	492,2	1,5	175,2	10,3	497,2	- 3,5	170,2	5,3
Jeu. 30 janv.	492,2	12,8	177,7	19,7	497,3	7,7	172,6	14,6
Ven. 31 janv.	492,2	19,7	177,7	8,1	497,4	14,5	172,5	2,9
Sam. 1 ^{er} fév.	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9
Dim. 2 fév.	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9
Lun. 3 fév.	492,2	8,1	177,7	- 8,2	480,0	20,3	189,9	4,0
Mar. 4 fév.	492,2	- 9,9	176,0	- 11,4	474,0	8,3	194,2	6,8
	<i>Erreur absolue moyenne</i>				<i>Erreur absolue moyenne</i>			
				6,5				3,6

Source : BCE.

cette différence était égale à - 17,1 milliards d'euros (colonne VII). Enfin, l'excédent de liquidité (colonne VIII) peut être estimé en ajoutant la variation attendue de la liquidité (- 17,1 milliards d'euros) à l'excédent de liquidité effectif constaté précédemment (colonne V).

La même estimation est effectuée dans la zone bleu foncé, mais la prévision relative aux facteurs autonomes quotidiens moyens est ajustée pour tenir compte de l'évolution des dépôts des administrations publiques (colonne X), opération particulièrement pertinente en période de collecte des impôts et en début de mois, au moment du versement des salaires et des pensions de retraite. Il est à noter que l'erreur quotidienne moyenne concernant l'estimation plus précise recouvrant les anticipations relatives aux dépôts des administrations publiques ressort à 3,6 milliards d'euros, soit presque la moitié de celle correspondant à l'estimation moins précise (6,5 milliards).

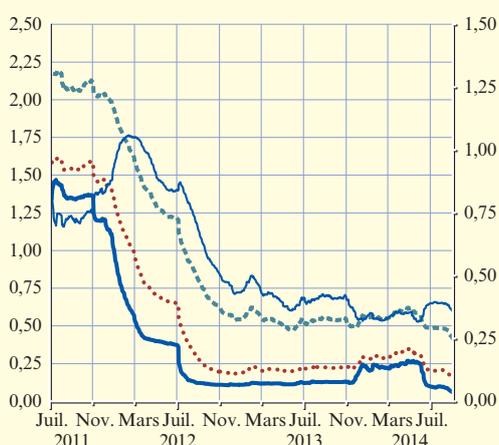
Les taux des prêts en blanc du marché monétaire se sont inscrits en recul à la suite des décisions prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE en juin 2014. En conséquence, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois ont diminué de 19, 16, 15 et 15 points de base par rapport aux niveaux observés fin mai, pour s'établir à 0,06%, 0,15%, 0,25% et 0,42%, respectivement, le 3 septembre. L'écart entre l'Euribor 1 mois et 12 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux du marché monétaire – s'est accentué durant l'été, atteignant son plus haut niveau depuis novembre 2013, avant de s'établir à 36 points de base environ à la fin de la période sous revue. Les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont affiché une faible volatilité au cours de cette période, 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 septembre et décembre 2014 et mars et juin 2015 ont également diminué, de 6 à 7 points de base, par

Graphique 16 Taux d'intérêt du marché monétaire

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

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

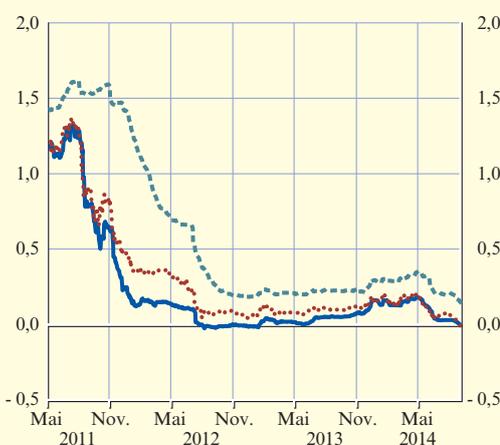


Sources : BCE et Thomson Reuters.

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Europeo 3 mois
- Swap de taux au jour le jour à 3 mois
- - - Euribor 3 mois



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters.

rapport aux niveaux observés fin mai, s'établissant à 0,14%, 0,13%, 0,12% et 0,13%, respectivement, le 3 septembre (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, est demeurée globalement inchangée, à des niveaux proches de ceux observés fin mai (cf. graphique 19). Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'est inscrit au-dessous de 0,01% le 3 septembre, soit quelque 11 points de base de moins que le 4 juin, avant les décisions du Conseil des gouverneurs. Par conséquent, l'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux du *swap* Eonia de même échéance est ressorti à 16 points de base le 3 septembre, soit 5 points de base de moins que le 4 juin (cf. graphique 17).

L'Eonia a baissé de 12 points de base environ au total entre début juin et début septembre (cf. graphique 20). Au cours du mois de juin, l'Eonia a fluctué dans une fourchette étroite autour de 0,025%, avant d'atteindre un pic tout juste inférieur à 0,34% le dernier jour du mois. Il a ensuite oscillé entre 0,03% et 0,05% durant la plus grande partie du mois de juillet, avant de grimper brièvement à 0,18% pendant la dernière semaine du mois. L'Eonia a évolué dans une fourchette étroite comprise entre 0,00% et 0,02% durant la majeure partie du mois d'août, ressortant à 0,01% le 3 septembre.

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Euribor 3 mois
- Taux des contrats à terme au 30 mai 2014
- - - Taux des contrats à terme au 3 septembre 2014

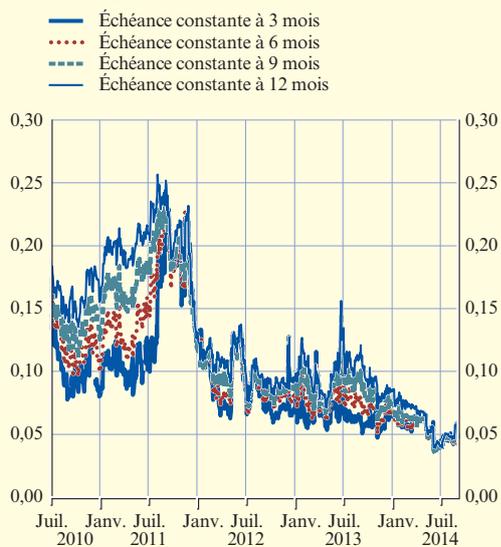


Source : Thomson Reuters.

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

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

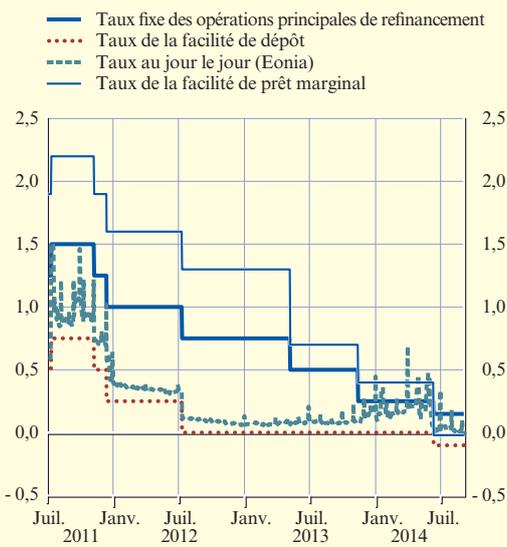
(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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.

La BCE a continué de fournir de la liquidité au moyen d'opérations de refinancement à échéance d'une semaine et d'une durée de trois mois. Toutes ces opérations ont été conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et servies intégralement. Le 5 juin, la BCE a annoncé l'interruption des opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves ainsi que la suspension des opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (cf. également encadré 4).

La période comprise entre le début de la sixième période de constitution des réserves (c'est-à-dire le 11 juin) et le 3 septembre a été caractérisée par une hausse de l'excédent de liquidité. L'augmentation du volume des opérations d'*open market*, résultant de l'interruption des opérations de réglage fin hebdomadaires de retrait de liquidité, n'a pas été totalement compensée par un moindre recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème (opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme), le remboursement de la liquidité obtenue lors des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans et l'arrivée à échéance des portefeuilles détenus directement. Les facteurs autonomes sont restés globalement inchangés en moyenne par rapport aux trois périodes de constitution précédentes, tandis que leur volatilité a légèrement diminué. L'excédent de liquidité a fluctué entre 101,5 milliards d'euros et 166,8 milliards d'euros, s'établissant à 131,9 milliards en moyenne durant la période sous revue, après 117,9 milliards au cours des trois périodes de constitution précédentes. Le 3 septembre, l'excédent de liquidité est ressorti à 118,2 milliards d'euros. En moyenne, le recours quotidien à la facilité de dépôt a représenté 24,4 milliards d'euros, l'excédent détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants, 107,7 milliards, et le recours à la facilité de prêt marginal, 0,2 milliard. À ce stade, les remboursements volontaires effectués par les contreparties s'élèvent à 658,2 milliards d'euros sur les 1 018,7 milliards obtenus lors des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans.

Encadré 4

CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ ET OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DU 14 MAI AU 12 AOÛT 2014

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les périodes de constitution de réserves s'achevant le 10 juin, le 8 juillet et le 12 août 2014, soit les cinquième, sixième et septième périodes de constitution de l'année.

Le 5 juin, la BCE a abaissé le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,15 %, à compter de l'opération réglée le 11 juin. Dans le même temps, la BCE a réduit 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 %, à partir de la sixième période de constitution (à savoir le 11 juin). En outre, la BCE a décidé 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 (SMP), la dernière de ces opérations ayant été réglée le 11 juin.

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. Le 5 juin, la BCE a annoncé l'interruption de ces opérations de refinancement exceptionnelles à partir de la septième période de constitution, celle réglée le 11 juin et arrivée à échéance le 8 juillet ayant été la dernière de ces opérations.

De plus, les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois 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.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin global de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, s'est établi en moyenne à 612,9 milliards d'euros, soit 24,7 milliards de plus que la moyenne quotidienne de la période précédente (celle du 12 février au 13 mai 2014)¹. Les facteurs autonomes ont nettement augmenté, de 23,5 milliards d'euros, pour s'inscrire en moyenne à 508,3 milliards, tandis que les réserves obligatoires ont enregistré une légère hausse de 1,2 milliard pour ressortir à 104,5 milliards en moyenne (cf. tableau).

La variation de la moyenne des facteurs autonomes est un effet combiné des variations de plusieurs composantes. Parmi les facteurs d'élargissement de la liquidité, les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 30,3 milliards d'euros pour s'inscrire en moyenne à 508,2 milliards, après une hausse de 31 milliards lors de la période précédente. Cette évolution reflète, entre autres, une diminution des dépôts libellés en euros des institutions officielles étrangères auprès de l'Eurosystème. L'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt a en effet conduit certaines institutions étrangères à poursuivre la réduction de leurs avoirs liquides auprès des banques centrales de l'Eurosystème afin d'éviter de supporter des charges d'intérêt négatives.

1 Sauf indication contraire, toutes les comparaisons sont effectuées par rapport à la période précédente.

Parmi les facteurs d'absorption de la liquidité, les billets en circulation ont augmenté de 19,5 milliards d'euros pour s'inscrire en moyenne à 959,6 milliards, reflétant les évolutions saisonnières de la demande de billets au cours de l'été. Les dépôts des administrations publiques ont également progressé, de 22,1 milliards d'euros pour s'inscrire en moyenne à 103,7 milliards. L'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt ayant aussi une incidence sur les dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème, les trésors publics nationaux ont intensifié leurs efforts pour placer leurs excédents de liquidité sur le marché à des taux d'intérêt nominaux positifs, sans toujours atteindre cet objectif.

La volatilité des facteurs autonomes a encore augmenté. Les estimations hebdomadaires, publiées avec l'annonce des opérations principales de refinancement, se sont établies entre 451,7 milliards d'euros et 532,1 milliards, contre une fourchette de 448,3 milliards à 522,3 milliards au cours de la période précédente. Cette volatilité résulte essentiellement des fluctuations des autres facteurs autonomes et des dépôts des administrations publiques. La volatilité traditionnelle des dépôts des administrations publiques résultant des cycles de l'impôt s'est accentuée sous l'effet des tentatives que les trésors publics et les clients des services de gestion des réserves de l'Eurosystème ont, comme déjà mentionné, effectuées pour placer une part plus importante de leurs avoirs sur le marché.

Les prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes ont fait apparaître une erreur absolue moyenne de 6,7 milliards d'euros, pour une fourchette comprise entre - 19,3 milliards et 5,2 milliards, contre une moyenne de 3,2 milliards lors de la période précédente. Cette hausse peut être attribuée principalement aux dépôts des administrations publiques, dont l'erreur absolue moyenne est ressortie à 5,8 milliards d'euros en raison de la difficulté à prévoir les activités de placement des trésors publics dans un environnement où les taux à court terme du marché monétaire ont souvent été négatifs. Les autres facteurs autonomes y ont également contribué, avec une erreur absolue moyenne de 3,8 milliards d'euros.

Fourniture de liquidité

Le montant moyen de liquidités fournies par le biais d'opérations d'*open market* sous forme d'appels d'offres à taux fixe et allocation intégrale a augmenté de 30,2 milliards d'euros, à 739,7 milliards, après plusieurs périodes de baisse. Cette hausse a résulté de l'effet conjugué du remboursement de la liquidité obtenue lors des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, partiellement compensé par une augmentation des autres opérations d'apport de liquidité par appels d'offres et par la suspension des opérations de stérilisation hebdomadaires liées au SMP. La liquidité fournie par les opérations d'appels d'offres s'est élevée à 531,1 milliards d'euros en moyenne, soit une hausse de 48 milliards par rapport à la précédente période sous revue.

La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement hebdomadaires a augmenté de 11 milliards d'euros, ressortant à 121 milliards, certaines contreparties s'étant en partie reportées sur les opérations principales de refinancement pour remplacer les remboursements effectués au titre des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans ainsi que les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves qui ont été interrompues. Les montants alloués chaque semaine sont restés volatils, fluctuant dans une fourchette comprise entre 94 milliards d'euros le 9 juillet et 149,3 milliards le 4 juin, les banques ayant ajusté leur demande en fonction des évolutions de la liquidité et des conditions prévalant sur les marchés monétaires. La réduction du taux des opérations principales de refinancement et la baisse du taux de la facilité de dépôt, ainsi que l'interruption des opérations de stérilisation liées au SMP, pourraient avoir accru l'excédent de liquidité et atténué la volatilité du taux du marché monétaire, contribuant ainsi à la stabilisation des montants alloués dans le cadre des opérations principales de refinancement observée depuis mi-juin (à l'exception des pics de fin de mois).

Les remboursements au titre des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans se sont poursuivis à un rythme moyen de 6,3 milliards d'euros par semaine. À la fin de la période sous revue, les remboursements totaux s'élevaient à 626,0 milliards d'euros, soit 63 % du montant total emprunté et 120 % de l'injection nette de liquidité initiale. Les remboursements hebdomadaires ont continué de fluctuer, enregistrant un pic de 21,5 milliards d'euros le 23 juillet. Des facteurs spécifiques aux contreparties expliquent la majeure partie des variations hebdomadaires, bien que le rythme moyen soit resté pratiquement inchangé par rapport à la période précédente.

Avant la décision d'interrompre les opérations de stérilisation hebdomadaires liées au SMP, les soumissions reçues au cours des huit dernières opérations ont été inférieures au montant absorbé prévu. Ces épisodes reflètent l'accroissement des tensions sur le marché monétaire à très court terme 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.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité s'est accru de 5,5 milliards d'euros, s'établissant en moyenne à 126,8 milliards durant la période sous revue, contre 121,3 milliards au cours de la précédente période, inversant ainsi la tendance baissière régulière observée depuis début 2013. L'excédent quotidien détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants a augmenté de 9,2 milliards d'euros, ressortant en moyenne à 101,4 milliards, et la moyenne du recours à la facilité de dépôt s'est réduite de 4 milliards, à 25,5 milliards. L'excédent de liquidité a enregistré son niveau le plus bas depuis début 2012, à 116,6 milliards d'euros, lors de la cinquième période de constitution de réserves de 2014. Après les décisions de la BCE de juin 2014, l'excédent de liquidité a rebondi au cours des sixième et septième périodes de constitution, ressortant à quelque 130 milliards d'euros. L'excédent de liquidité a varié assez fortement durant la cinquième période de constitution, principalement sous l'effet de la volatilité des facteurs autonomes et des fluctuations des montants alloués lors des opérations principales de refinancement et des opérations de stérilisation liées au SMP. Ces variations ont contribué à l'accroissement de la volatilité des taux à court terme du marché monétaire. Toutefois, depuis la sixième période de constitution, en réponse aux mesures de la BCE, l'excédent de liquidité s'est stabilisé et a fluctué à l'intérieur d'une fourchette plus étroite comprise entre 166 milliards d'euros (le 30 juin) et 104 milliards (le 23 juillet), demeurant ainsi supérieur à 100 milliards.

Au cours de la cinquième période de constitution, les contreparties ont continué de détenir environ 24 % de leur excédent de liquidité dans le cadre de la facilité de dépôt et les 76 % restants en tant qu'excédent de réserves, conformément à la répartition moyenne observée au cours des deuxième, troisième et quatrième périodes de constitution. Lors des sixième et septième périodes de constitution, la part de l'excédent de liquidité détenue en tant qu'excédent de réserves a augmenté pour atteindre 82 % environ. L'excédent de réserves (c'est-à-dire l'excédent moyen détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants) étant également affecté du taux d'intérêt négatif appliqué à la facilité de dépôt à la suite des décisions annoncées le 5 juin, les contreparties devraient rester indifférentes à la forme sous laquelle est détenu l'excédent de liquidité. Toutefois, dans ce contexte, certains aspects techniques et opérationnels peuvent rendre l'excédent de réserves un peu plus pratique que le recours à la facilité de dépôt, ce qui explique sa part plus élevée. Cependant, certaines contreparties peuvent garder une préférence pour la facilité de dépôt pour des raisons opérationnelles ou réglementaires. La répartition observée lors des quatrième et cinquième périodes de constitution, au cours desquelles le recours à la facilité de dépôt s'est accru pendant la dernière semaine alors que davantage de contreparties avaient rempli leurs obligations de réserves, a pratiquement disparu lors des sixième et septième périodes de constitution.

Évolution des taux d'intérêt

L'Eonia s'est établi à 24 points de base en moyenne lors de la cinquième période de constitution, avant la réduction du taux des opérations principales de refinancement le 5 juin, contre 20,7 points de base durant les trois périodes de constitution précédentes. Il a fluctué entre un plancher de 5,3 points de base le 9 juin et un plafond de 46,9 points de base le 27 mai, reflétant les variations de l'excédent de liquidité. À la suite de la baisse des taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal, l'Eonia s'est stabilisé à 4 points de base environ durant les sixième et septième périodes de constitution. La volatilité a été très limitée : à l'exception des pics de fin de mois observés en juin et juillet, l'Eonia est restée à l'intérieur d'une fourchette étroite, fluctuant entre 6 points de base le 11 juin et 0,9 point de base le 12 août.

Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 14 mai au 12 août	Du 12 février au 13 mai	Septième période de constitution de réserves	Sixième période de constitution de réserves	Cinquième période de constitution de réserves				
Engagements – Besoins de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)									
Facteurs autonomes de la liquidité	1 558,2	(+ 72,8)	1 485,4	1 560,2	(- 1,3)	1 561,5	(+ 9,1)	1 552,4	(+ 26,9)
Billets en circulation	959,6	(+ 19,5)	940,1	967,6	(+ 9,5)	958,1	(+ 7,1)	951,0	(+ 3,1)
Dépôts des administrations publiques	103,7	(+ 22,1)	81,6	92,4	(- 17,5)	110,0	(- 1,6)	111,5	(+ 23,8)
Autres facteurs autonomes	494,9	(+ 31,2)	463,7	500,1	(+ 7)	493,4	(+ 3,5)	489,8	(+ 0)
Instruments de politique monétaire									
Comptes courants	205,9	(+ 10,4)	195,5	210,2	(- 4)	214,3	(+ 22)	192,3	(+ 1)
Réserves obligatoires	104,5	(+ 1,2)	103,3	105,0	(+ 0,6)	104,4	(+ 0,5)	103,9	(+ 0,7)
Facilité de dépôt	25,5	(- 4)	29,5	24,6	(+ 0,8)	23,9	(- 4,4)	28,3	(- 1,4)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	47,1	(- 119,5)	166,6	0,0	(- 27,2)	27,2	(- 98,8)	126,0	(- 26,5)
Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)									
Facteurs autonomes de la liquidité	1 050,2	(+ 49,2)	1 001,0	1 071,5	(+ 25,4)	1 046,2	(+ 18,7)	1 027,4	(+ 1,9)
Réserves nettes de change	541,9	(+ 18,9)	523,0	547,6	(+ 7,6)	540,0	(+ 3,2)	536,8	(+ 0,4)
Actifs nets libellés en euros	508,2	(+ 30,3)	478,0	523,9	(+ 17,8)	506,2	(+ 15,5)	490,7	(+ 1,5)
Instruments de politique monétaire									
Opérations d' <i>open market</i>	739,7	(+ 30,2)	709,5	723,6	(- 30,2)	753,8	(+ 7,9)	745,9	(+ 28)
Opérations principales de refinancement	121,0	(+ 11)	109,9	106,6	(- 5,1)	111,7	(- 36,4)	148,1	(+ 20,1)
Opérations de refinancement spéciales	13,0	(- 2,1)	15,1	0,0	(- 10)	10,0	(- 22,4)	32,3	(+ 4,3)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	33,4	(+ 5,1)	28,3	32,1	(- 3)	35,2	(+ 1,9)	33,3	(+ 7,6)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans	410,8	(- 85,6)	496,5	382,6	(- 32,3)	414,9	(- 27,3)	442,2	(- 23,7)
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	0,0	(+ 0)	0,0	0,0	(+ 0)	0,0	(+ 0)	0,0	(+ 0)
Opérations d'appels d'offres	531,1	(+ 48)	483,2	521,3	(- 23,3)	544,6	(+ 14,6)	530,0	(+ 34,7)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	208,6	(- 17,6)	226,3	202,3	(- 6,9)	209,2	(- 6,7)	215,9	(- 6,8)
Programme d'achat d'obligations sécurisées	35,0	(- 3,2)	38,2	33,4	(- 1,7)	35,1	(- 1,9)	37,0	(- 0,8)
2 ^e programme d'achat d'obligations sécurisées	14,1	(- 0,5)	14,6	13,9	(- 0,2)	14,2	(- 0,1)	14,3	(- 0,1)
Programme pour les marchés de titres	159,5	(- 13,9)	173,4	154,9	(- 5)	159,9	(- 4,7)	164,6	(- 5,9)
Facilité de prêt marginal	0,2	(- 0,2)	0,4	0,3	(+ 0,1)	0,1	(+ 0,1)	0,1	(- 0,1)
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)									
Besoin global de refinancement	612,9	(+ 24,7)	588,1	593,9	(- 26,2)	620,1	(- 9,2)	629,3	(+ 28,6)
Facteurs autonomes	508,3	(+ 23,5)	484,8	488,9	(- 26,8)	515,7	(- 9,7)	525,4	(+ 28,2)
Excédent de liquidité	126,8	(+ 5,5)	121,3	129,6	(- 3,9)	133,5	(+ 17)	116,6	(- 0,7)
Remboursement des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans	85,2	(+ 2,6)	82,6	35,4	(+ 3,9)	31,5	(+ 13,2)	18,3	(- 13,7)
Évolutions des taux d'intérêt (en pourcentage)									
Opérations principales de refinancement	0,18	(- 0,07)	0,25	0,15	(+ 0)	0,15	(- 0,1)	0,25	(+ 0)
Facilité de prêt marginal	0,52	(- 0,23)	0,75	0,40	(+ 0)	0,40	(- 0,35)	0,75	(+ 0)
Facilité de dépôt	- 0,07	(- 0,07)	0,00	- 0,10	(+ 0)	- 0,10	(- 0,1)	0,00	(+ 0)
Moyenne de l'Eonia	0,108	(- 0,099)	0,207	0,043	(+ 0,003)	0,040	(- 0,2)	0,240	(+ 0)

Source : BCE.

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

2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

Entre fin mai et début septembre 2014, les rendements des emprunts publics se sont infléchis dans la zone euro ainsi qu'aux États-Unis. Les reculs marqués des rendements obligataires observés sur les marchés mondiaux semblent avoir reflété l'aggravation de l'instabilité géopolitique durant la période sous revue, en dépit de la publication de données économiques divergentes dans les deux zones économiques. De plus, s'agissant de la zone euro, le repli des rendements des emprunts publics a traduit l'incidence des mesures de politique monétaire annoncées en juin et la publication de données économiques assez contrastées, le recul s'accéléralant durant la dernière partie de la période sous revue. Les écarts de rendement entre les obligations souveraines de la zone euro se sont resserrés dans un environnement de faible incertitude sur les marchés obligataires. Les indicateurs financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro ont baissé durant la période sous revue mais sont demeurés pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Entre fin mai et le 3 septembre 2014, les rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA de la zone euro se sont contractés de 45 points de base environ pour s'établir à 1,1% (cf. graphique 21). Dans le même laps de temps, les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis se sont nettement moins contractés, ne cédant que quelque 10 points de base pour ressortir à 2,4%, tandis que les rendements nippons ont affiché un léger recul de l'ordre de 5 points de base, revenant à 0,5%. 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 deux ans et cinq ans affichant des pertes respectives de 10 et 25 points de base. En conséquence, la courbe de la structure par terme, mesurée par l'écart entre les rendements des emprunts publics à dix ans et à deux ans, a diminué de quelque 30 points de base pendant la période sous revue.

Les rendements des emprunts publics à long terme sont demeurés assez volatils de part et d'autre de l'Atlantique pendant la période sous revue, traduisant le renforcement des inquiétudes relatives aux risques géopolitiques entourant les crises politiques en Ukraine et en Irak. Pendant la première partie de la période sous revue, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA de la zone euro sont restés globalement inchangés, établis à des niveaux comparables à leurs moyennes du printemps. À compter de fin juin toutefois, les rendements des emprunts publics se sont infléchis dans la zone euro, dans la foulée principalement de l'intensification de l'incertitude géopolitique et de la publication de données économiques quelque peu décevantes, en particulier la faiblesse de l'inflation, la détérioration de la confiance économique et l'essoufflement de l'activité économique dans plusieurs pays de la zone euro de même que pour l'ensemble de la zone euro au deuxième trimestre de l'année.

Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à long terme ont également affiché un recul, quoique moins marqué que dans la zone euro. La stabilité de l'inflation, en dépit de la robustesse du marché du travail et de la publication de données favorables relatives à la croissance, semble avoir

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.

contribué à stabiliser les anticipations du marché concernant le rythme de la réduction des achats d'actifs par le Système fédéral de réserve, relâchant ainsi la pression haussière sur les rendements des emprunts publics à long terme des États-Unis. En effet, l'annonce le 30 juillet par le Comité fédéral de l'*Open Market* (FOMC) d'une nouvelle réduction à 10 milliards de dollars américains de ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires émis par les agences gouvernementales et d'une limitation à 15 milliards de dollars américains par mois de ses achats de titres du Trésor n'a pas perturbé sensiblement les rendements américains.

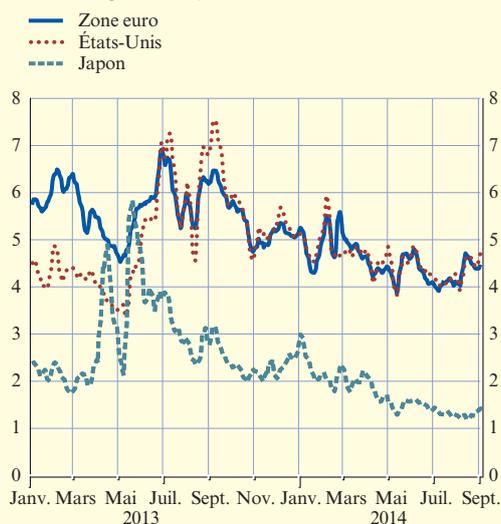
L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme sur les marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur les obligations à brève échéance, a enregistré quelques fluctuations au cours de la période sous revue, déclinant pendant l'essentiel de la période avant de repartir à la hausse en août (cf. graphique 22). De manière générale, la volatilité implicite sur les marchés obligataires était toutefois moins élevée début septembre que fin mai, avoisinant 4,6% tant aux États-Unis que dans la zone euro.

Parallèlement aux niveaux relativement faibles 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 de courte durée de renforcement de la volatilité qui ont pu être observés ont principalement fait écho aux évolutions de facteurs géopolitiques et, dans certains cas, à des évolutions propres à l'un ou l'autre pays. Dès fin juin, le repli des rendements des emprunts publics notés AAA de la zone euro a concerné l'ensemble des marchés des obligations souveraines dans la zone euro, si bien que début septembre, les rendements des emprunts publics à long terme dans les pays de la zone euro se situaient entre 35 et 80 points de base en deçà de leur niveau de mai. Dans le même intervalle, les écarts de rendement entre les obligations à long terme et le taux des *swaps* indexés au jour le jour (OIS) se sont également resserrés pour la plupart des pays, de l'ordre de 5 à 35 points de base. Le resserrement des écarts corrobore l'intérêt continu des investisseurs internationaux, comme l'attestent le succès récolté par les émissions de bons d'État dans plusieurs pays qui avaient été sévèrement touchés par la crise et les informations encourageantes en matière de notations.

Les rendements obligataires réels dans la zone euro, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation, se sont repliés pendant la majeure partie de la période sous revue, reflétant les évolutions des rendements nominaux¹. À partir de début août toutefois, les rendements réels ont temporairement rebondi (cf. graphique 23), les échéances les plus courtes enregistrant la hausse la plus vive. De manière générale, entre fin mai et début septembre, les rendements réels des emprunts publics à cinq ans ont baissé de 10 points de base pour atteindre quelque -0,7%, tandis que ceux des emprunts publics à dix ans ont

Graphique 22 Volatilité implicite du marché des emprunts publics

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



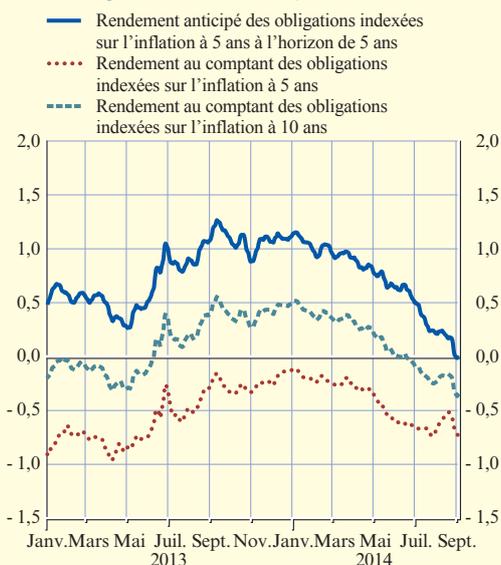
Source : Bloomberg.

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.

¹ 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 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)



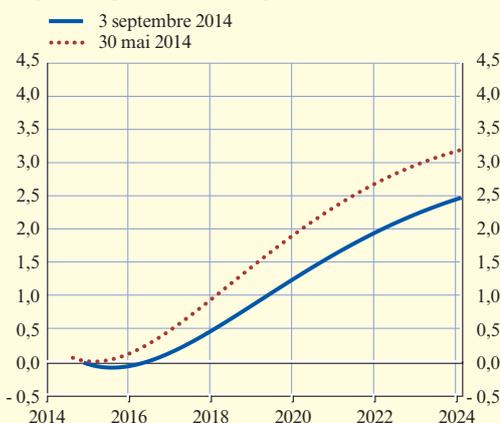
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : Les points morts d'inflation sont calculés comme une moyenne pondérée par le PIB des points morts estimés séparément pour la France et l'Allemagne.

affiché une contraction d'environ 30 points de base, pour ressortir à quelque $-0,3\%$. 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 fléchi de 50 points de base, pour s'établir légèrement au-dessus de $0,1\%$ à la fin de la période sous revue.

Les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro ont baissé à partir de fin mai. Le point mort d'inflation à dix ans tiré des obligations indexées sur l'inflation s'est replié d'environ 15 points de base, revenant à $1,5\%$, tandis que le point mort d'inflation à cinq ans a cédé quelque 10 points de base pour avoisiner 1% . Par conséquent, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'est également contracté de 10 points de base entre fin mai et le 3 septembre, pour ressortir à 2% (cf. graphique 24). Les points morts d'inflation anticipés à long terme, calculés à partir des *swaps* indexés sur l'inflation, un peu moins volatils, se sont aussi sensiblement repliés pendant la période sous revue, abandonnant environ 10 points de base pour s'établir à 2% début septembre. De manière générale, en dépit de ces reculs des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation fondés sur les obligations

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.

et sur les *swaps*, plus particulièrement durant la dernière partie de la période sous revue, ceux-ci sont demeurés proches du niveau de 2%².

La structure par terme des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro s'est déplacée vers le bas pour toutes les échéances entre fin mai et le 3 septembre, affichant des replis compris entre 7 et 65 points de base (cf. graphique 25). Les taux d'intérêt à court terme sont revenus à des niveaux proches de zéro, reflétant le niveau historiquement bas atteint par le taux directeur dans la foulée des décisions du Conseil des gouverneurs en juin 2014. Les reculs ont cependant été plus marqués pour les échéances plus longues, les taux d'intérêt au jour le jour à dix ans baissant de quelque 2,6%.

Les rendements des obligations bien notées émises par des sociétés dans la zone euro se sont contractés pendant la période sous revue, reflétant le repli des rendements des emprunts publics à long terme. S'agissant des émetteurs non financiers, les rendements des obligations du secteur privé ont décliné de 25 à 45 points de base, tous niveaux de notation confondus, les pertes les plus marquées ayant été observées pour les notations les plus élevées. Les écarts de rendement (par rapport à l'indice Merrill Lynch des emprunts publics notés AAA pour l'UEM) des obligations émises par des sociétés non financières se sont généralement resserrés de 10 à 20 points de base pour les émetteurs notés AAA et AA, et sont demeurés globalement inchangés pour les émetteurs moins bien notés. À l'inverse, les écarts de rendement des émetteurs financiers sont demeurés inchangés ou ont légèrement progressé pour tous les niveaux de notation, reflétant principalement les informations négatives publiées par certaines entreprises du secteur financier. Il n'en reste pas moins que les écarts de rendement des obligations émises par des sociétés sont restés globalement faibles comparativement aux pics relatifs enregistrés début 2013 pour tous les niveaux de notation.

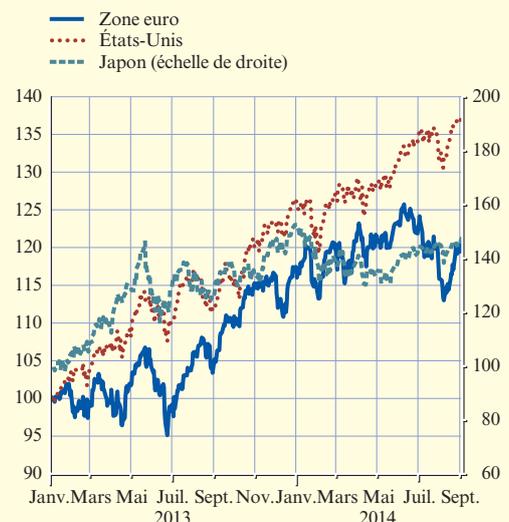
2.5 MARCHÉS BOURSIERS

Entre fin mai et début septembre 2014, les mouvements des cours des actions ont été volatils, sous l'influence de tensions géopolitiques croissantes et de données économiques en demi-teinte dans toutes les zones économiques. Les cours boursiers dans la zone euro ont globalement diminué au cours de la période sous revue, même s'ils se sont redressés à partir de fin juillet dans un contexte d'anticipation de bénéfices robustes. Par contre, le rebond des cours des actions américaines observé durant les dernières semaines de la période sous revue a permis à ces dernières d'enregistrer d'importants gains sur l'ensemble de la période, soutenus par les prévisions d'une réduction progressive des achats d'actifs par le Système fédéral de réserve et par des données positives en matière d'emploi et de croissance.

Au cours de la période sous revue, les cours boursiers ont sensiblement fluctué de part et d'autre de l'Atlantique. L'ampleur des mouvements baissiers et haussiers dans chaque zone a toutefois divergé, et les variations enregistrées au fil de la

Graphique 26 Indices boursiers

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



Source : Thomson Reuters.

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

2 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.

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

(en pourcentage)

	EuroStoxx	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Santé	Industrie	Technologie	Télécommunications	Services collectifs
Part du secteur dans la capitalisation boursière (données de fin de période)	100,0	9,6	6,7	16,3	6,7	24,1	5,6	14,9	5,3	4,5	6,3
Évolution des cours (données de fin de période)											
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	-10,2	-6,4	-8,8	-8,1	-10,7	-14,3	3,9	-12,7	-11,7	-16,0	-10,0
T1 2014	2,9	-1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	-1,4	1,9	-0,8	3,0	13,4
T2 2014	0,9	3,6	-2,0	2,6	9,1	-3,6	2,8	-0,9	-1,5	6,7	4,6
Juillet 2014	-2,7	-1,0	-5,5	-2,7	0,4	-5,5	3,7	-6,1	0,6	2,3	2,4
Août 2014	-1,6	-1,9	-1,4	-2,8	-2,9	-3,3	7,2	-4,6	6,0	-2,5	4,2
30 mai 2014 – 3 septembre 2014	-1,8	-3,2	-2,4	-3,8	-2,0	-1,3	7,4	-4,8	3,6	-4,5	1,5

Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

période ont été considérablement différentes (cf. graphique 26). Dans la zone euro, l'indice large Dow Jones EuroStoxx s'est replié de 2% environ entre fin mai et le 3 septembre. À l'inverse, aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a progressé de quelque 4%. Les cours des actions au Japon, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont également augmenté, de 7% environ, pendant cette même période.

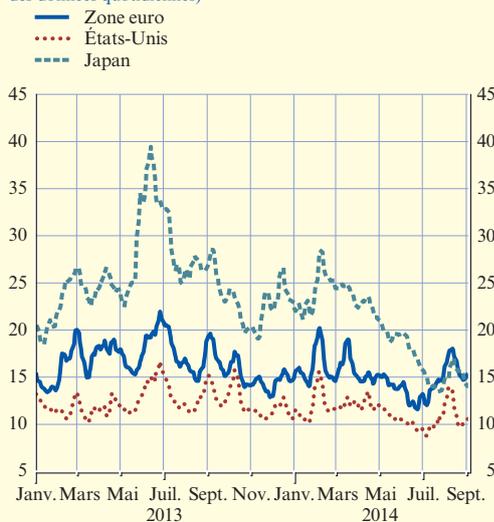
Au cours de la période sous revue, les évolutions sur les marchés boursiers de la zone euro se sont scindées en deux phases très distinctes. Les cours boursiers dans la zone euro se sont durablement ralentis dès début juin, sur fond de publication de données économiques contrastées et de tensions géopolitiques croissantes en Ukraine et en Irak. L'escalade de ces tensions et la publication, début juillet, de données d'inflation plus faibles que prévu ont contribué à accélérer les baisses des cours en juillet et début août. Par la suite, alors que les tensions géopolitiques s'apaisaient quelque peu et malgré la publication de données décevantes – notamment les taux de croissance dans certains pays et dans la zone euro dans son ensemble au deuxième trimestre 2014 –, les cours des actions dans la zone euro ont fortement remonté. Globalement, en date du 3 septembre, le rebond des cours boursiers n'a cependant pu que partiellement atténuer les pertes subies à un stade antérieur de la période sous revue.

Parallèlement à la baisse de l'indice global, les cours des actions se sont repliés dans la plupart des secteurs économiques de la zone euro (cf. tableau 6), les secteurs de l'industrie et des télécommunications affichant les baisses les plus importantes. Par contraste, le secteur de la santé (+ 7,4%) et ceux de la technologie et des services collectifs ont été les seuls à éviter des pertes sur l'ensemble de la période. Le secteur financier, et plus particulièrement les cours des valeurs bancaires, a semblé à la fois bien surmonter les nouvelles défavorables relatives à la solvabilité de certains établissements au cours de la période sous revue et continuer de bénéficier de l'évaluation des bilans bancaires menée dans le cadre du lancement de l'union bancaire européenne. À -1% environ, ses résultats ont été conformes à ceux de l'indice global.

Durant la première partie de la période sous revue, les cours boursiers aux États-Unis ont, semble-t-il, mieux surmonté l'incertitude géopolitique croissante que ceux de la zone euro et, même s'ils ont été quelque peu volatils, ils sont demeurés globalement inchangés entre fin mai et début juillet. L'intensification de l'incertitude géopolitique observée à partir de début juillet a toutefois donné lieu à des replis des cours des actions jusque début août. Leur redressement durant le mois d'août et début septembre, soutenu par les prévisions d'une réduction progressive des achats d'actifs par le Système fédéral de réserve et par des données positives pour l'économie américaine en matière de croissance et d'emploi, a été suffisamment prononcé pour contrebalancer les pertes antérieures, de même qu'il a permis aux cours boursiers d'enregistrer des progrès significatifs au cours de l'ensemble de la période sous revue. En termes de performances sectorielles

Graphique 27 Volatilité implicite des marchés boursiers

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

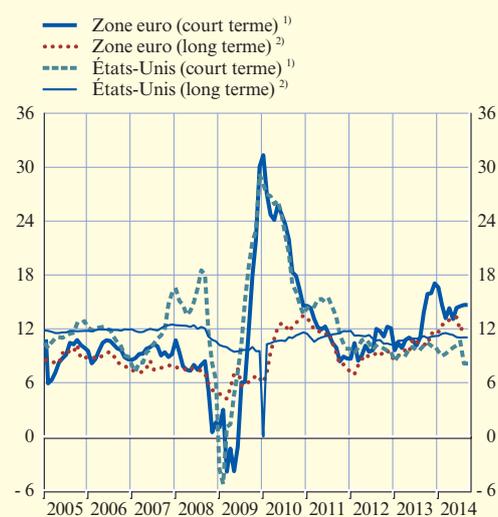


Source : Bloomberg.

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

relatives, les cours des actions ont présenté des profils similaires aux États-Unis et dans la zone euro. Plus particulièrement, les secteurs de la santé et de la technologie ont affiché des résultats supérieurs à l'indice global, tandis que les cours des actions du secteur des télécommunications ont été les moins performants.

C'est au Japon que les cours boursiers ont le plus progressé parmi les trois zones économiques considérées, grimant de 7% environ. En dépit de taux de croissance négatifs pour le deuxième trimestre 2014, le ralentissement de l'activité économique nipponne a été perçu comme étant de très courte durée, ce qui, conjugué aux anticipations du marché que la banque centrale pourrait prolonger l'assouplissement de sa politique monétaire, a semblé soutenir les cours des actions.

Même si l'incertitude sur les marchés boursiers mondiaux, mesurée par la volatilité implicite, est demeurée globalement inchangée sur l'ensemble de la période sous revue, elle a néanmoins largement fluctué durant l'été 2014 (cf. graphique 27). Plus particulièrement, après être demeurée globalement stable pendant la plus grande partie de juin, la volatilité implicite dans la zone euro et aux États-Unis a progressivement augmenté pendant le mois de juillet, à mesure que les tensions géopolitiques s'accroissaient, avant de repartir à la baisse vers la fin de la période sous revue. Sur le marché boursier nippon, par contre, le regain d'incertitude s'est produit un peu plus tard en juillet, ce qui peut contribuer à expliquer ses résultats meilleurs que ceux des deux autres zones économiques.

Dans l'ensemble, cependant, le 3 septembre, la volatilité implicite sur les marchés boursiers, à quelque 15% et 10% respectivement dans la zone euro et aux États-Unis, s'établissait à des niveaux relativement bas.

Les données disponibles relatives aux bénéfices des sociétés financières et non financières de la zone euro figurant dans l'indice Dow Jones EuroStoxx font apparaître que l'ampleur du recul des bénéfices effectifs,

calculés sur les douze mois qui précèdent, a diminué de moitié entre mai et août 2014, revenant d'environ -6% à quelque -3% . En août, les intervenants de marché s'attendaient à une croissance de 11% des bénéfices par action des entreprises au cours des douze prochains mois, tandis qu'ils tablaient sur une progression de la croissance à long terme (cinq ans) des bénéfices par action de l'ordre de 13% par an (cf. graphique 28).

2.6 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Le coût réel du financement des sociétés non financières de la zone euro a légèrement diminué entre avril et juillet 2014. Ce repli traduit une baisse du coût réel du financement par endettement de marché et des prêts bancaires, laquelle a plus que compensé l'augmentation du coût réel des fonds propres. Dans le même temps, les critères d'octroi des prêts aux sociétés non financières se sont assouplis en termes nets au deuxième trimestre 2014 pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2007. Selon les estimations, le flux global de financement externe des sociétés non financières s'est redressé ces derniers mois, même s'il est demeuré faible. Cette amélioration reflète à la fois un recul des remboursements nets des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières et une hausse de l'émission nette de titres par les entreprises.

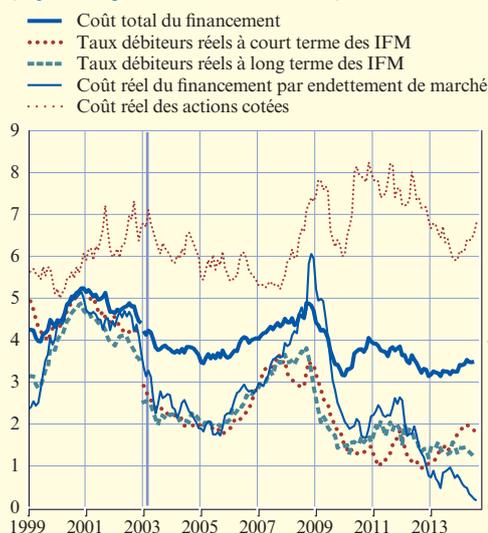
CONDITIONS DE FINANCEMENT

Le coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro, tel que calculé en pondérant le coût de différents types de financement par leur encours respectif, et corrigé des effets de valorisation, a légèrement diminué (-4 points de base) entre avril et juillet 2014, pour s'établir à $3,5\%$ en juillet 2014 (cf. graphique 29). L'évolution de l'indice global reflète une augmentation de 14 points de base du coût réel des fonds propres et un fléchissement de 27 points de base de celui du financement par endettement de marché. Au cours de la même période, les taux bancaires réels des prêts à court et à long terme accordés aux sociétés non financières se sont tassés de 14 et de 19 points de base respectivement. Les données disponibles pour août 2014 suggèrent que le coût réel des fonds propres a poursuivi sa progression, tandis que celui du financement par endettement de marché s'est replié 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 avril et juillet 2014, les taux d'intérêt nominaux appliqués par les IFM aux nouveaux prêts de faible montant (d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros) consentis aux sociétés non financières se sont manifestement contractés. La baisse a été légèrement plus marquée pour les prêts à long terme (à savoir ceux dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans), qui ont reflué de 22 points de base entre avril et juillet 2014. Dans le même temps, les taux d'intérêt nominaux des nouveaux prêts de montant

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 4 du *Bulletin mensuel* de mars 2005). L'introduction, début 2003, des taux débiteurs harmonisés des IFM a entraîné une rupture statistique dans les séries. Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

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

(en pourcentage annuel ; en points de base)

							Variation en points de base ¹⁾ à juillet 2014 depuis		
	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014	Juin 2014	Juillet 2014	Avril 2013	Avril 2014	Juin 2014
Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts									
Découverts bancaires consentis aux sociétés non financières	3,89	3,86	3,79	3,78	3,71	3,60	- 31	- 21	- 11
Prêts aux sociétés non financières ≤ 1 million d'euros									
À taux variable et dont la période de fixation initiale des taux est ≤ 1 an	3,73	3,76	3,79	3,79	3,59	3,60	- 25	- 19	1
Dont la période de fixation initiale des taux est > 5 ans	3,29	3,26	3,27	3,29	3,11	3,05	- 37	- 22	- 6
Prêts aux sociétés non financières > 1 million d'euros									
À taux variable et dont la période de fixation initiale des taux est ≤ 1 an	2,17	2,15	2,29	2,26	2,09	1,99	- 21	- 26	- 10
Avec une période de fixation initiale des taux > 5 ans	2,93	3,06	2,96	2,98	2,71	2,91	- 7	- 6	20
Pour mémoire									
Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	0,22	0,23	0,29	0,31	0,21	0,21	0	- 13	0
Rendement des emprunts publics à 2 ans	0,30	0,22	0,25	0,17	0,02	0,01	- 3	- 15	- 1
Rendement des emprunts publics à 7 ans	1,51	1,42	1,58	1,21	0,87	0,80	- 15	- 33	- 7

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.

élevé (c'est-à-dire supérieur à un million d'euros) dont la période de fixation initiale du taux est plus courte ont diminué de 26 points de base, tandis que ceux des prêts de montant élevé assortis d'une période de fixation initiale du taux plus longue ont reculé de 6 points de base (cf. tableau 7). Durant la même période, l'écart entre les taux d'intérêt sur les prêts de faible montant et ceux sur les prêts de montant élevé s'est creusé de 6 points de base pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est courte, alors qu'il s'est resserré de 16 points de base pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans.

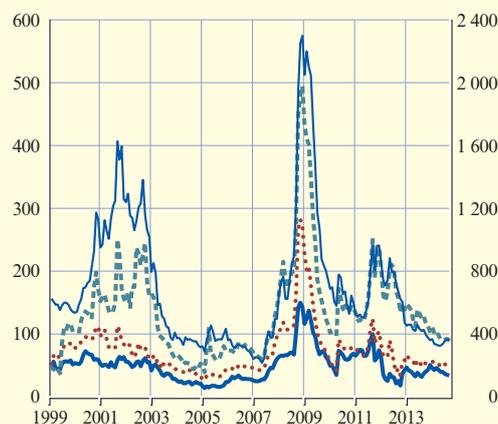
Entre avril et juillet 2014, le tassement des rendements des obligations souveraines de la zone euro a exercé une pression à la hausse sur l'écart des taux débiteurs bancaires par rapport aux taux du marché. Ainsi, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme appliqués aux prêts de montant élevé et le rendement des emprunts publics à sept ans notés AAA est passé de 184 points de base en avril à 211 points de base en juillet. L'écart entre les taux d'intérêt à long terme des prêts de faible montant et les taux du marché s'est également creusé pendant cette période (de 11 points de base). En revanche, en raison d'un fléchissement moindre des taux d'intérêt du marché monétaire, l'écart entre les taux débiteurs à court terme et l'Euribor 3 mois s'est resserré entre avril et juillet 2014. Plus précisément, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme des prêts de montant élevé et le taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire a diminué de 13 points de base, tandis que le resserrement de l'écart a atteint 6 points de base dans le cas des prêts de faible montant.

S'agissant des données d'enquêtes sur l'offre et la demande de prêts bancaires aux sociétés non financières de la zone euro, l'enquête de juillet 2014

Graphique 30 Écarts de rendement des obligations des sociétés non financières

(en points de base ; moyennes mensuelles)

- Obligations de sociétés non financières notées AA libellées en euros (échelle de gauche)
- Obligations de sociétés non financières notées A libellées en euros (échelle de gauche)
- - - Obligations de sociétés non financières notées BBB libellées en euros (échelle de gauche)
- Obligations à haut rendement libellées en euros (échelle de droite)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

sur la distribution du crédit bancaire portant sur le deuxième trimestre 2014 a montré que les conditions d'octroi de crédits aux sociétés non financières se sont assouplies en termes nets pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2007 (-3% des banques ont indiqué que les critères d'octroi de crédits s'étaient durcis, contre 1% au trimestre précédent). En moyenne, l'amélioration du coût du financement bancaire, des contraintes de bilan ainsi que des perceptions du risque par les banques a contribué à un léger assouplissement net des critères d'octroi de crédits. La perception d'une atténuation du risque de crédit lié aux emprunteurs s'explique principalement par une amélioration des anticipations des banques concernant les prévisions macroéconomiques et les perspectives relatives à certaines entreprises. Pour le troisième trimestre 2014, les banques prévoient la poursuite de l'assouplissement net des critères d'octroi de crédits aux entreprises. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le deuxième trimestre 2014* du *Bulletin mensuel* d'août 2014.

Pour ce qui est des conditions de financement de marché, l'évolution du coût du financement par endettement de marché des sociétés non financières a varié entre avril et juillet 2014 selon les catégories de notation des obligations du secteur privé. L'écart entre les obligations bénéficiant d'une notation élevée, telles que les obligations du secteur privé notées AA, et les rendements des emprunts publics notés AAA a quelque peu diminué, tandis que l'écart pour les obligations moins bien notées («à rendement élevé») s'est élargi de 33 points de base (cf. graphique 30). L'écart pour les obligations du secteur privé des catégories de notation intermédiaire, telles que les obligations du secteur privé notées A, est demeuré inchangé au cours de cette période. Des données plus récentes sur le financement par endettement de marché indiquent que l'écart pour les obligations des catégories de notation inférieure a continué de se creuser en août 2014.

FLUX DE FINANCEMENT

La variation annuelle des bénéfices par action des sociétés non financières de la zone euro est devenue moins négative entre mars et juillet 2014. En particulier, le taux de variation annuel des bénéfices par action des sociétés cotées de la zone euro s'est établi à -2,2% en août 2014, contre -9,7% en avril 2014 (cf. graphique 31). S'agissant des évolutions à venir, les intervenants de marché s'attendent, sur la base d'indicateurs extraits de sources de marché, à ce que la variation des bénéfices par action revienne en territoire positif au quatrième trimestre de cette année.

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

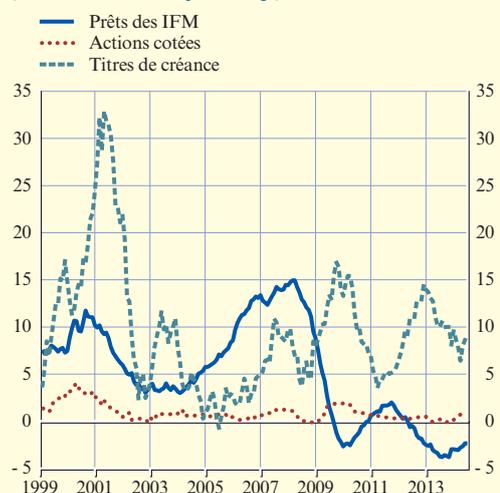
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



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.

Tableau 8 Financement des sociétés non financières

(variations en pourcentage ; données de fin de trimestre)

	Taux de croissance annuels				
	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2
Prêts des IFM d'une durée	- 3,4	- 3,6	- 3,0	- 3,1	- 2,3
≤ 1 an	- 2,1	- 3,1	- 4,0	- 4,9	- 2,8
> 1 an et ≤ 5 ans	- 6,2	- 5,6	- 5,7	- 5,1	- 3,3
> 5 ans	- 3,0	- 3,2	- 1,7	- 1,6	- 1,8
Titres de créance émis	10,2	10,0	8,1	7,9	8,6
Court terme	- 8,9	0,8	- 9,2	- 9,0	- 11,1
Long terme, dont : ¹⁾	12,4	10,9	9,7	9,6	10,5
Taux fixe	13,5	11,0	9,4	9,0	10,3
Taux variable	4,9	11,0	12,2	14,0	12,0
Actions cotées émises	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6
Pour mémoire ²⁾					
Financement total	1,0	0,7	0,7	0,8	-
Prêts aux sociétés non financières	0,2	- 0,7	- 1,5	- 1,0	-
Provisions techniques d'assurance ³⁾	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. Les données relatives aux prêts des IFM ne sont pas corrigées des cessions et de la titrisation.

- 1) La somme des données des rubriques « taux fixe » et « taux variable » peut ne pas correspondre au total de la rubrique « long terme », dans la mesure où les titres de créance à long terme zéro coupon, qui contiennent des effets de valorisation, ne sont pas présentés séparément dans ce tableau.
- 2) Les données sont tirées des comptes trimestriels européens par secteurs. Le financement total des sociétés non financières comprend les prêts, les titres de créance émis, les actions et autres participations émises, les provisions techniques d'assurance, les autres comptes à payer et les produits financiers dérivés.
- 3) Comprend les provisions de fonds de pension.

Selon les estimations, le flux global du financement externe des sociétés non financières s'est redressé ces derniers mois, mettant fin à la période de stabilisation qui a suivi le quatrième trimestre 2013, lorsque ce flux était à un plancher historique. Cette amélioration traduit à la fois un recul des remboursements nets des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières et une hausse de l'émission nette de titres par les entreprises (cf. graphique 32). Toutefois, le niveau du financement externe des sociétés non financières demeure peu élevé, reflétant la faiblesse de l'activité économique, la persistance des besoins de désendettement des entreprises dans une série de pays, le niveau record des liquidités détenues par les entreprises et certaines contraintes persistantes sur l'offre de financement, en particulier aux petites et moyennes entreprises (PME).

Corrigé des cessions de prêts et de l'activité de titrisation, le taux de croissance annuel des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières s'est établi à - 2,2% à la fin du deuxième trimestre 2014, contre - 3,1% au trimestre précédent. En juillet 2014, le taux de croissance annuel est resté inchangé à - 2,2%. Le taux de croissance annuel de l'émission de titres de créance est ressorti à 8,6% au deuxième trimestre 2014, contre 7,9% au trimestre précédent, alors que le taux de croissance des actions cotées est demeuré inchangé à un niveau modéré (cf. tableau 8). La vigueur actuelle de l'émission nette de titres de créance par les sociétés non financières est soutenue par la grande appétence pour le risque des investisseurs et, en corollaire, par le bas niveau des rendements des obligations du secteur privé. Ceci continue globalement à compenser les remboursements nets de prêts bancaires accordés aux entreprises. Toutefois, en termes absolus, l'émission de titres de créance se concentre toujours sur un nombre limité de pays, l'accès aux marchés obligataires étant dans la plupart des cas limité aux grandes entreprises bénéficiant d'une notation élevée. Les PME sont généralement trop petites pour absorber les coûts fixes associés à l'émission de titres de créance sur les marchés financiers. Par conséquent, elles sont nettement plus dépendantes du financement bancaire que les grandes entreprises et sont dès lors touchées de manière disproportionnée par la contraction actuelle des prêts bancaires.

Au deuxième trimestre 2014, le recul le plus marqué des prêts des IFM aux sociétés non financières a été observé pour ceux à moyen terme, c'est-à-dire ceux dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans. Par rapport au trimestre précédent, le rythme de contraction s'est ralenti dans le cas

des prêts à court terme (à savoir ceux dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an) et à moyen terme, alors qu'il s'est légèrement accéléré pour les prêts à long terme (à savoir ceux dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans). Depuis 2007, l'émission de titres de créance par les sociétés non financières privilégie les instruments assortis d'échéances plus longues. Cette évolution s'est poursuivie en juin 2014, la part des titres de créance à long terme émis par les sociétés non financières grimpe à 93% (contre 84% en 2007).

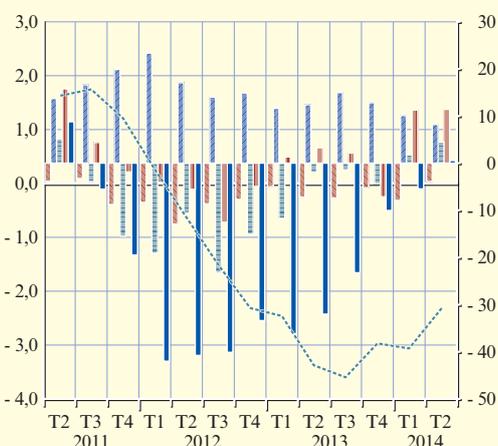
L'enquête de juillet 2014 sur la distribution du crédit bancaire a montré que la demande nette de prêts des sociétés non financières (à savoir l'écart entre la somme des pourcentages des banques indiquant une hausse de la demande et la somme des pourcentages des banques faisant état d'un repli de la demande) a poursuivi son redressement au deuxième trimestre 2014 (4%, contre 2% au trimestre précédent). Ce sont surtout les besoins de financement liés à la restructuration de la dette ainsi qu'aux stocks et aux fonds de roulement qui ont contribué à la demande de prêts par les entreprises au cours du trimestre. Pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2011, la FBCF a quelque peu contribué à l'augmentation nette de la demande enregistrée durant ce trimestre (cf. graphique 33). Les banques de la zone euro prévoient une nouvelle progression nette de la demande de prêts par les entreprises au troisième trimestre 2014.

Le surplus de financement (ou la capacité de financement) des sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre les ressources internes (épargne brute) et leur FBCF rapportée à la valeur ajoutée brute qu'elles ont générée, s'est quelque peu accru pour s'établir à 1,1% au deuxième trimestre 2014,

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)



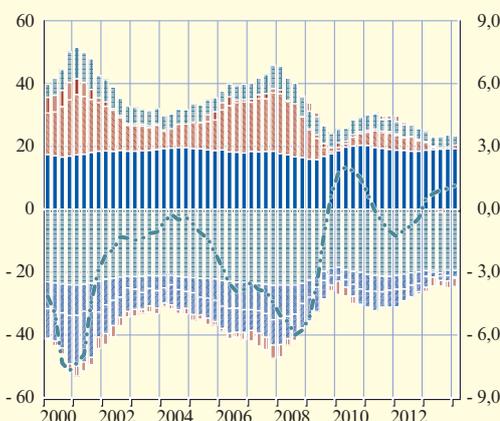
Source : BCE.

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

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

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



Source : Comptes de la zone euro.

Notes : Le financement par endettement comprend les prêts, les titres de créance et les provisions de fonds de pension. La catégorie « Autres » comprend les 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.

contre 1,0% au trimestre précédent (cf. graphique 34). Cette progression résulte à la fois d'une légère hausse de l'épargne brute et des transferts nets en capital ainsi que d'un faible fléchissement de la FBCF.

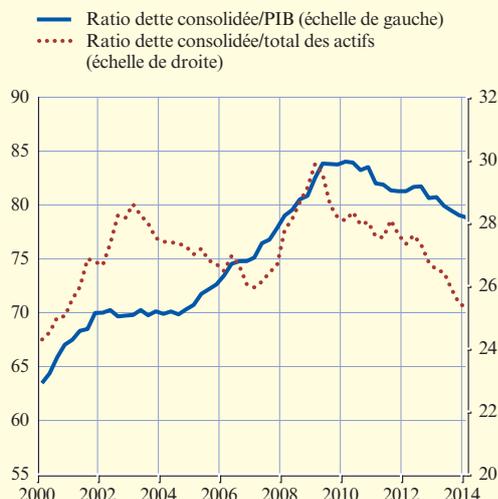
S'agissant des actifs, le taux de croissance annuel des investissements financiers des sociétés non financières est revenu à 1,0% au premier trimestre 2014, contre 1,4% au trimestre précédent. Cette évolution est imputable au recul du taux de croissance annuel des actions et autres participations (à l'exclusion des parts d'OPCVM) ainsi que des parts d'OPCVM, à respectivement 0,6% et -6,2% (contre 1,2% et -3,3% au trimestre précédent). Le taux de croissance du numéraire et des dépôts ainsi que d'autres actifs financiers, incluant des prêts et d'autres comptes à recevoir, s'est également essouffé. Au premier trimestre 2014, les investissements en titres de créance (à l'exclusion des produits financiers dérivés) et les provisions techniques d'assurance ont été les deux seuls postes à contribuer positivement au taux de croissance annuel des investissements financiers par les sociétés non financières. La hausse a été particulièrement marquée dans le cas des titres de créance, dont le taux de croissance annuel s'est établi à -3,4%, contre -12,3% au trimestre précédent. Les titres de créance et les provisions techniques d'assurance ne représentant que 3% environ de l'encours total des actifs financiers des sociétés non financières, ces développements positifs ont été plus que compensés par un fléchissement des taux de croissance annuels de l'ensemble des autres postes du bilan durant le trimestre.

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 premier trimestre 2014. Le taux d'endettement rapporté au PIB a poursuivi son repli, de 79,1% au quatrième trimestre 2013 à 78,8% au premier trimestre 2014. Le rythme d'ajustement du bilan des sociétés non financières après les sommets observés 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, très légèrement tassé, de 25,4% à 25,3% (cf. graphique 35). La soutenabilité de la dette des sociétés non

Graphique 35 Ratios d'endettement des sociétés non financières

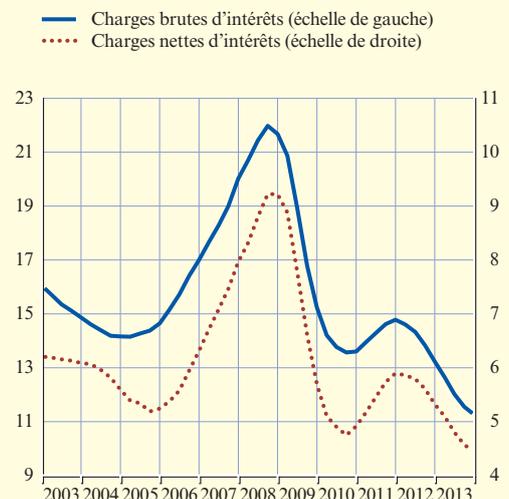
(en pourcentage)



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, rapportés à l'excédent brut d'exploitation.

financières a continué de s'améliorer au premier trimestre 2014. Les charges brutes d'intérêts – rapportées à l'excédent brut d'exploitation – sont retombées de 11,6% au quatrième trimestre 2013 à 11,3%. En termes nets, les charges d'intérêts des sociétés non financières sont revenues à 4,5% au premier trimestre 2014, soit un niveau qui est inférieur de 0,1 point de pourcentage à celui relevé au trimestre précédent et qui est moitié moindre que le pic enregistré au dernier trimestre 2008 (cf. graphique 36).

2.7 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES

Au deuxième trimestre 2014, les conditions de financement des ménages de la zone euro se sont caractérisées par un repli des taux débiteurs bancaires, sur fond de persistance d'une forte hétérogénéité 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 et d'imposition, la faiblesse des marchés de l'immobilier résidentiel, la nécessité de corriger les excès du passé en matière d'accumulation de dettes, ainsi que l'incertitude entourant les perspectives économiques. Des estimations relatives au deuxième trimestre 2014 suggèrent que le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis aux ménages est revenu en territoire positif au cours de ce trimestre, tandis que le taux d'endettement des ménages par rapport à leur revenu disponible brut aurait légèrement augmenté au deuxième trimestre.

CONDITIONS DE FINANCEMENT

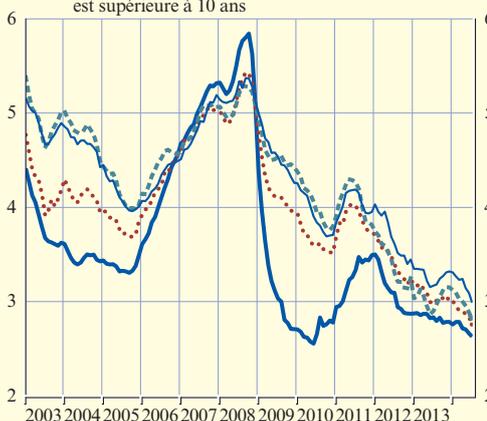
Les coûts de financement des ménages de la zone euro se sont réduits au deuxième trimestre 2014, tout en continuant de varier en fonction de la catégorie et de la durée des prêts, ainsi que du pays d'origine. S'agissant des différentes composantes, les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement ont diminué par rapport aux niveaux enregistrés au premier trimestre (cf. graphique 37). En ce qui concerne la ventilation des coûts du financement hypothécaire par échéance, les taux d'intérêt des prêts à court et à moyen terme (c'est-à-dire les prêts assortis d'un taux flottant ou d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an, et les prêts dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans) ont baissé de 9 points de base. Quant aux taux des prêts à long terme, c'est-à-dire les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux comprise entre cinq et dix ans et supérieure à dix ans, ils ont diminué de, respectivement, 13 et 11 points de base par rapport aux niveaux enregistrés au premier trimestre (cf. graphique 37). De nouvelles baisses ont été observées en juillet 2014 pour l'ensemble des échéances, avec un repli particulièrement prononcé dans le cas des taux d'intérêt des prêts à long terme, lesquels ont diminué de 10 points de base par rapport au mois précédent.

En ce qui concerne les nouveaux crédits à la consommation, les taux d'intérêt appliqués aux prêts à court terme (c'est-à-dire les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an), à moyen terme (c'est-à-dire ceux dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans) et à long terme (c'est-à-dire 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.

assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans) se sont tous inscrits en baisse au deuxième trimestre. Le recul le plus marqué (chute de 22 points de base par rapport au trimestre précédent) a été observé sur le segment à court terme du marché.

Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet 2014, les banques de la zone euro ont fait état, au deuxième trimestre, d'un assouplissement net des critères d'octroi de crédit appliqués aux prêts au logement pour les ménages (-4%, soit un repli largement similaire à celui du trimestre précédent). Tous les facteurs sous-jacents ont contribué à cet assouplissement net. L'enquête donne à penser que les critères d'octroi de crédit appliqués aux crédits à la consommation et aux autres prêts aux ménages ont également été assouplis en termes nets au deuxième trimestre (-2%, soit un recul pratiquement similaire à celui du trimestre précédent). L'assouplissement net des critères d'octroi de crédit enregistré dans ce secteur du marché du crédit est imputable au recul de la perception du risque par les banques et à la diminution de leurs coûts de financement, ainsi qu'à l'allègement des contraintes bilanciellles. Des pressions concurrentielles ont aussi continué de contribuer à l'assouplissement net des critères d'octroi de crédit sur ce segment du marché. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le deuxième trimestre 2014* du *Bulletin mensuel* d'août 2014.

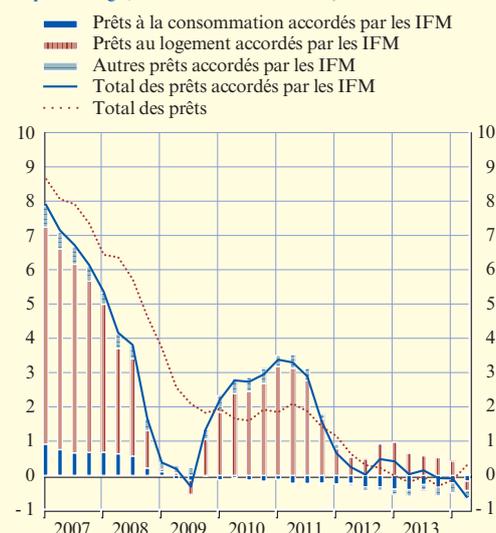
FLUX DE FINANCEMENT

Après avoir atteint un plancher historique au trimestre précédent, le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis aux ménages est devenu un peu moins négatif au premier trimestre 2014 (le trimestre le plus récent pour lequel des données provenant des comptes de la zone euro sont disponibles), atteignant -0,1%, contre -0,3% au trimestre précédent. La modeste progression du taux de croissance annuel enregistrée durant ce trimestre est imputable à une contribution moins négative des prêts consentis par les non-IFM, leur taux de croissance annuel étant passé de -1,6% au quatrième trimestre 2013 à -0,4% au premier trimestre 2014. Les prêts des 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). En revanche, le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis par les IFM est resté globalement inchangé à -0,1%. Des estimations afférentes au deuxième trimestre 2014 donnent à penser que le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis aux ménages est revenu en territoire positif durant ce trimestre (cf. graphique 38). Ce renforcement de la dynamique des prêts reflète essentiellement l'augmentation de l'octroi de prêts aux ménages par les IFM au premier semestre 2014 par rapport aux niveaux observés en 2013.

Le taux de croissance annuel des prêts octroyés aux ménages par les IFM (corrigé des cessions et des titrisations de prêts) a augmenté marginalement, passant de 0,4% au premier trimestre à 0,5% au

Graphique 38 Total des prêts accordés aux ménages

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



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 deuxième trimestre 2014 a été estimé à partir des opérations recensées dans les statistiques monétaires et bancaires. Pour plus d'informations sur les différences de méthodes de calcul des taux de croissance entre les prêts accordés par les IFM et le total des prêts, cf. les notes techniques correspondantes. Les données relatives aux prêts des IFM ne sont pas corrigées des cessions et de la titrisation. Les données pour le dernier trimestre ont été en partie estimées.

deuxième, poursuivant ainsi la légère tendance haussière observée depuis le début de l'année. Ce taux est ensuite demeuré inchangé à 0,5% en juillet, malgré un niveau modeste de nouveaux crédits. Pour ce qui est de la ventilation des prêts par objet, le taux de croissance annuel des prêts au logement octroyés par les IFM (non corrigé des cessions et des titrisations de prêts) est devenu négatif, atteignant - 0,4% au deuxième trimestre, contre 0,6% au trimestre précédent. Cette situation a reflété des transferts considérables de prêts du secteur des IFM au secteur des AIF dans un pays spécifique au deuxième trimestre. En juillet, le taux de croissance annuel des prêts au logement est passé à - 0,1%. Quant aux crédits à la consommation, ils ont encore diminué au deuxième trimestre, quoiqu'à un rythme plus lent, leur taux de croissance annuel passant de - 1,9% au premier trimestre à - 1,5% au deuxième. En juillet, le taux de croissance annuel des crédits à la consommation s'est établi à - 1,7%. Les données relatives aux opérations montrent que le flux trimestriel de crédits à la consommation est resté marginalement négatif au deuxième trimestre, avec un flux tournant autour de zéro en juillet. Le taux de croissance annuel des autres prêts, comprenant les prêts octroyés aux entreprises sans personnalité juridique, est devenu un peu moins négatif, à - 1,4% au deuxième trimestre, contre - 1,9% au trimestre précédent. En juillet, le taux de croissance annuel des autres prêts est ressorti à - 1,3%.

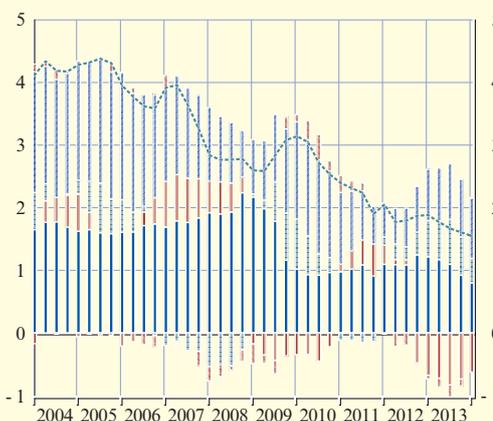
La poursuite de l'évolution atone des emprunts des ménages reflète un certain nombre de facteurs, parmi lesquels la morne dynamique du revenu disponible des ménages, les niveaux élevés de chômage et d'imposition, la faiblesse des marchés de l'immobilier résidentiel, la nécessité de corriger les excès du passé en matière d'accumulation de dettes, ainsi que l'incertitude entourant les perspectives économiques. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet 2014, la demande nette de prêts au logement et de crédits à la consommation a continué de s'accroître au deuxième trimestre. Concernant les évolutions à venir, les banques prévoient au troisième trimestre la poursuite de l'augmentation nette de la demande relative à l'ensemble des catégories de prêts.

En ce qui concerne l'actif du bilan du secteur des ménages de la zone euro, le taux de croissance annuel de l'ensemble de leurs placements financiers s'est établi à 1,5% au premier trimestre 2014, contre 1,6% au trimestre précédent (cf. graphique 39). Ce mouvement est imputable à la diminution des contributions a) des placements en actions et autres participations (à l'exclusion des parts d'OPCVM), dont le taux de croissance annuel est revenu de 2% au quatrième trimestre 2013 à 1,1% au premier trimestre 2014, et b) des placements en parts d'OPCVM, dont le taux de croissance annuel est descendu de 4,4% au quatrième trimestre 2013 à 3% au premier trimestre 2014. Ces évolutions masquent toutefois le fait que le flux trimestriel des parts d'OPCVM a progressé par rapport au trimestre précédent, tandis que le flux trimestriel des actions cotées est devenu positif. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des placements en monnaie fiduciaire et dépôts s'est tassé, revenant de 2,6% au quatrième trimestre 2013 à 2,3% au premier trimestre 2014. En revanche, la contribution des placements dans les réserves techniques d'assurance a affiché une hausse modeste

Graphique 39 Placements financiers des ménages

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

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



Sources : BCE et Eurostat.

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

et la contribution des titres de créance est devenue légèrement moins négative. Globalement, le processus de réduction du levier d'endettement actuellement en cours, les niveaux élevés de chômage et d'imposition, ainsi que la faiblesse conjoncturelle (qui, tous, entravent la croissance du revenu disponible des ménages et les contraignent 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.

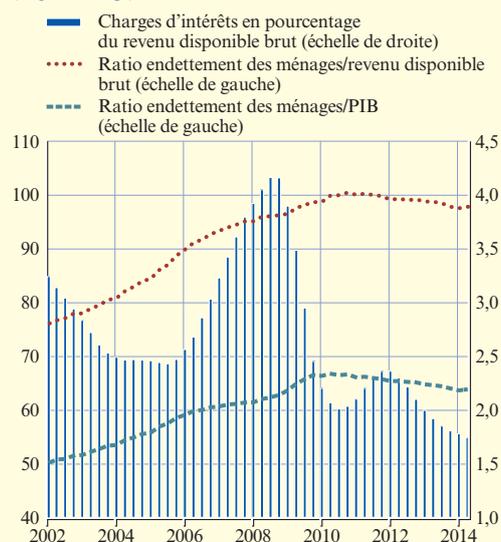
SITUATION FINANCIÈRE

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 par rapport à leur revenu disponible brut nominal est revenu de 97,9% au quatrième trimestre 2013 à 97,6% au premier trimestre 2014. Le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB a lui aussi diminué, revenant de 64,1% au quatrième trimestre 2013 à 63,7% au premier trimestre 2014. Les charges d'intérêts du secteur des ménages ont également poursuivi leur repli, ressortant à 1,78% de leur revenu disponible total, soit la valeur la plus basse jamais enregistrée.

Des estimations afférentes au deuxième trimestre 2014 indiquent que l'endettement des ménages s'est légèrement accru (cf. graphique 40). En revanche, les charges d'intérêts du secteur des ménages auraient continué de se réduire, quoique marginalement, au deuxième trimestre.

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 0,3% en août 2014, après 0,4% en juillet. Cette évolution reflète principalement une moindre hausse des prix de l'énergie, tandis que les autres grandes composantes sont restées globalement stables au niveau agrégé. Les taux d'inflation sont désormais restés faibles sur une très longue période. Les décisions de politique monétaire du 4 septembre 2014 ainsi que les autres mesures en place ont été prises pour assurer un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et à long terme, à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%. D'après les informations actuelles, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016.

Les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,6% en 2014, de 1,1% en 2015 et de 1,4% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 réalisées par les services de l'Eurosystème, la projection d'inflation pour 2014 a été revue à la baisse. Les projections pour 2015 et 2016 sont restées inchangées.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif, en particulier les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des mouvements des taux de change et de la transmission des mesures de politique monétaire.

3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

La tendance au ralentissement de la hausse de l'IPCH dans la zone euro, qui s'est amorcée fin 2011, résulte essentiellement de facteurs mondiaux, comme les prix des matières premières et les évolutions des taux de change, ayant une incidence notamment sur la hausse des prix de l'énergie, mais également sur celle des produits alimentaires. Depuis fin 2013, une contribution plus faible des prix des produits alimentaires non transformés mais également des prix des produits manufacturés hors énergie et des services a renforcé les tensions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'IPCH, la faisant reculer à des niveaux inférieurs à 1%.

S'agissant des dernières données, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH global s'est établie à 0,3% en août 2014, après 0,4% en juillet (cf. tableau 9). Cela étant, hors produits alimentaires et énergie, l'IPCH est ressorti en hausse à 0,9% en août, après 0,8% en juillet. Cette mesure basée sur l'exclusion est globalement inchangée depuis fin 2013, ce qui indique que le recul des taux d'inflation

Tableau 9 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

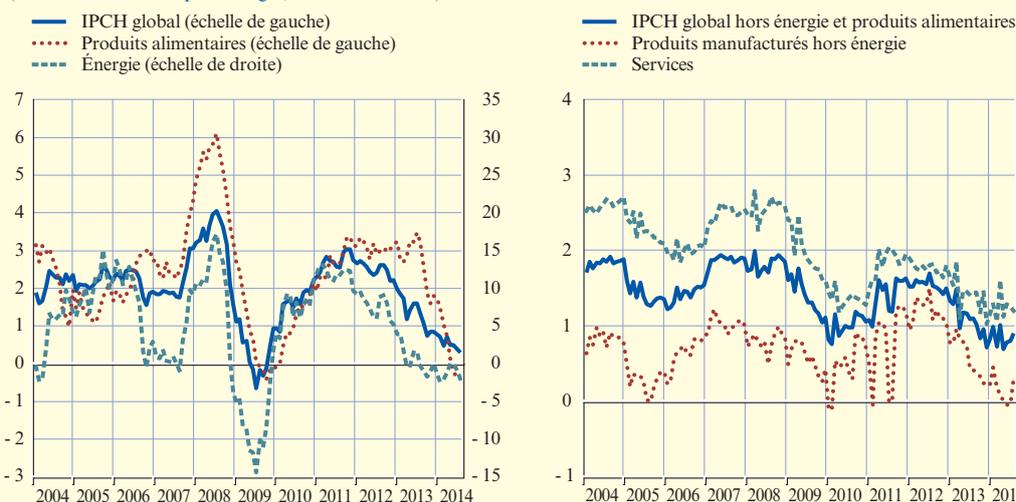
	2012	2013	2014 Mars	2014 Avril	2014 Mai	2014 Juin	2014 Juillet	2014 Août
IPCH et composantes ¹⁾								
Indice global	2,5	1,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3
Énergie	7,6	0,6	-2,1	-1,2	0,0	0,1	-1,0	-2,0
Produits alimentaires	3,1	2,7	1,0	0,7	0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	-0,1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

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 août 2014 est une estimation rapide d'Eurostat.

Graphique 41 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat.

globale enregistré récemment est lié aux composantes énergie et produits alimentaires. De fait, la variation des prix de l'énergie a été négative sur quasiment tous les mois de 2014 jusqu'à présent et la variation des prix des produits alimentaires est également négative depuis juin.

S'agissant des principales composantes de l'IPCH, l'estimation rapide d'Eurostat pour août fait apparaître un ralentissement de 1 point de pourcentage des taux de variation annuels des prix de l'énergie ($-2,0\%$ en août, contre $-1,0\%$ en juillet). L'essentiel de ce repli reflète une baisse des cours du pétrole en euros.

Pour l'ensemble de la composante prix des produits alimentaires, qui englobe les prix des produits transformés et non transformés, le rythme annuel de variation est demeuré stable à $-0,3\%$ en août. Bien qu'aucune information officielle ne soit encore disponible pour août s'agissant de la ventilation de la composante produits alimentaires, les prix des produits alimentaires non transformés sont probablement le principal facteur à l'origine de la variation faible (et négative) des prix des produits alimentaires. Les taux de variation annuels des prix des produits alimentaires non transformés sont devenus négatifs en mars et le sont restés depuis lors ($-2,6\%$ en juillet). Cette évolution traduit l'effet baissier de la variation annuelle des prix des fruits et légumes associée à des conditions météorologiques favorables cette année par rapport à des conditions plus mauvaises l'année dernière. À ce stade, rares sont les éléments qui permettent de déterminer si, pour l'ensemble de la zone euro les restrictions à l'importation des produits alimentaires imposées par la Russie ont entraîné un nouvel effet baissier sur la hausse des prix des produits alimentaires. La hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est également ralentie au cours des derniers mois, mais à un rythme plus modéré que la hausse des prix des produits alimentaires non transformés, pour s'établir à $1,1\%$ en juillet.

Au total, les deux composantes résiduelles de la hausse de l'IPCH, les prix des produits manufacturés hors énergie et des services, sont demeurées globalement inchangées, aux faibles niveaux qu'elles avaient atteints fin 2013. Le bas niveau de la hausse annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie (le rythme annuel de variation est ressorti en hausse à $0,3\%$ en août, après $0,0\%$ en juillet) continue de refléter l'atonie de la demande de consommation, la faible capacité des entreprises à imposer leurs prix et, globalement, les évolutions modestes des salaires. De plus, les appréciations antérieures des taux de

change de l'euro ont pesé sur les coûts des consommations intermédiaires d'un certain nombre de produits manufacturés hors énergie. La hausse annuelle des prix des services, qui représente la composante la plus importante de l'IPCH, s'est également maintenue à un bas niveau (1,2% en août, après 1,3% en juillet), essentiellement en raison de l'atonie de la demande intérieure. De plus, certains facteurs exceptionnels ont contribué à la récente volatilité des prix des services (liée aux dates de Pâques et de la Pentecôte). Abstraction faite de la volatilité mensuelle, la contribution des prix des services à la hausse de l'IPCH en 2014 a été de 0,5 point de pourcentage en moyenne, soit un niveau toujours nettement inférieur à la moyenne de long terme depuis le lancement de l'Union monétaire (0,8 point de pourcentage).

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait commencer à s'accroître, la reprise économique se confirmant. L'encadré 5 s'intéresse à la relation entre les variations de la sous-utilisation des capacités dans l'économie et les mesures de l'inflation sous-jacente hors énergie et produits alimentaires.

Encadré 5

LA RÉACTIVITÉ DES COMPOSANTES DE L'IPCH AUX VARIATIONS DE LA SOUS-UTILISATION DES CAPACITÉS PRODUCTIVES

L'inflation sous-jacente, mesurée par les variations de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors énergie et produits alimentaires, a fluctué à de faibles niveaux depuis octobre de l'année dernière. Dans le même temps, un redressement modeste de l'économie s'est amorcé dans la zone euro et les mesures de l'écart de production dans la zone ont commencé à se réduire après des niveaux élevés de sous-utilisation des capacités productives. Les relations historiques semblent indiquer que les points de retournement de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie suivent avec un certain retard ceux de l'écart de production. Toutefois, elles suggèrent également que le point de retournement de l'inflation peut initialement demeurer incertain, en raison de la faiblesse de la corrélation entre les deux séries.

Dans ce contexte, le présent encadré examine la réactivité de l'inflation sous-jacente aux variations de la sous-utilisation des capacités productives au niveau des composantes individuelles de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Un « sous-indice » élaboré à partir des composantes de l'IPCH étroitement corrélées avec l'écart de production par le passé pourrait signaler de façon plus claire un retournement de l'inflation en réponse aux évolutions économiques effectives.

L'écart de production constitue un indicateur des évolutions de l'inflation sous-jacente

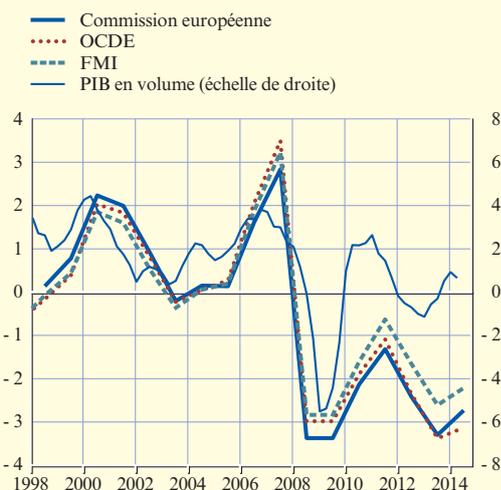
Les écarts de production mesurent la différence entre la production effective et le PIB potentiel de l'économie. Une réduction de l'écart de production est habituellement associée à une atténuation des tensions à la baisse ou à une accentuation des tensions à la hausse s'exerçant sur les prix au sein de l'économie nationale et devrait par conséquent se traduire par une inflation plus élevée.

Si l'on fait abstraction de la difficulté bien connue d'estimer les écarts de production en temps réel¹, de récentes estimations établies par des organisations internationales font toute état d'une réduction de l'écart de production dans la zone euro initiée en 2013, lorsque la croissance du PIB en volume s'est redressée à des niveaux supérieurs au taux de croissance potentiel. Ces estimations indiquent également que cette réduction s'est opérée à partir d'un niveau élevé de sous-utilisation des capacités productives, soit 3% environ du PIB potentiel (cf. graphique A).

¹ Cf. l'article intitulé *PIB potentiel et écart de production : concepts, utilisations et évaluations* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2000 et l'encadré intitulé *La sous-utilisation des capacités productives dans l'économie de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

Graphique A Estimations de l'écart de production dans la zone euro

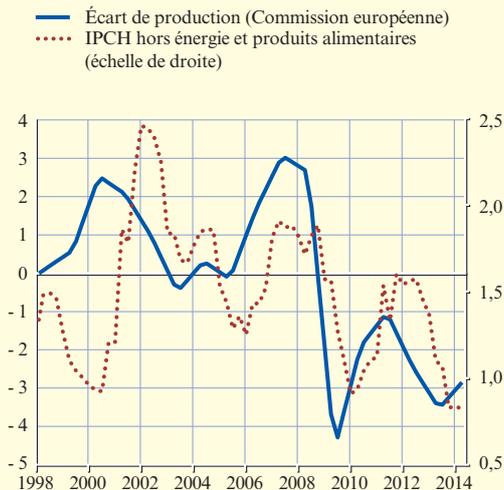
(en pourcentage du PIB potentiel et variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2014), Perspectives de l'économie mondiale du FMI (avril 2014) et Perspectives économiques de l'OCDE (mai 2014).

Graphique B Écart de production et IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro

(en pourcentage et variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2014).

Note : Les observations relatives à l'écart de production trimestriel ont été obtenues par interpolation des données annuelles.

En tant que mesure de l'intensité de l'utilisation des ressources productives au niveau national, l'écart de production ne constitue pas toujours un indicateur fiable des évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCH global, les prix de certaines composantes, telles que l'énergie et les produits alimentaires, ayant tendance à être plus fortement influencés par des facteurs externes, comme les cours des matières premières et les taux de change. Lorsque l'on observe la relation entre l'écart de production et l'inflation, on tend à privilégier les mesures de l'inflation sous-jacente, telles que l'IPCH hors énergie et produits alimentaires². Pour la zone euro, cette relation atteint une corrélation maximale de 0,6 (lorsqu'un décalage de trois trimestres entre les variations de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et l'écart de production est pris en compte). S'agissant plus précisément du profil des décalages observés lors des points de retournement, depuis 1998, des retournements durables de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ont eu lieu en moyenne quelque quatre trimestres après les points hauts et les points bas de l'écart de production, mais avec d'importantes différences selon les cycles (cf. graphique B).

Les composantes des mesures de l'inflation sous-jacente ne se montrent pas toutes réactives à l'écart de production

L'IPCH hors énergie et produits alimentaires comprend 33 composantes relatives aux produits manufacturés hors énergie et 39 composantes ressortissant au secteur des services. Certaines de ces composantes ne sont pas censées se montrer réactives aux évolutions à court terme de l'activité économique et devraient par conséquent se révéler relativement résistantes aux évolutions de l'écart de production. Elles ont principalement trait à la composante services de l'IPCH et incluent les services collectifs, les assurances et les dépenses de santé. Toutefois, s'agissant de certains postes, notamment au sein de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH, qui devraient normalement être sensibles aux évolutions de l'activité économique et du revenu au niveau national, la relation est estompée par l'influence de facteurs mondiaux, en raison de leur contenu élevé en importations. Les ordinateurs et certains autres produits électroniques en constituent des exemples notables.

2 Cf. l'article intitulé *La courbe de Phillips dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2014.

Une analyse par régression menée composante par composante confirme que seul un nombre réduit de rubriques de l'IPCH ont une relation positive statistiquement significative avec l'écart de production³. Plus précisément, environ un tiers des rubriques seulement (soit un poids de 45%) de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires affiche cette corrélation. Il s'agit par exemple, pour les produits manufacturés hors énergie, des meubles, tapis et équipements ménagers et, pour les services, des voyages organisés, des restaurants et des cafés ainsi que des services de réparation pour les logements. Pour certaines rubriques, par exemple certains services de transport, l'absence de pertinence statistique peut refléter une élasticité relativement faible de la demande ou des facteurs liés à la structure du marché. Les composantes affichant ou non une corrélation étroite peuvent varier en fonction de la spécification de la courbe de Phillips, de l'estimation de l'écart de production et de la période d'échantillon.

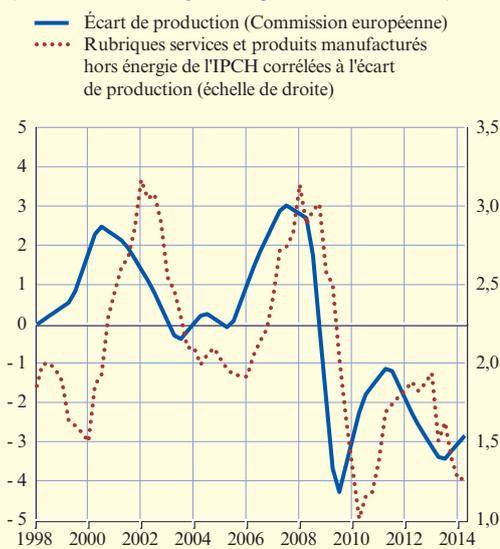
Le sous-indice élaboré à partir des composantes de l'IPCH sensibles à l'écart de production affiche avec celui-ci une corrélation de 0,9 (avec un décalage de quatre trimestres; cf. graphique C). Il est également plus lisse que l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, ce qui facilite la mesure des points de retournement. Depuis 1998, les points de retournement des séries d'inflation fondées sur le sous-indice ont enregistré un décalage de cinq trimestres environ avec ceux de l'écart de production. Il existe bien sûr des divergences selon les cycles : par exemple, le décalage plus important après le pic d'écart de production observé en 2011 reflète en partie l'incidence haussière de la fiscalité indirecte à ce moment, qui a maintenu l'inflation à un niveau plus élevé durant plus longtemps que si elle avait été proportionnelle aux évolutions de l'économie réelle.

Au total, en supposant qu'un retournement de l'écart de production soit intervenu fin 2013, les régularités historiques suggèrent un point de retournement de l'inflation sous-jacente plus tard durant l'année 2014, qui devrait auparavant ressortir dans le sous-indice des composantes de l'IPCH sensibles à l'écart de production. Un tel retournement serait cohérent avec le profil d'évolution de l'inflation ressortant des dernières projections des services de la BCE, qui prévoient une augmentation progressive à la fin de l'année.

³ Des courbes de Phillips ont été estimées pour chacune des 72 rubriques comprises dans les composantes biens manufacturés hors énergie et services (taux d'inflation en glissement trimestriel) depuis 1998, en incluant dans chaque cas une inflation décalée et l'estimation de l'écart de production de la zone euro réalisée par la Commission européenne (décalée d'un trimestre). Ce type d'équation a été utilisé précédemment dans le cadre d'analyses de la courbe de Phillips (cf. note de bas de page 2).

Graphique C Écart de production et IPCH sensible à l'écart de production dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : BCE et Prévisions économiques de la Commission européenne (printemps 2014).

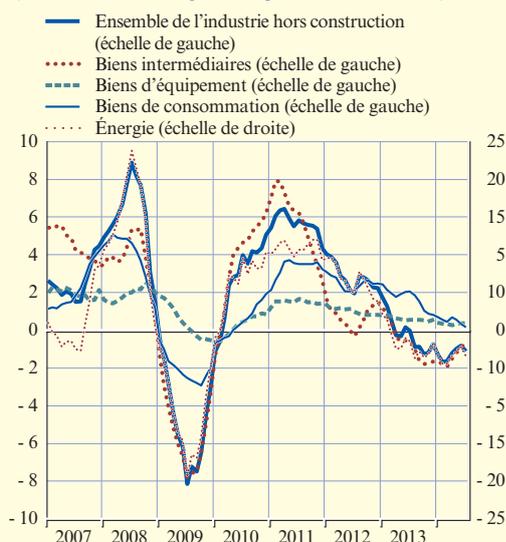
Note : Les observations relatives à l'écart de production trimestriel ont été obtenues par interpolation des données annuelles.

3.2 PRIX À LA PRODUCTION

Les évolutions des prix au niveau du producteur font ressortir la persistance de tensions modérées en amont. Les faibles tensions sur les prix reflètent l'atonie de la demande et une réaction légèrement décalée des prix à l'augmentation des capacités utilisées, au moins par rapport aux évolutions passées. Elles reflètent également des évolutions limitées des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. S'agissant des données les plus récentes, la variation des prix à la production dans l'industrie

Graphique 42 Ventilation des prix à la production

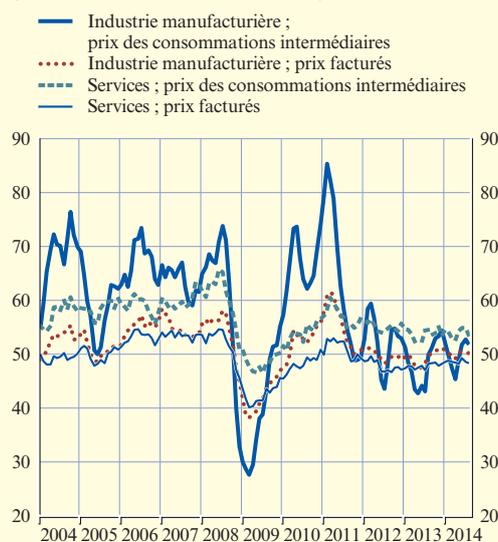
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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.

(hors construction) est restée négative (-1,1% en rythme annuel en juillet, après -0,8% en juin). Hors énergie, elle est demeurée inchangée à -0,1% en juillet (cf. tableau 9 et graphique 42).

Les données solides et les données tirées d'enquêtes publiées ces derniers mois indiquent la persistance de tensions modérées sur les prix pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH. Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement redressé par rapport au point bas de 0,1% enregistré en novembre 2013 (il est ressorti à 0,3% en juillet 2014). Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux marges bénéficiaires dans le secteur du commerce de détail ont peu évolué au cours des derniers mois, confirmant l'existence de tensions modérées sur les prix en aval de la chaîne des prix. En amont de la chaîne des prix, le taux de variation annuel de l'indice des prix à la production de la composante biens intermédiaires a globalement progressé en 2014 tout en demeurant négatif (passant de -1,9% en mars à -0,7% en juillet). Cette évolution reflète probablement l'atténuation des tensions à la baisse sur les cours du pétrole en euros et les prix des matières premières industrielles, mais compte tenu de la baisse enregistrée en août sur ces prix, la tendance pourrait s'être interrompue.

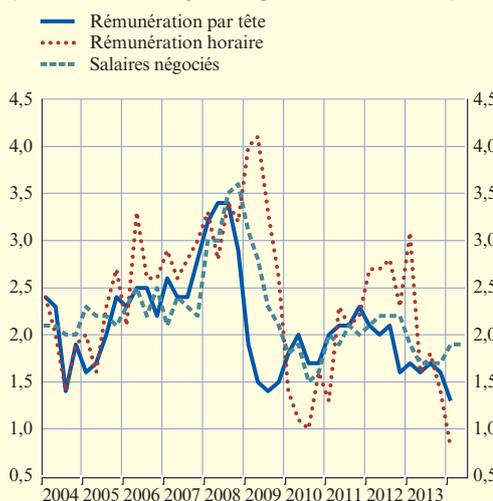
Les tensions sur la composante produits alimentaires de l'IPCH se sont globalement atténuées ces derniers mois tant en amont qu'en aval de la chaîne des prix. Le rythme annuel de variation de l'indice des prix à la production des biens de consommation alimentaires a reculé durant trois mois consécutifs et s'est établi à -0,1% en juillet. En amont de la chaîne des prix, le taux de variation annuel des prix agricoles à la production dans la zone euro et des cours internationaux des matières premières alimentaires exprimés en euros a augmenté récemment, demeurant toutefois négatif.

D'un point de vue sectoriel, les derniers résultats d'enquêtes confirment l'existence de tensions modérées sur les prix, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, et ne laissent augurer d'aucune modification des perspectives d'inflation faible au cours des prochains mois. En ce qui concerne les

données les plus récentes, les données de l'indice des directeurs d'achat montrent que les indices des prix des consommations intermédiaires dans le secteur manufacturier et les services se sont repliés en août (cf. graphique 43). Sur la même période, les indices des prix facturés ont légèrement augmenté pour le secteur manufacturier et ont légèrement fléchi pour le secteur des services. Tous les sous-indices continuent de fluctuer aux alentours du seuil de 50 pour le taux de variation des prix positifs. Par ailleurs, selon l'enquête de la Commission européenne, en août, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'ensemble de l'industrie (hors construction) sont ressorties en baisse et celles relatives aux services ont légèrement progressé. Les deux indices continuent de fluctuer autour de niveaux inférieurs à leurs moyennes à long terme, dénotant ainsi la persistance de tensions modérées sur les prix.

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.

3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Les données des derniers trimestres relatives aux coûts de main-d'œuvre continuent de faire état du caractère modéré mais globalement stable des tensions d'origine interne sur les prix (cf. tableau 10 et graphique 44). Dans le même temps, 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.

Depuis le dernier trimestre 2012, le taux annuel de variation de la rémunération par tête a essentiellement oscillé dans une fourchette étroite (entre 1,6% et 1,7%). La croissance des salaires s'est ralentie au premier trimestre 2014, la hausse de la rémunération par tête ressortant à 1,3%, après 1,6% (et celle de la rémunération horaire à 0,8% après 1,4%). Toutefois, ce ralentissement s'explique principalement par une diminution de la contribution des services non marchands (cf. graphique 45), pour lesquels le profil de croissance reflète des effets de base associés à une progression de la rémunération dans le secteur public dans un certain nombre de pays de la zone euro en 2013. Les salaires négociés ont augmenté dans la zone euro à un rythme annuel de 1,9% au premier trimestre 2014 et les données disponibles indiquent que cette évolution se poursuivra au deuxième trimestre de l'année. Si l'on fait abstraction de certains effets de distorsion au premier trimestre, l'alignement global de la

Tableau 10 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

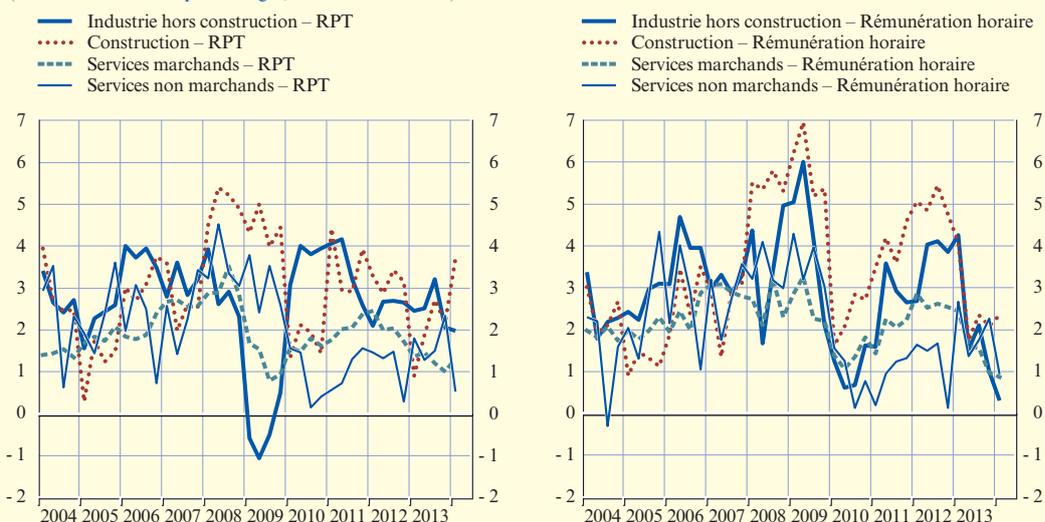
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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

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 : RPT : rémunération par tête.

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

croissance de la rémunération par tête avec celle des salaires négociés au cours des derniers trimestres semble indiquer que la progression de la rémunération par tête devrait légèrement rebondir au deuxième trimestre.

Le taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre a fléchi au cours des derniers trimestres, essentiellement sous l'effet d'une plus forte hausse de la productivité. Selon les données les plus récentes, ce taux est revenu à 0,5% au premier trimestre 2014 en raison de la baisse du taux de croissance de la rémunération par tête.

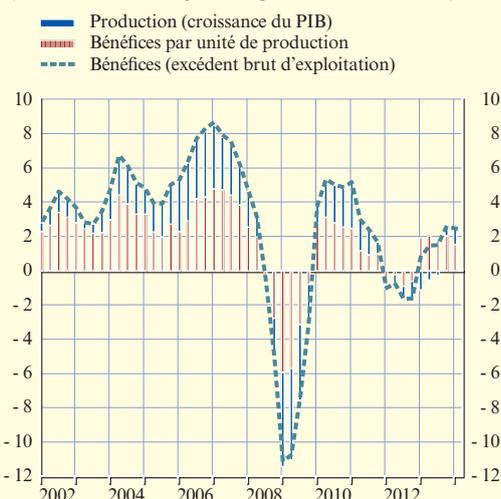
3.4 ÉVOLUTION DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES

Les bénéfices (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) ont poursuivi leur redressement progressif au cours des derniers trimestres (cf. graphique 46). Plus précisément, depuis le creux enregistré au quatrième trimestre 2012, la variation annuelle des bénéfices est passée de -1,6% à 2,5% au premier trimestre 2014. Cette évolution reflète à la fois le redressement de la production elle-même et la progression des profits par unité de production (effet marge).

Le redressement de la croissance des bénéfices début 2014 a concerné l'ensemble des secteurs. L'évolution des bénéfices du secteur industriel a connu une volatilité plus importante que celle du secteur des services marchands et a, dans l'ensemble, également été légèrement plus modérée, reflétant très certainement leur plus grande sensibilité à la situation du cycle conjoncturel et notamment aux variations de l'environnement extérieur. Les données récentes indiquent que la croissance annuelle des bénéfices dans le secteur industriel est retombée à 1,2% au premier trimestre de l'année, après une hausse atteignant 4,4% le trimestre précédent. La progression des bénéfices dans le secteur des services marchands est ressortie à 2,1%, soit un niveau seulement à peine plus faible que lors du trimestre précédent.

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

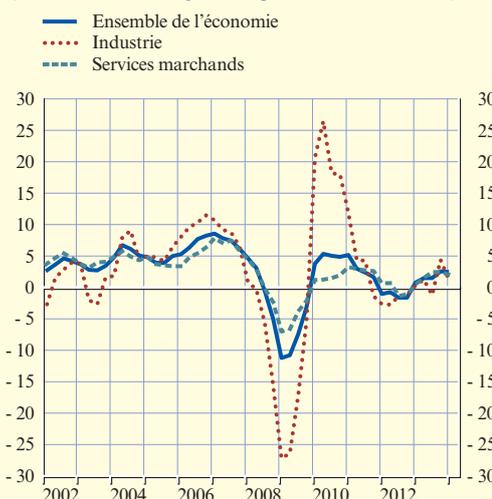
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



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

Les taux d'inflation sont désormais restés faibles sur une très longue période. Les décisions de politique monétaire du 4 septembre ainsi que les autres mesures en place ont été prises pour conforter l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et à long terme, à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%. D'après les informations actuelles, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016.

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 négatif ou proche de zéro jusqu'à début 2015 avant d'augmenter de façon seulement modérée jusqu'à l'automne. Le redressement des prix de l'énergie prévu l'an prochain s'explique essentiellement par le relèvement attendu des prix de l'électricité et du gaz, qui serait en partie compensé par une tendance baissière des prix des carburants destinés aux transports, dans le cas où l'hypothèse d'un fléchissement des cours du pétrole exprimés en euros, que laissent actuellement supposer les prix sur les marchés à terme, se concrétiserait.

La hausse des prix des produits alimentaires non transformés a été fortement influencée par les récentes conditions météorologiques. Pour les prochains mois, à mesure que cette incidence se dissipera, le rythme annuel de variation de ces prix devrait s'améliorer de nouveau et devenir positif début 2015, pour atteindre des niveaux proches de 2% à l'horizon d'un an. La hausse des prix des produits alimentaires transformés devrait rester globalement inchangée jusqu'au premier trimestre 2015, avant de se redresser légèrement au deuxième et au troisième trimestre. La hausse globale modérée reflète essentiellement l'hypothèse d'une pente haussière des prix des matières premières agricoles.

La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie devrait rester à des taux faiblement positifs jusqu'à fin 2014, avant d'augmenter légèrement en 2015. L'accélération modérée prévue

reflète les améliorations attendues de la consommation privée et de la croissance des salaires, ainsi que la dissipation des effets modérateurs des prix des biens importés.

La hausse des prix des services devrait rester globalement stable au cours des prochains mois, avant de s'accélérer pour atteindre 1,5% environ fin 2014. En 2015, elle devrait de nouveau s'accroître légèrement. L'accentuation de la hausse des prix des services prévue à terme reflète principalement l'amélioration modeste de la demande des consommateurs et de plus fortes hausses des salaires dans certains pays.

Les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,6% en 2014, de 1,1% en 2015 et de 1,4% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème, la projection d'inflation pour 2014 a été revue à la baisse. Les projections pour 2015 et 2016 sont restées inchangées.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif, en particulier les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des mouvements des taux de change et la transmission des mesures de politique monétaire.

4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Après quatre trimestres d'expansion modérée, le PIB en volume de la zone euro est resté inchangé au deuxième trimestre de l'année par rapport au trimestre précédent. S'il s'explique en partie par des facteurs ponctuels, ce résultat est plus faible que prévu. S'agissant du troisième trimestre, les données d'enquêtes disponibles jusqu'en août font état d'un ralentissement de la dynamique de la croissance, mais restent compatibles avec une expansion modérée. La demande intérieure devrait être soutenue par l'arsenal des mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, et la baisse des prix de l'énergie, celle-ci soutenant le revenu réel disponible. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. Cela étant, la reprise pourrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées, la croissance toujours négative des prêts des IFM au secteur privé et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé.

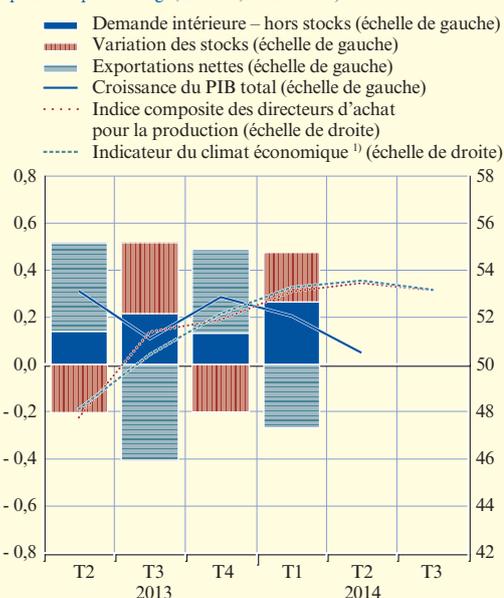
C'est ce qui ressort des projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 0,9 % en 2014, de 1,6 % en 2015 et de 1,9 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème, les projections de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2014 et 2015 et à la hausse pour 2016. Les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro sont évalués comme orientés à la baisse.

4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a affiché une croissance nulle en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014 (cf. graphique 48), après quatre trimestres consécutifs de croissance positive. Même si aucune ventilation des dépenses n'était disponible au moment de la date d'arrêt du présent *Bulletin mensuel*, les données par pays et les indicateurs à court terme disponibles semblent indiquer que les contributions positives de la demande intérieure et des exportations nettes à la croissance ont été contrebalancées par une contribution négative des variations des stocks. Même si le deuxième trimestre s'est avéré décevant, il semble qu'une partie de cette faiblesse reflète des facteurs temporaires et techniques liés à la clémence de l'hiver et au nombre de jours de pont, ce qui peut expliquer en partie pourquoi les résultats de l'enquête n'ont pas complètement rendu compte de ce fléchissement. Cependant, il semble également qu'un ralentissement conjoncturel se soit produit dans certains pays de la zone euro. Parmi les principaux pays de la zone euro, le PIB en volume a diminué au deuxième trimestre en Allemagne et en Italie, il est resté inchangé en France et a augmenté en Espagne et aux Pays-Bas.

Graphique 48 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution, indice composite des directeurs d'achat relatif à la production et climat économique

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



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

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

Bien que les résultats d'enquêtes aient eu tendance à se stabiliser et à diminuer légèrement au cours des derniers mois, ils sont encore compatibles avec une croissance modérée au troisième trimestre 2014. Si 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 juillet et en août, à des niveaux légèrement inférieurs à leurs résultats du deuxième trimestre de l'année, ils se situaient encore au-dessus de leurs moyennes de long terme.

Si l'on adopte une perspective plus longue, la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs a progressé, l'incertitude macroéconomique a diminué, les conditions de financement se sont améliorées et la croissance du revenu réel s'est accélérée. La reprise économique en cours 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. En dépit d'une croissance légèrement plus faible que prévu au deuxième trimestre, les indicateurs économiques récents laissent prévoir la poursuite d'une reprise modérée. Cette reprise devrait se renforcer progressivement au cours des prochaines années (cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE*).

CONSOMMATION PRIVÉE

La consommation privée s'est accrue de 0,2 % au premier trimestre 2014, enregistrant une progression pour le quatrième trimestre consécutif. Cette hausse reflète une progression des achats de biens de consommation, en partie contrebalancée par une diminution des acquisitions de voitures particulières. Dans le même temps, la consommation de services a été globalement neutre. Les évolutions récentes des indicateurs à court terme et des enquêtes font état, dans l'ensemble, de la poursuite d'une croissance positive des dépenses des ménages au deuxième et au troisième trimestre de l'année.

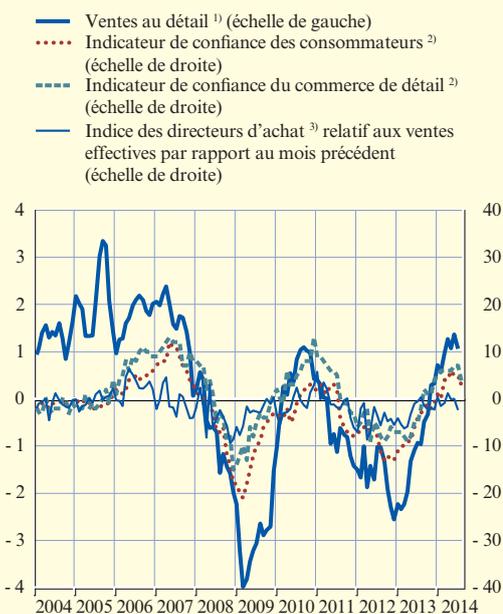
S'agissant des évolutions sur plus longue période, le renforcement de la dynamique sous-jacente de la consommation privée, amorcé au deuxième trimestre 2013, a reflété dans une large mesure les évolutions du revenu réel disponible. Le revenu global, dont l'évolution a été freinée de manière prolongée par le recul de l'emploi, bénéficie de plus en plus de la stabilisation et de la légère amélioration sur les marchés du travail, ainsi que d'une modération de l'effet négatif exercé par le resserrement budgétaire. En outre, les revenus réels sont soutenus par la faible inflation, qui reflète largement la baisse des prix de l'énergie. Plus récemment, la progression du revenu nominal des ménages s'est ralentie au premier trimestre 2014, malgré une contribution positive stable de la rémunération des salariés, une légère hausse de la contribution du revenu des travailleurs indépendants et une contribution moins négative des impôts directs. Ce ralentissement s'explique par les contributions négatives des revenus nets de la propriété et, pour la première fois depuis fin 2011, des prestations sociales nettes reçues. Dans un contexte de faible dynamique des prix, la croissance du revenu réel est restée positive au premier trimestre 2014, mais elle a néanmoins diminué. La consommation nominale se redressant et dépassant les revenus, le taux d'épargne des ménages a de nouveau fléchi au premier trimestre, ressortant à des niveaux historiquement bas.

S'agissant de la dynamique à court terme au deuxième et au troisième trimestre 2014, les données solides aussi bien que celles ressortant d'estimations indiquent, dans l'ensemble, la poursuite d'une croissance modérée des dépenses de consommation. Les ventes au détail ont encore progressé au deuxième trimestre, de 0,3 % en glissement trimestriel, avant de diminuer en juillet, de 0,4 % en glissement mensuel, ressortant ainsi 0,2 % en dessous des résultats du deuxième trimestre. En outre, dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat pour les ventes au détail a progressé, atteignant un niveau correspondant à une croissance, avant de diminuer de nouveau en juillet. Ces évolutions représentent dans l'ensemble une amélioration par rapport au premier trimestre, où l'indice faisait état d'une lente contraction des ventes. Au deuxième trimestre ainsi qu'en juillet et en août, l'indicateur de confiance

de la Commission européenne pour le secteur du commerce de détail est resté globalement inchangé par rapport au premier trimestre et supérieur à sa moyenne de long terme. De plus, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont progressé de près de 2 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre. Les immatriculations de voitures ont également augmenté en rythme mensuel en juin, produisant ainsi un effet de report positif pour le troisième trimestre. Cependant, les enquêtes indiquent que les achats de voitures particulières et d'autres biens durables devraient rester faibles au cours des prochains mois. C'est ainsi que, même si l'indicateur de la Commission européenne relatif aux intentions d'achats importants s'est légèrement amélioré, il continue d'enregistrer des niveaux largement inférieurs 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 capacité à expliquer 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, qui fournit une indication assez fiable des évolutions tendanciennes des dépenses des ménages, a continué de diminuer en juillet et en août. En moyenne, cet indice est ressorti à un niveau inférieur à celui du deuxième trimestre mais supérieur à son niveau moyen du premier trimestre. Les dernières évolutions suggèrent ainsi une stabilisation du récent renforcement de la dynamique sous-jacente de la consommation (cf. graphique 49). La baisse de la confiance des consommateurs, observée depuis trois mois, reflète l'évaluation des ménages quant à la situation économique générale et aux perspectives de chômage. L'évaluation relative à la situation financière et à l'épargne future est restée globalement stable. Les évolutions ont été assez disparates selon les pays au cours de ces derniers mois. Cependant, la totalité des principaux pays de la zone euro ont enregistré une baisse de la confiance des consommateurs, à l'exception de l'Espagne où elle est restée globalement inchangée.

Graphique 49 Ventes au détail, indice des directeurs d'achat pour le commerce de détail et indicateurs de confiance

(données mensuelles)



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

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

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

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

INVESTISSEMENT

Le redressement global de la FBCF semble avoir perdu en partie son dynamisme. Au premier trimestre 2014, l'investissement total n'a progressé que de 0,2 % en rythme trimestriel. Au deuxième trimestre, la faiblesse de l'investissement total s'est reflétée dans une baisse de la production tant des biens d'équipement que de la construction. Par conséquent, au premier semestre 2014, le ratio investissement/PIB est resté globalement inchangé, demeurant à un niveau nettement inférieur à celui précédant la crise.

La ventilation de l'investissement au premier trimestre de l'année montre que l'investissement hors construction, qui représente la moitié de l'investissement total, a diminué de 0,2 % sur une base trimestrielle. Cette baisse masque des évolutions divergentes dans les principaux pays de la zone euro, l'investissement hors construction augmentant en Allemagne et aux Pays-Bas, mais diminuant en France, en Italie et en Espagne. Au deuxième trimestre, l'investissement hors construction

a probablement été modéré, ce qui concorde avec une chute en rythme trimestriel de la production de biens d'équipement et la baisse de l'utilisation des capacités productives dans le secteur manufacturier. Par ailleurs, au premier trimestre 2014, l'investissement dans la construction a progressé de 0,5 % en rythme trimestriel, soutenu par les conditions météorologiques clémentes dans plusieurs pays de la zone euro. Cette hausse est entièrement imputable à une augmentation de 1,0 % en rythme trimestriel de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. S'agissant du deuxième trimestre, tous les indicateurs font état d'un ralentissement, ou même d'un nouveau fléchissement, de l'investissement dans la construction, en partie en raison a) d'une correction après la vigueur inattendue de l'activité au premier trimestre, b) d'une baisse des activités de génie civil et c) de l'effet de facteurs à plus long terme, tels que l'ajustement prolongé du marché immobilier résidentiel dans certains pays de la zone euro et la faiblesse persistante de la demande dans ce secteur.

S'agissant du deuxième semestre 2014, les indicateurs disponibles font état d'un redressement modéré de l'investissement hors construction. Comme le montre l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, ces perspectives se fondent sur une situation de financement légèrement plus favorable en raison de la hausse des bénéfices des entreprises, de la faiblesse des taux d'intérêt et d'un nouvel assouplissement des conditions de financement pour les concours aux fins d'investissement. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et l'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif au secteur des biens d'équipement, tous deux disponibles jusqu'en août, ont diminué par rapport au premier semestre de l'année mais demeurent à des niveaux compatibles avec une croissance. La reprise de l'investissement devrait être faible, en raison de la poursuite du désendettement des entreprises et de la persistance de capacités de production encore inutilisées. Selon l'enquête trimestrielle de la Commission européenne relative au taux d'utilisation des capacités productives dans le secteur manufacturier, ce taux demeurerait inférieur à sa moyenne de long terme au troisième trimestre 2014. Il semble que le manque d'équipement pose moins de problèmes à l'heure actuelle qu'en moyenne dans le passé, ce qui indique un besoin légèrement plus faible d'investissement de capacité. L'indicateur de confiance dans la construction, qui a progressé en juillet sous l'effet de nouvelles commandes et de la création d'emplois, a de nouveau diminué en août et s'établit encore largement en dessous de sa moyenne historique. L'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes dans la construction a encore fléchi en juillet, à 38,0, tandis que l'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans le secteur de l'immobilier résidentiel et l'indice global relatif à la production dans le secteur de la construction ont tous deux légèrement progressé, restant néanmoins en dessous du seuil théorique de croissance nulle de 50. De légères améliorations de l'investissement dans la construction, en rythme trimestriel, sont attendues au deuxième semestre 2014 grâce aux gains du revenu disponible réel des ménages et à l'assouplissement des conditions de financement.

Les perspectives de l'investissement total vont dans le sens d'un redressement continu en raison de l'amélioration graduelle de la demande, des bénéfices et du revenu des ménages, et grâce à l'amélioration des conditions de financement et à une réduction des restrictions budgétaires. L'investissement devrait être plus modéré en 2014, car il a été affecté de façon défavorable par un affaiblissement au premier semestre, par les prévisions d'une demande plus atone et par une plus grande incertitude. L'intensification des tensions géopolitiques constitue un risque à la baisse pour les perspectives d'investissement, tandis que le recours généralisé aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées pourrait stimuler l'investissement par le biais d'une hausse des crédits.

CONSOMMATION PUBLIQUE

La croissance de la consommation publique réelle devrait avoir fléchi au deuxième trimestre 2014, après une hausse trimestrielle de 0,7 % au premier trimestre. S'agissant des tendances sous-jacentes des principales composantes, la rémunération des fonctionnaires, qui représente près de la moitié de

la consommation publique totale, semble avoir continué à augmenter de façon seulement marginale. De plus, le taux de croissance des transferts sociaux en nature, qui recouvrent des rubriques telles que les dépenses de santé, semble s'être stabilisé au cours des derniers trimestres. Cependant, les dépenses au titre des consommations intermédiaires, qui constituent un peu moins du quart du total des dépenses de consommation publique, continuent d'être relativement volatiles, avec une indication de fléchissement au deuxième trimestre. À plus long terme, la contribution de la consommation publique à la demande intérieure ne devrait connaître qu'une légère amélioration au cours des prochains trimestres, car de nouvelles mesures d'assainissement budgétaire sont encore nécessaires dans un certain nombre de pays (cf. section 5).

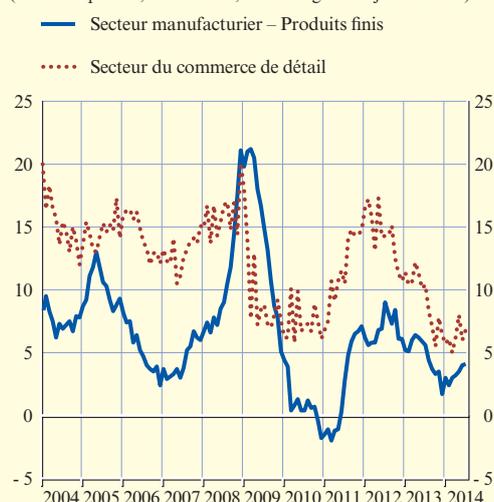
STOCKS

Au premier trimestre 2014, la variation des stocks a apporté une contribution de 0,2 point de pourcentage à la croissance trimestrielle du PIB. 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. Selon les enquêtes récentes de la Commission européenne (disponibles jusqu'en août), 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 au deuxième et au troisième trimestre, malgré les augmentations enregistrées courant 2014 (cf. graphique 50, partie a). Ainsi, une reconstitution des stocks neutre ou modérée est probable en 2014 dans le contexte de la reprise économique en cours. Par ailleurs, selon les données récentes tirées des enquêtes auprès des directeurs d'achat (disponibles jusqu'en août), s'agissant notamment des variations des consommations intermédiaires et des produits finis dans le secteur manufacturier, les stocks apporteront sans doute une contribution globalement neutre à la croissance du PIB en volume au deuxième et au troisième trimestre (cf. graphique 50, partie b).

Graphique 50 Stocks dans la zone euro

a) Perception des niveaux des stocks

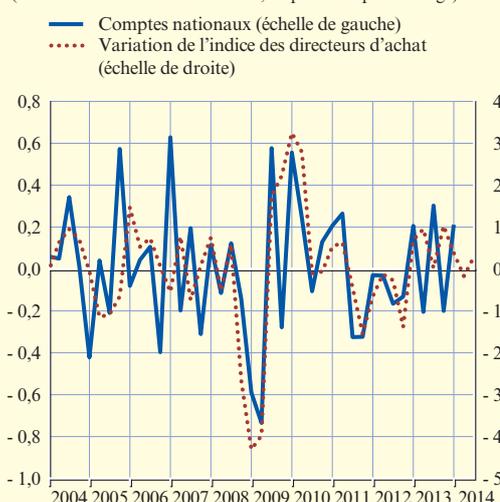
(soldes d'opinion ; données cvs, non corrigées des jours ouvrés)



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

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

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



Sources : Markit 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.

COMMERCE EXTÉRIEUR

Les exportations de biens et services de la zone euro ont modérément progressé au premier trimestre 2014, augmentant de 0,2 % en rythme trimestriel (cf. graphique 51), en raison d'exportations importantes à destination des États-Unis, du Japon et de la Chine, tandis que les exportations vers les pays européens situés hors de la zone euro et vers l'Amérique latine ont fléchi.

Les importations de la zone euro ont affiché une progression trimestrielle relativement forte, de 0,8 %, au premier trimestre, en raison essentiellement des importations en provenance de Chine. 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 -0,3 point de pourcentage).

Les indicateurs disponibles tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une amélioration des exportations de la zone euro au deuxième et au troisième trimestre de cette année. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est détérioré en moyenne au deuxième trimestre, demeurant toutefois au-dessus du seuil d'expansion de 50 et de son niveau moyen de long terme. Le fléchissement global s'est poursuivi au troisième trimestre ; après une légère hausse en juillet (à 52,6, après 52,4 en juin), cet indice a diminué en août, revenant à 51,7. Dans le même temps, l'indicateur de la Commission européenne relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a diminué au deuxième trimestre, tout en restant à un niveau encore supérieur à sa moyenne de long terme, avant de connaître une nouvelle amélioration en juillet et en août. Ces deux indicateurs se situent à des niveaux compatibles avec une croissance modérée des exportations à court terme, également soutenue par la poursuite de la dynamique positive de l'activité mondiale. Les importations de la zone euro devraient également augmenter à court terme, bien qu'à un rythme modéré, de façon globalement conforme au redressement progressif de la demande intérieure. Dans l'ensemble, ces évolutions font état de contributions globalement neutres du commerce extérieur à la croissance trimestrielle du PIB pour les prochains mois.

4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

S'agissant du volet production des comptes nationaux, la valeur ajoutée totale s'est de 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 dernière évolution.

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 disponibles montrent que la valeur ajoutée totale, qui a peu varié au deuxième trimestre 2014, pourrait voir sa croissance redémarrer au troisième trimestre.

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.

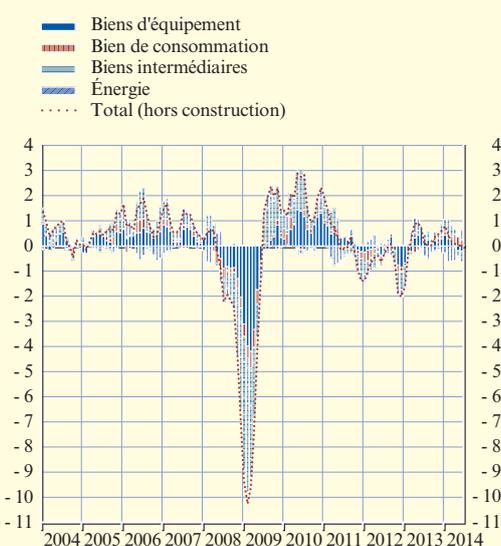
INDUSTRIE HORS CONSTRUCTION

Au premier trimestre 2014, la valeur ajoutée dans le secteur industriel hors construction a diminué de 0,2 %, en glissement trimestriel. En revanche, la production a progressé faiblement au premier trimestre, mais elle est restée stable, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre (cf. graphique 52). Au deuxième trimestre, la production de biens de consommations non durables a augmenté, en rythme trimestriel, tandis que celles de biens d'équipement, de biens intermédiaires et de biens de consommation durables ont fléchi. La production d'énergie s'est inscrite en nette progression après le recul observé plus tôt en raison de la clémence de l'hiver dans certaines régions d'Europe. Les résultats de l'enquête de la Commission européenne et de l'enquête auprès des directeurs d'achat font état de niveaux d'activité élevés au deuxième trimestre. Au nombre de ces signaux figure une légère amélioration des conditions de la demande par rapport au premier trimestre, mise en évidence par l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise.

Pour l'avenir, les indicateurs à court terme se sont détériorés, laissant globalement présager une expansion seulement modérée de l'activité dans le secteur industriel au troisième trimestre 2014. L'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes dans l'industrie hors matériel de transport lourd, qui est moins influencé par les grosses commandes que l'indicateur relatif à l'ensemble des nouvelles commandes, est devenu négatif, à -0,2 %, en rythme trimestriel, au deuxième 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 légèrement dégradés en juillet et en août 2014 par rapport au deuxième trimestre. En outre, au cours de la même période, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production et aux

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

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

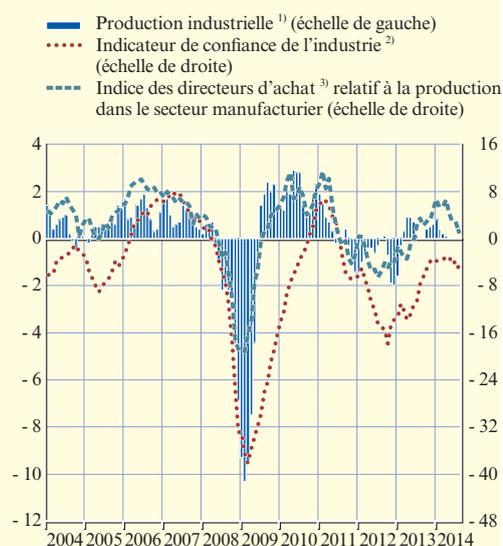


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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 de l'industrie et indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier

(données mensuelles cvs)



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

Note : Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.

1) Variations en pourcentage des glissements sur 3 mois.

2) Soldes d'opinion.

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

nouvelles commandes dans le secteur manufacturier se sont inscrits en deçà des niveaux enregistrés au deuxième 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 également enregistré une valeur légèrement inférieure à sa moyenne du deuxième trimestre.

CONSTRUCTION

Poursuivant la tendance positive qui a débuté mi-2013, la valeur ajoutée dans la construction a progressé de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2014. Ce chiffre est cohérent avec la forte croissance trimestrielle de la production observée dans la construction au cours du même trimestre (1,6 %) qui est liée aux conditions météorologiques particulièrement clémentes dans plusieurs pays de la zone euro. Au deuxième trimestre de l'année en cours, l'indice de la production dans la construction a reculé de 0,6 % en rythme trimestriel, et l'ensemble des autres indicateurs à court terme se sont également nettement détériorés par rapport à leurs chiffres du premier trimestre, faisant état d'évolutions globalement plus modérées au deuxième trimestre. Ainsi, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production dans la construction et aux nouvelles commandes ont continué d'afficher des niveaux inférieurs à 50, indiquant une contraction de l'activité. Au second semestre, on peut s'attendre à une légère amélioration de l'activité dans la construction sur fond de progression du revenu des ménages et de conditions de financement plus favorables. Pour autant, ces améliorations devraient rester modestes, les indices des directeurs d'achat se maintenant à des niveaux inférieurs à 50 en juillet. De plus, même si l'indicateur de confiance pour la construction et l'indicateur relatif aux nouvelles commandes de la Commission européenne se sont légèrement améliorés en juillet par rapport à leurs valeurs du deuxième trimestre, ils ont de nouveau fléchi en août et demeurent nettement inférieurs à leurs moyennes historiques respectives.

SERVICES

La valeur ajoutée dans les services a progressé de 0,2 % au premier trimestre, soit le quatrième trimestre consécutif de croissance. Cette croissance du premier trimestre a 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 les services marchands, notamment le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration, ainsi que les services financiers et d'assurance. Le niveau d'activité, mesuré par la valeur ajoutée réelle, est ressorti 5 % au-dessus de son niveau d'avant la crise pour les services non marchands (administration publique, éducation, santé et action sociale) et proche de son précédent pic pour les services marchands. Les enquêtes indiquent la poursuite de la croissance de la valeur ajoutée dans les services au deuxième trimestre de l'année en cours. L'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans le secteur des services a continué d'augmenter, pour atteindre son niveau le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2011. De même, l'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif aux services s'est lui aussi amélioré, s'établissant à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis l'été 2011.

Pour l'avenir, le redressement du secteur des services devrait se poursuivre au troisième trimestre. Au cours de la période de trois mois qui s'est achevée en juillet, aucune contrainte spécifique ne s'est exercée du côté de la demande ; tout au moins, en dépit d'une légère détérioration, la part des sociétés de services ayant déclaré qu'une demande insuffisante constituait un frein à leur activité est restée proche de sa moyenne de long terme. Les contraintes d'ordre financier, bien qu'elles demeurent un frein important à l'activité dans les services, se sont encore atténuées. De plus, sur la base des données d'enquêtes disponibles pour les deux premiers mois du troisième trimestre, la valeur ajoutée dans les services devrait confirmer sa tendance de croissance. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services a continué de s'améliorer au cours des deux premiers mois du troisième trimestre et son niveau de 53,9 indique une croissance robuste de l'activité dans ce secteur.

Cela étant, l'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif aux services s'est établi légèrement en deçà du niveau enregistré pour le deuxième trimestre. Bien qu'il soit resté positif, il est inférieur à sa moyenne de long terme et aux niveaux enregistrés début 2011. La confiance a été comparativement élevée et s'est encore améliorée pour les agences de voyage, les voyagistes et les autres services connexes à la réservation. Selon l'enquête de la Commission européenne relative aux services, la demande attendue au cours des mois suivants a légèrement reculé au cours des deux premiers mois du troisième trimestre par rapport au trimestre précédent et reste ainsi inférieure à sa moyenne de long terme. L'indice des directeurs d'achat relatif aux perspectives d'activité (à douze mois) a continué de diminuer durant les deux premiers mois du troisième trimestre, se maintenant à un niveau légèrement inférieur à sa moyenne de long terme. Ces évolutions sont en ligne avec les prévisions de l'amorce d'une reprise économique, modérée toutefois, au cours des prochains mois.

4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Le marché du travail de la zone euro montre les signes d'une amélioration depuis le printemps 2013, en liaison avec la reprise modeste de l'activité économique. Le chômage a présenté des baisses trimestrielles successives depuis mi-2013 et la croissance trimestrielle de l'emploi est redevenue positive à la fin de l'année. 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 tranches d'âge.

Les effectifs employés dans la zone euro, c'est-à-dire le nombre de personnes employées, ont progressé de 0,1 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2014, après une croissance modérée du même ordre au trimestre précédent (cf. tableau 11). Derrière cette croissance modeste au niveau de l'ensemble de la zone euro, des différences marquées subsistent d'un pays à l'autre, mais à un degré moindre qu'en 2013. Au niveau sectoriel, l'emploi s'est redressé faiblement dans la zone euro au premier trimestre 2014 dans les services et dans l'industrie (hors construction), à un rythme de 0,2 % et 0,1 % respectivement en glissement trimestriel, tandis que l'emploi a encore reculé dans la construction (-1,0 %, en rythme trimestriel).

En dépit de la légère amélioration de l'emploi au premier trimestre, le nombre total d'heures travaillées a un peu fléchi, de 0,1 % en rythme trimestriel, inversant ainsi le mouvement d'amélioration observé au dernier trimestre 2013, ce qui dénote une stabilisation de l'ensemble des heures travaillées en l'absence d'une reprise soutenue.

Les résultats des enquêtes relatives aux évolutions de l'emploi au deuxième trimestre 2014 et pour le début du troisième trimestre font ressortir une nouvelle amélioration, de faible ampleur, au deuxième trimestre 2014 et des signes de stabilisation au début du troisième trimestre (cf. graphique 54). Les indicateurs prospectifs laissent également présager une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail au cours des trimestres à venir.

La productivité par personne employée a progressé de 0,8 % en rythme annuel au premier trimestre 2014, soit un taux comparable à celui observé au dernier trimestre 2013 (cf. graphique 55). La croissance de la productivité par heure travaillée s'est légèrement ralentie, à 0,4 % en rythme annuel, après une forte hausse, de 0,7 % d'une année sur l'autre, lors des deux trimestres précédents. Les évolutions récentes de la productivité dans la zone euro reflètent dans une large mesure le rebond conjoncturel de la croissance annuelle de la production, qui s'est amorcé au second semestre 2013. La croissance de la productivité devrait se stabiliser encore à l'avenir, la croissance attendue de l'emploi étant appelée à accompagner la reprise en cours de l'activité économique.

Tableau II Croissance de l'emploi

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

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

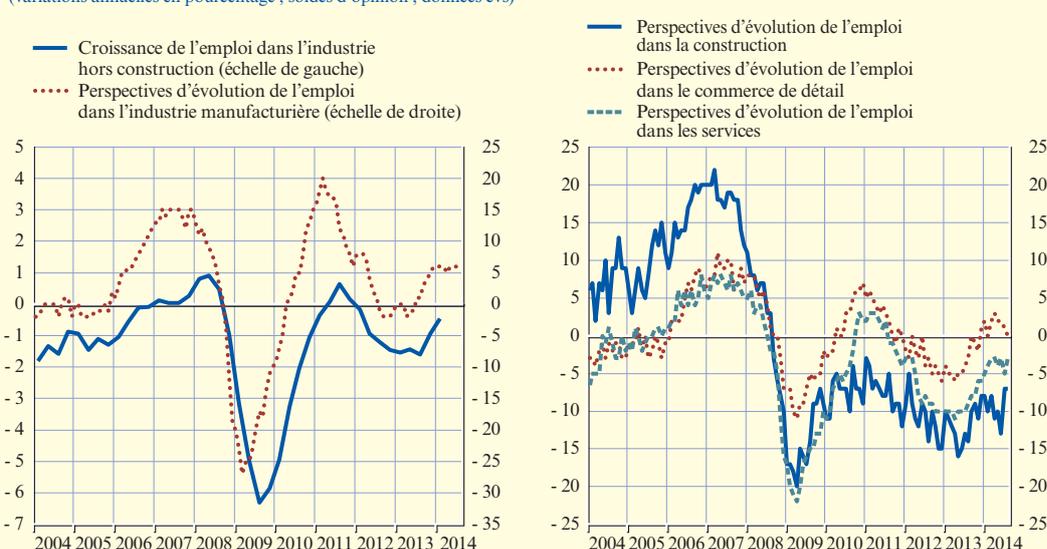
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Conformément aux évolutions récentes sur le marché du travail dans son ensemble, le taux de chômage de la zone euro a continué de fléchir, après le pic de 12,0 % atteint au deuxième trimestre 2013, de quelque 0,1 point de pourcentage, pour se situer en moyenne à 11,6 % au deuxième trimestre 2014 (cf. graphique 56). Les données mensuelles les plus récentes indiquent que les baisses du chômage devraient se poursuivre, avec une nouvelle réduction, en rythme mensuel, de 0,1 point de pourcentage enregistrée en juin 2014, suivie d'une stabilité en juillet, le taux de chômage ressortant à 11,5 %. Si les récentes baisses semblent avoir été largement réparties selon les tranches d'âge et le sexe, les taux de chômage continuent de diverger nettement d'une économie à l'autre de la zone euro.

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

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



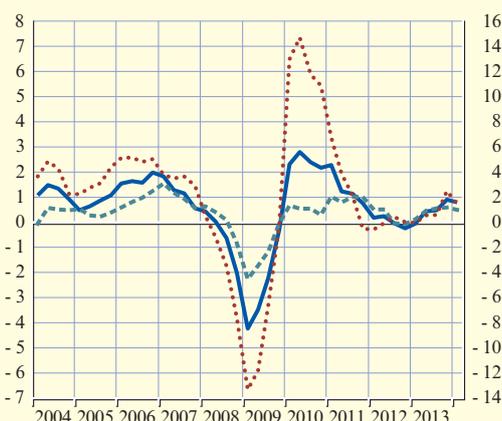
Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Note : Les soldes d'opinion sont centrés.

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

(variations annuelles en pourcentage)

- Ensemble de l'économie (échelle de gauche)
- Industrie (hors construction ; échelle de droite)
- - - Services (échelle de gauche)

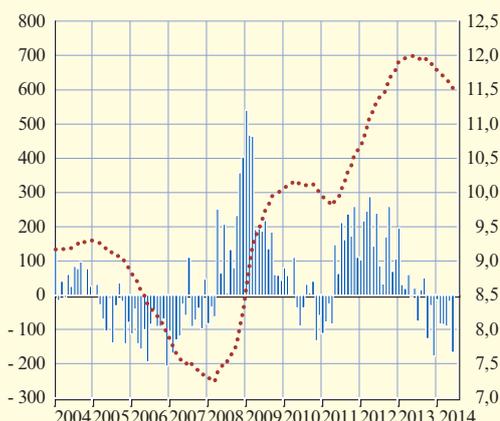


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 56 Chômage

(données mensuelles cvs)

- Variation mensuelle en milliers (échelle de gauche)
- En pourcentage de la population active (échelle de droite)



Source : Eurostat.

Pour l'avenir, en dépit d'une certaine volatilité mensuelle, le taux de chômage devrait continuer de diminuer au cours des prochains trimestres, mais à un rythme lent.

4.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

S'agissant du troisième trimestre, les données d'enquêtes disponibles jusqu'en août font état d'un ralentissement de la dynamique de croissance à court terme, mais restent compatibles avec une expansion modérée. La demande intérieure devrait être soutenue par les différentes mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, et la baisse des prix de l'énergie, celle-ci soutenant le revenu réel disponible. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. Cela étant, la reprise pourrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées, la croissance toujours négative des prêts des IFM au secteur privé, et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé.

C'est ce qui ressort des projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 0,9 % en 2014, de 1,6 % en 2015 et de 1,9 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 réalisées par les services de l'Eurosystème, les prévisions de croissance du PIB en volume pour 2014 et pour 2015 ont été revues à la baisse et la projection pour 2016 a été revue à la hausse (cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE*).

Les risques pesant sur les perspectives économiques dans la zone euro sont considérés comme étant orientés à la baisse. En particulier, le moindre dynamisme de l'économie pourrait freiner l'investissement privé, et l'intensification des risques géopolitiques pourrait avoir une nouvelle incidence négative sur la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Un autre risque à la baisse a trait à l'insuffisance des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

5 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

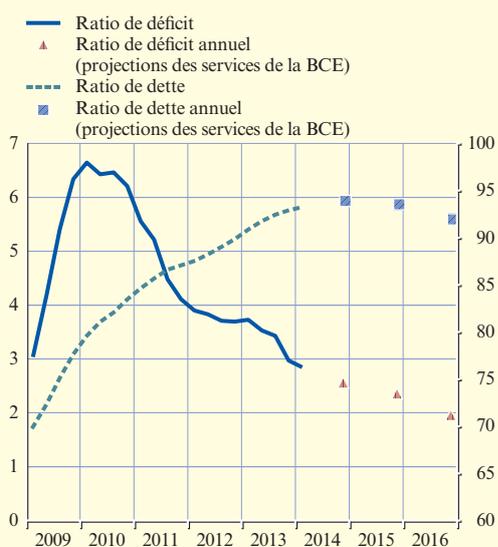
Selon les dernières statistiques de finances publiques pour la zone euro, le déficit des administrations publiques a continué de diminuer au premier trimestre 2014, tandis que le ratio de la dette publique a continué d'augmenter. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, le déficit de la zone euro diminuera progressivement, revenant de 3 % du PIB en 2013 à 1,9 % en 2016, et le ratio de la dette publique atteindra un pic en 2014.

ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES EN 2014 ET AU-DELÀ

Selon les dernières statistiques de finances publiques pour la zone euro, le déficit des administrations publiques de la zone a continué de diminuer au premier trimestre 2014. Comme le montre le graphique 57, la somme mobile sur quatre trimestres du déficit de la zone euro, c'est-à-dire le déficit accumulé au cours des quatre derniers trimestres, s'est élevée à 2,8 % du PIB au premier trimestre 2014, contre 3 % au trimestre précédent. Cette amélioration a principalement résulté d'un renforcement de la croissance des recettes publiques, qui a été supérieur à l'augmentation des dépenses publiques au premier trimestre (cf. graphique 58). Selon les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, le déficit continuera de diminuer, pour s'établir à 2,6 % en 2014, contre 3,0 % en 2013¹. À plus long terme, l'assainissement budgétaire devrait marquer une pause en 2015 et 2016, comme le montre également l'orientation budgétaire globalement neutre (cf. encadré 6). Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de se réduire progressivement, principalement en raison de l'amélioration anticipée de l'environnement macroéconomique, et s'établir à 1,9 % du PIB en 2016.

Graphique 57 Ratios de déficit et de dette des administrations publiques de la zone euro

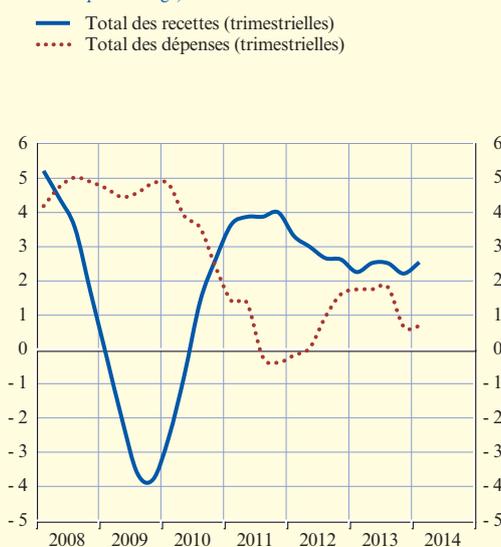
(sommés mobiles sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE à partir des données nationales et d'Eurostat et des projections macroéconomiques de septembre 2014 des services de la BCE.

Graphique 58 Total des recettes et des dépenses

(sommés mobiles sur quatre trimestres du taux de croissance annuel en pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE à partir des données nationales et d'Eurostat.

Notes : Les données se rapportent aux administrations publiques. Sommés mobiles sur quatre trimestres pour la période allant du premier trimestre 2008 au premier trimestre 2014.

1 Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de septembre 2014 pour la zone euro établies par les services de la BCE* du présent *Bulletin mensuel*.

S'agissant des données les plus récentes relatives à la dette brute des administrations publiques dans la zone euro, sur la base d'une moyenne mobile sur quatre trimestres, le ratio de la dette publique rapportée au PIB a continué d'augmenter, ressortant à 93,2 % au premier trimestre 2014 (cf. graphique 57). Selon les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, ce ratio devrait atteindre 93,9 % du PIB en 2014 en raison d'un différentiel taux d'intérêt/taux de croissance défavorable et d'un ajustement déficit/dette (ce dernier étant lié en grande partie au fait que le soutien au secteur financier n'est pas enregistré dans le déficit), qui devraient être supérieurs à l'excédent primaire en 2014. Dans la mesure où ces facteurs devraient s'inverser en 2015 et au-delà, le ratio de la dette publique devrait diminuer à compter de 2015.

Encadré 6

LE SOLDE BUDGÉTAIRE STRUCTUREL CONSIDÉRÉ COMME UN INDICATEUR DE LA SITUATION BUDGÉTAIRE SOUS-JACENTE

Le solde budgétaire des administrations publiques a connu des fluctuations importantes ces dernières années. Les évolutions économiques conjoncturelles, de même que l'action discrétionnaire des gouvernements (sous forme de mesures de relance budgétaire et de mesures d'assainissement), expliquent certainement en grande partie ces évolutions budgétaires. De plus, des facteurs spécifiques (liés, par exemple, aux opérations de sauvetage du secteur financier) ont également joué un rôle. Le déficit des administrations publiques de l'ensemble de la zone euro ressortait encore à 3 % du PIB en 2013, mais il était sensiblement plus élevé pour plusieurs pays de la zone.

À des fins de surveillance budgétaire, il est important de comprendre la nature des évolutions budgétaires et d'évaluer la situation budgétaire sous-jacente. Cette dernière corrige le solde global des administrations publiques de l'incidence du cycle économique (composante conjoncturelle) ainsi que des mesures temporaires prises par les gouvernements, telles que des recettes exceptionnelles (cessions de licences de télécommunication, par exemple) ou des transferts de capitaux à caractère exceptionnel (assistance financière au secteur bancaire, par exemple).

Cette situation se reflète généralement dans l'estimation du solde structurel, qui peut s'interpréter comme la partie de la situation budgétaire qui prévaudrait si l'économie fonctionnait à son niveau potentiel¹. Cependant, les estimations du solde structurel sont entourées d'une incertitude considérable en ce qui concerne l'évaluation du cycle ainsi que l'ampleur et la nature des mesures temporaires. Par ailleurs, il existe différentes méthodologies permettant d'estimer le solde structurel. L'estimation du SEBC et la projection du solde structurel des administrations publiques pour la zone euro sont publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis décembre 2013 (pour les estimations les plus récentes, cf. tableau 2). Le présent encadré apporte un éclairage sur les méthodologies utilisées par le SEBC et la Commission européenne pour estimer le solde structurel des administrations publiques.

Méthodologies utilisées pour l'ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques

Le SEBC et la Commission européenne appliquent des méthodes différentes pour l'ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques. Ils utilisent également des définitions différentes des mesures ponctuelles et temporaires, cet aspect étant toutefois moins

¹ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du *Bulletin mensuel* de mars 2012.

important. La différence méthodologique essentielle est la suivante : la Commission européenne² calcule la composante budgétaire conjoncturelle directement à partir de l'écart de production agrégé (différence entre PIB effectif et production potentielle), tandis que le SEBC applique une méthodologie budgétaire spécifique qui n'est pas basée sur l'écart de production agrégé.

La méthodologie de la Commission européenne est fondée sur la réaction des dépenses et des recettes des administrations publiques à l'écart entre la production agrégée et son potentiel. La composante conjoncturelle du solde budgétaire est ensuite calculée comme le produit de l'écart de production et d'un paramètre reflétant la réaction automatique du solde des administrations publiques à l'ampleur de l'écart de production. Ce paramètre, appelé semi-élasticité, est spécifique à chaque pays et reflète les élasticités estimées de chaque composante du budget par rapport à l'écart de production ainsi que l'importance et la structure du secteur public. Par conséquent, dans l'approche de la Commission, la composante budgétaire conjoncturelle a tendance à suivre étroitement le mouvement de l'écart de production agrégé. Ainsi, en l'absence de mesures temporaires, le solde budgétaire structurel des administrations publiques est en phase avec le solde non corrigé des administrations publiques lorsque l'économie fonctionne à son niveau potentiel.

La méthodologie budgétaire spécifique du SEBC utilise « l'approche désagrégée »³. L'essence de cette approche consiste à estimer séparément les situations conjoncturelles pour les principales bases macroéconomiques de la fiscalité et des dépenses qui déterminent l'évolution des différents postes budgétaires, c'est-à-dire les recettes fiscales et les prestations chômage ; en ce qui concerne les impôts, ce sont essentiellement les agrégats des comptes nationaux et leurs prévisions qui sont utilisés pour avoir une approximation de l'importance des bases fiscales. Par exemple, les dépenses de consommation privée sont utilisées comme base sous-jacente pour les impôts sur la consommation, et la rémunération des salariés pour les impôts sur le revenu. De cette façon, l'approche du SEBC prend en compte les différences entre les bases macroéconomiques par rapport à leur évolution conjoncturelle. La composante conjoncturelle de chaque poste budgétaire est ensuite calculée sur la base de l'écart de l'agrégat macroéconomique concerné par rapport à sa tendance, en utilisant une technique de filtrage statistique connue sous le nom de filtre d'Hodrick-Prescott (HP), ainsi que de l'élasticité (estimée ou calibrée) du poste budgétaire par rapport à cet agrégat. L'addition des composantes conjoncturelles de l'ensemble des postes budgétaires permet ensuite d'obtenir la composante conjoncturelle globale du solde budgétaire. Le résultat de ce calcul est comparé à une autre estimation « agrégée » de la composante conjoncturelle fondée sur l'écart du PIB par rapport à sa tendance (en utilisant également le filtre HP) et sur la sensibilité budgétaire agrégée. La différence entre ces deux estimations est généralement appelée « effet de composition ». Exprimé en taux de variation annuel, il s'agit d'une mesure de l'effet sur le ratio solde budgétaire/PIB des variations de la composition du PIB en volume par rapport à la tendance.

Le principal avantage de l'approche du SEBC est qu'elle permet de façon explicite l'identification de ces effets de composition. À court terme, ces effets apparaissent si l'évolution conjoncturelle d'une base macroéconomique diffère de celle du PIB. Cela reflète notamment le fait que les bases fiscales réagissent souvent avec un certain décalage à une variation de l'environnement macroéconomique. De plus, l'approche du SEBC prend en compte un éventuel découplage tendanciel des bases de la fiscalité et des dépenses par rapport au PIB global, en raison par exemple d'une modification permanente de

2 La méthode d'ajustement conjoncturel de la Commission se fonde sur des travaux réalisés précédemment par l'OCDE. Il est possible d'en trouver une description détaillée dans l'étude de G. Mourre, G.-M. Isbasoiu, D. Paternoster et M. Salto, *The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update*, *European Economy – Economic Papers*, n° 478, Commission européenne, mars 2013.

3 Une description détaillée de l'approche désagrégée et des applications est fournie dans les études de C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. Van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula, *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, *Working Paper Series*, n° 77, BCE, septembre 2001, et de J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano et M. Spolander, *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, *Working Paper Series*, n° 579, BCE, janvier 2006.

la composition de la croissance du PIB. Ce point est pertinent, la situation conjoncturelle des bases sous-jacentes de la fiscalité et des dépenses pouvant être très différente de la situation conjoncturelle agrégée. La seule observation de cette dernière risquerait de fournir des signaux inappropriés en ce qui concerne la partie auto-correctrice du solde budgétaire des administrations publiques.

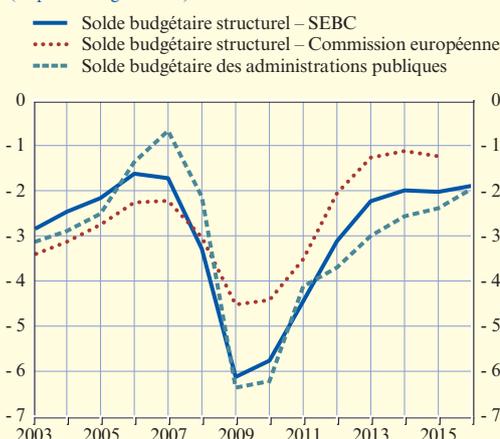
Il existe également des différences méthodologiques pour l'évaluation de la situation conjoncturelle. La Commission européenne estime l'écart de production agrégé sur la base de l'approche par la fonction de production⁴. Le principal avantage de cette approche est qu'elle permet une interprétation structurelle en termes de contributions du capital, du travail et de la productivité globale des facteurs au PIB. Cependant, cela n'est généralement réalisable que pour une estimation agrégée de l'écart de production et non pour l'approche désagrégée du SEBC. L'approche du SEBC utilise le filtre HP pour calculer les situations conjoncturelles des bases macroéconomiques sous-jacentes⁵. Indépendamment des considérations de faisabilité, cette approche statistique présente l'avantage de pouvoir être appliquée mécaniquement et donc d'être transparente, puisqu'il est facile de reproduire les résultats. De plus, elle est symétrique sur le cycle d'activité puisque les écarts positifs et négatifs par rapport à la tendance se compensent au fil du temps. Il convient néanmoins de garder à l'esprit que, quelle que soit la méthode utilisée, les estimations de la situation conjoncturelle, dont l'observation est impossible, sont toujours entourées d'une incertitude considérable, qui se traduit également par des révisions importantes, même après une période prolongée.

Estimations du solde budgétaire structurel

Le graphique montre les estimations du solde budgétaire structurel publiées par le SEBC et par la Commission européenne ainsi que les chiffres correspondant du solde (non corrigé) des administrations publiques. Même si les mesures utilisées par le SEBC et par la Commission présentent des amplitudes similaires sur le plan qualitatif, leurs niveaux diffèrent sensiblement sur de nombreuses années. C'est notamment le cas pour les années 2009 et 2010, qui ont suivi le déclenchement de la crise financière. La forte baisse de l'écart de production agrégé en 2009 s'explique essentiellement par la diminution des composantes ayant un faible effet sur les recettes fiscales, l'investissement privé notamment, tandis que les bases fiscales des principaux postes de recettes, comme la rémunération des salariés et la consommation privée, ont réagi beaucoup moins fortement, et avec un décalage, à la baisse brutale du PIB. Dans l'approche désagrégée, la détérioration de la situation budgétaire est donc interprétée comme étant moins la résultante de facteurs conjoncturels que la conséquence de variations structurelles dans les États membres.

Comparaison du solde budgétaire des administrations publiques et des estimations du solde budgétaire structurel de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, Commission européenne et Eurostat.

Note : Les valeurs du solde budgétaire des administrations publiques pour 2014 et 2015 sont les projections des services de la BCE qui sont présentées dans le tableau 2.

⁴ Cette approche est expliquée de façon plus détaillée dans l'étude de F. D'Auria, C. Denis, K. Havik, K. Mc Morrow, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger et A. Rossi, *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps*, *European Economy – Economic Papers*, n° 420, Commission européenne, juillet 2010.

⁵ L'application du filtre HP implique de choisir un paramètre de lissage λ , ce qui impose un arbitrage entre la régularité de la tendance et son ajustement aux données effectives. Les estimations du SEBC se basent sur le choix de $\lambda = 30$.

Ce constat soulève la question de savoir quels sont les facteurs responsables de la forte détérioration budgétaire structurelle observée dans le cadre désagrégé du SEBC en 2009. La réponse se trouve en grande partie dans les mesures de relance budgétaire qui ont été adoptées dans la plupart des pays de la zone euro en réaction à la crise financière mondiale. Par ailleurs, l'éclatement de la bulle immobilière a entraîné des baisses considérables des recettes, qui sont considérées comme structurelles puisqu'elles ne seront vraisemblablement pas récupérées, même après la résorption totale de l'écart de production. Par conséquent, pour ces années, l'approche du SEBC indique une composante conjoncturelle plus faible, et une composante structurelle plus importante, du solde budgétaire par rapport à l'approche de la Commission ⁶. L'ampleur de l'amélioration structurelle qui a suivi est comparable dans les deux approches et reflète essentiellement les importants efforts d'assainissement budgétaire.

Conclusions

Les estimations du solde budgétaire structurel sont nécessaires afin d'évaluer la situation budgétaire sous-jacente. Cependant, outre l'incertitude générale entourant toute estimation de la situation conjoncturelle de l'économie, il existe également des façons différentes d'estimer la composante conjoncturelle du solde budgétaire. À des fins d'analyse macroéconomique (par exemple, pour évaluer le niveau des capacités de production inutilisées dans l'économie et les éventuelles tensions inflationnistes), les organisations internationales utilisent différentes méthodes pour estimer l'écart de production ⁷. La Commission européenne utilise une méthodologie d'ajustement conjoncturel du solde budgétaire qui est également directement liée à l'écart de production agrégé. En revanche, le SEBC applique une méthodologie budgétaire spécifique : le « cadre désagrégé ». Cela signifie donc que l'estimation par le SEBC de la composante conjoncturelle du solde budgétaire ne peut pas être utilisée pour en déduire l'écart de production agrégé et ne donne par conséquent aucune indication de l'évaluation et de la prévision, par le SEBC, de la situation conjoncturelle de la zone euro. Le principal avantage du cadre désagrégé utilisé par le SEBC est qu'il prend en compte les différences entre les bases macroéconomiques par rapport à leur évolution conjoncturelle. Il peut donc permettre une estimation plus précise de la situation budgétaire sous-jacente.

⁶ Par ailleurs, pour 2010, les différences de calcul des effets ponctuels et temporaires ont contribué pour 0,4 point de pourcentage du PIB environ à l'écart entre ces deux mesures.

⁷ Cf. l'encadré intitulé *La sous-utilisation des capacités productives dans l'économie de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

Les évolutions budgétaires récentes dans les principaux pays de la zone euro et dans ceux faisant l'objet d'un programme d'ajustement UE/FMI ou étant récemment sortis d'un tel programme, sont présentées ci-après.

En Allemagne, les données des comptes nationaux pour le premier semestre 2014 font apparaître un excédent de quelque 0,6 % du PIB annuel ², en hausse de 0,2 point de pourcentage par rapport à la période correspondante de 2013, indiquant un dépassement des objectifs budgétaires en 2014. 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, ce qui permettrait de dépasser l'objectif budgétaire à moyen terme, à savoir un déficit structurel de 0,5 % du PIB. Le gouvernement allemand prévoit une réduction importante du ratio de dette publique au cours des prochaines années, dépassant 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 fixée dans le Pacte de stabilité et de croissance.

² Le « PIB annuel » se rapporte au PIB sur l'année civile, pour lequel les prévisions officielles des autorités sont utilisées.

En France, les données en base caisse pour la période de six mois s'achevant en juin font apparaître un déficit de 3,0 % environ du PIB annuel, soit aucune amélioration par rapport à l'exécution budgétaire sur la même période un an auparavant. À la suite d'une révision à la baisse de ses projections relatives à la croissance économique, le gouvernement français a récemment indiqué que l'objectif de déficit fixé pour 2014 (3,8 %) ne pourra pas être tenu. De plus, en se fondant sur ses plans actuels, l'amélioration cumulée du solde structurel devrait être nettement insuffisante par rapport à l'exigence fixée dans la recommandation PDE de juin 2013 (soit une amélioration structurelle de 2,9 points de pourcentage). Compte tenu du risque croissant que la date butoir de 2015 pour la correction du déficit excessif ne soit pas respectée et afin de garantir que les exigences du Pacte de stabilité et de croissance soient pleinement respectées, des mesures d'assainissement supplémentaires sont nécessaires dans le cadre du projet de plan budgétaire pour 2015.

En Italie, les administrations publiques ont enregistré un déficit de 1,6 % environ du PIB annuel au premier trimestre 2014 (sur la base du SEC95). Cette évolution représente une amélioration de 0,2 point de pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année dernière et peut être attribuée principalement à une diminution des dépenses publiques, notamment des dépenses d'investissement, tandis que les recettes sont restées globalement stables en part du PIB annuel. Les dernières données du budget de l'État relatives à la collecte des recettes sur la période de six mois s'achevant en juin 2014 indiquent une diminution de quelque 0,1 % du PIB annuel par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette évolution peut toutefois s'expliquer par un calendrier différent pour les paiements d'impôts, notamment ceux qui concernent l'imposition des travailleurs indépendants et les impôts fonciers. Des risques continuent d'entourer la réalisation de l'objectif de déficit public du gouvernement pour 2014 (2,6 % du PIB), notamment au regard des évolutions économiques moins favorables que prévu. À plus long terme, il est important de renforcer encore la situation budgétaire du pays afin de garantir le respect des exigences du Pacte de stabilité et de croissance, notamment celles qui concernent la réduction du ratio de dette publique.

En Espagne, le besoin de financement des administrations publiques (hors administrations locales) établi sur la base des comptes nationaux (PDE) est ressorti à 2,3 % du PIB annuel entre janvier et mai, après 2,7 % au cours de la période correspondante de 2013 (ou 2,5 % si l'on ne tient pas compte de l'incidence du soutien aux institutions financières). Fin juin, la dette des administrations publiques représentait 96,8 % du PIB annuel, après 93,9 % fin 2013. Durant la seconde quinzaine de juin, le gouvernement a défini les principaux aspects de sa réforme fiscale qui, entre autres, simplifie et abaisse les taux d'imposition des revenus des ménages et des entreprises. Cette réforme a pour objet de stimuler la croissance et l'emploi, mais devrait entraîner une perte nette de recettes. Dans un contexte de reprise économique plus forte qu'anticipé, le pays est en bonne voie pour atteindre la cible de déficit fixée pour cette année dans la PDE (5,8 % du PIB) et même l'objectif plus ambitieux du gouvernement (5,5 % du PIB). Cependant, en raison de la réforme fiscale et du plancher atteint par les dépenses, les objectifs de déficit fixés pour 2015 (4,2 % du PIB) et pour 2016 (2,8 % du PIB) dans la PDE paraissent plus difficiles à atteindre.

En Grèce, les dernières données indiquent que le pays est en bonne voie d'atteindre l'objectif d'un excédent primaire de 1,5 % du PIB en 2014 fixé dans le programme. Les risques pesant sur les perspectives budgétaires à court terme ont trait à l'incertitude qui entoure l'incidence de la vaste réforme de la fiscalité des revenus entrée en vigueur cette année, ainsi qu'à des décisions de justice défavorables concernant des réductions antérieures de salaires et de pensions de retraite pour certaines professions, et aux tensions sur la situation financière du secteur de la santé. Pour les années postérieures à 2014, il existe d'importants écarts budgétaires par rapport aux objectifs plus ambitieux d'excédent primaire de 3,0 % du PIB en 2015 et de 4,5 % du PIB en 2016. Des solutions pour y remédier devront être étudiées dans le cadre de la préparation du budget pour 2015 et du prochain rapport sur l'avancement du programme à l'automne 2014.

À Chypre, les données de caisse des administrations publiques font état d'un excédent primaire de 1,1 % du PIB annuel au premier semestre 2014. La cinquième mission d'examen menée dans le cadre du programme d'ajustement UE/FMI a eu lieu en juillet et a conclu que les objectifs budgétaires pour le premier semestre 2014 ont été atteints avec une marge significative, en raison d'une exécution prudente du budget qui, si elle se poursuit durant le reste de l'année, permettrait d'atteindre confortablement l'objectif budgétaire de 1,6 % du PIB pour 2014. Le programme a fixé pour cible un excédent primaire des administrations publiques de 1,2 % du PIB en 2016, conformément à la date butoir de 2016 fixée dans la PDE pour la réduction du déficit budgétaire global en deçà de 2,8 % du PIB et l'exigence d'un excédent primaire de 4 % du PIB d'ici 2018, afin de placer la dette publique sur une trajectoire durablement baissière.

En Irlande, les données de caisse pour la période de six mois s'achevant en juillet signalent un déficit de 3 % environ du PIB annuel, soit une amélioration de 0,5 point de pourcentage environ par rapport au profil budgétaire et de 1,4 point de pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette évolution résulte de recettes plus élevées qu'attendu, en particulier au titre de la TVA, et d'une baisse des dépenses, notamment un allègement des coûts du service de la dette, tandis que le niveau de dépenses de santé a dépassé l'objectif du gouvernement, et continue donc d'être une source de risque budgétaire. Il ressort des données récentes que le pays est en bonne voie pour atteindre à la fois l'objectif d'un déficit des administrations publiques de 5,1 % du PIB pour 2014, fixé dans le cadre de la PDE, et l'objectif budgétaire plus ambitieux de 4,8 % du PIB.

Au Portugal, les données de caisse pour le secteur des administrations publiques au cours de la période allant de janvier à juillet font état d'un déficit de 3,5 % du PIB annuel environ, soit une détérioration de 0,2 point de pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente. La série de décisions prises par la Cour constitutionnelle entre fin mai et mi-août 2014 devrait entraîner une détérioration du budget pour 2014 à hauteur de 0,3 % environ du PIB au total. Après avoir rejeté, le 30 mai, certaines mesures d'assainissement (principalement celles concernant les salaires publics), la Cour constitutionnelle portugaise a plus récemment statué en faveur des autres mesures figurant dans le budget 2014. La Cour a également jugé conforme à la Constitution une baisse des salaires pour 2014-2015, ce qui a compensé en partie l'incidence de sa décision de mai. Toutefois, une mesure concernant les retraites qui devait être incluse dans le budget 2015 a été jugée inconstitutionnelle. Les autorités portugaises ont réaffirmé leur engagement à trouver des mesures de remplacement afin de compenser l'incidence budgétaire des arrêts de la Cour en 2014 et 2015.

DÉFIS EN MATIÈRE DE POLITIQUES BUDGÉTAIRES

En dépit des progrès réalisés dans la poursuite de la réduction des déséquilibres budgétaires, les niveaux de la dette publique demeurent élevés et en augmentation dans de nombreux pays de la zone euro. Par conséquent, alors que le rythme de l'assainissement peut être sensiblement plus lent qu'au plus fort de la crise, de nouveaux ajustements sont nécessaires conformément aux plans à moyen terme afin de garantir la viabilité des finances publiques dans l'ensemble de la zone euro. Début juillet 2014, les ministres des Finances de l'UE ont clôturé le Semestre européen en émettant des recommandations spécifiques par pays pour la zone euro et vingt-six pays de l'UE ne faisant pas l'objet d'un programme (cf. encadré 7). Pour la majorité des pays de la zone euro, les recommandations spécifiques par pays leur demandent de renforcer leurs stratégies budgétaires en 2014. Afin de continuer à éliminer les déséquilibres budgétaires existants dans les pays de la zone euro, il est important que les projets de plans budgétaires pour 2015, qui doivent être soumis à la Commission européenne mi-octobre, reflètent intégralement les recommandations spécifiques par pays et précisent, notamment, les mesures nécessaires pour garantir le respect des engagements pris dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Conformément aux orientations sur le Semestre

européen, les projets de plans budgétaires doivent être axés sur une composition du budget propice à la croissance. À cette fin, la réduction des dépenses improductives peut permettre de libérer des fonds pour préserver les dépenses productives et diminuer le coin fiscal élevé sur le travail.

Le cadre de gouvernance budgétaire renforcé, qui est entré en vigueur fin 2011, a démontré l'engagement des gouvernements de l'UE à surmonter la crise de la dette souveraine et à rétablir la soutenabilité budgétaire à moyen terme. Lors de la réunion du Conseil européen les 26 et 27 juin 2014, les chefs d'État ou de gouvernement des États membres de l'UE sont convenus que l'assainissement budgétaire devait se poursuivre de manière différenciée et propice à la croissance et que les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance devaient offrir une flexibilité suffisante pour prendre en compte les évolutions économiques défavorables et les coûts budgétaires à court terme des réformes structurelles majeures, telles que les réformes des systèmes de retraite³. Dans ce contexte, la Commission européenne doit examiner d'ici fin 2014 les modifications du cadre de gouvernance introduites en 2011 et 2013 par les paquets législatifs « *six-pack* » et « *two-pack* », respectivement. Globalement, le Pacte de stabilité et de croissance joue le rôle d'ancrage de la confiance et le cadre de gouvernance budgétaire renforcée est solide et axé sur la préservation de la soutenabilité budgétaire. Il apparaît peu nécessaire de modifier les règlements. L'une des principales leçons de la crise est que les règles, qui doivent se montrer efficaces pour préserver la soutenabilité budgétaire, doivent être appliquées de manière plus homogène. Cela est primordial pour assurer la crédibilité du nouveau cadre de gouvernance et empêcher efficacement la réapparition de déséquilibres budgétaires.

Encadré 7

RECOMMANDATIONS SPÉCIFIQUES À CHAQUE PAYS CONCERNANT LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DANS LE CADRE DU SEMESTRE EUROPÉEN 2014

Le 8 juillet 2014, le Conseil « Affaires économiques et financières » a adopté des recommandations spécifiques à chaque pays concernant les politiques économiques et budgétaires pour 26 pays de l'Union européenne non soumis à un programme, c'est-à-dire tous les États membres à l'exception de Chypre et de la Grèce, concluant ainsi officiellement le Semestre européen 2014¹. Les recommandations délivrent des avis relatifs aux programmes budgétaires à moyen terme définis dans les programmes de stabilité et de convergence que les différents pays devaient soumettre à la Commission européenne avant mi-avril. À cet effet, l'orientation de politique budgétaire est conçue pour garantir que les différents pays respectent le Pacte de stabilité et de croissance renforcé². Elle exerce une incidence directe sur la préparation et l'examen des projets de plans budgétaires pour 2015 intervenant en novembre de cette année³. En effet, l'article 2a du règlement 1466/1997 impose aux États membres de tenir compte de l'orientation qui leur est fournie dans l'élaboration de leur politique budgétaire avant de prendre les décisions clés concernant leurs budgets nationaux pour les années à venir.

1 Ces recommandations s'appuyaient sur les propositions adoptées par la Commission européenne le 2 juin 2014, approuvées par le Conseil européen des 26 et 27 juin, concluant ainsi le Semestre européen 2014. Pour une vue d'ensemble du Semestre européen 2014, cf. l'encadré intitulé *Principaux défis pour la surveillance des politiques économiques et budgétaires dans le cadre du Semestre européen 2014* du *Bulletin mensuel* de mars 2014.

2 Pour de plus amples informations concernant les réformes dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance, cf. l'encadré intitulé *Le cadre de gouvernance économique renforcée de l'UE entre en vigueur* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011 et 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 L'examen des projets de plans budgétaires a été introduit en tant que nouvel élément de surveillance budgétaire dans la zone euro par les règlements dits « *two-pack* », entrés en vigueur le 30 mai 2013.

3 Cf. les conclusions du Conseil européen des 26 et 27 juin 2014, disponibles à l'adresse suivante http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/143478.pdf

Dans ce contexte, le présent encadré examine les recommandations concernant la politique budgétaire spécifiques à chacun des 16 pays de la zone euro ayant participé au Semestre européen 2014 et met en évidence leurs implications pour l'examen des projets de plans budgétaires pour 2015, que ces pays doivent soumettre avant mi-octobre.

Examen des recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire

Selon les prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne, les efforts structurels fournis par la majorité des pays de la zone euro en 2014 ne leur suffiront pas à remplir leurs engagements au titre du Pacte de stabilité et de croissance, le risque de déficits s'accroissant en 2015 sur la base d'une hypothèse de politiques inchangées (cf. tableau A). De fait, l'effort structurel fourni dans la zone euro en 2014 devrait s'élever à seulement 0,15 % du PIB environ et devenir négatif en 2015 (-0,11 % du PIB). Ce niveau est nettement inférieur à l'ajustement structurel requis en vertu des engagements des différents pays dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (0,5 % du PIB en moyenne en 2014). Il dénote également une insuffisance de la réponse aux avis émis en novembre 2013 par la Commission européenne concernant les projets de plans budgétaires pour 2014, qui jugeaient que seuls deux pays (l'Allemagne et l'Estonie) avaient produit des programmes pleinement conformes au Pacte de stabilité et de croissance. Plus précisément, la Commission a également demandé à huit pays de la zone euro de proposer des mesures supplémentaires afin de respecter les engagements pris dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance ⁴.

Dans ce contexte, les recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire émises dans le cadre du Semestre européen 2014 appellent 9 des 16 pays de la zone euro retenus à renforcer leurs stratégies budgétaires en 2014. Plus précisément, il a été demandé à ces pays de prendre des mesures supplémentaires en vue de faire face aux risques de non-respect du Pacte de stabilité et de croissance (cf. tableau A) ⁵. Dans le même ordre d'idées, pour 2015, les recommandations appellent les pays de la zone euro à inclure dans leurs projets de plans budgétaires les mesures nécessaires pour assurer la conformité avec le Pacte de stabilité et de croissance. Dans le cas de l'Allemagne, étant donné qu'il s'agit du seul pays de la zone qui devrait dépasser le niveau requis dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance en 2014 et en 2015, les recommandations par pays relatives à la politique budgétaire incluent la préservation d'une situation budgétaire solide, garantissant l'adhésion à l'objectif budgétaire à moyen terme, tout en utilisant la marge de manœuvre disponible pour accroître et rendre plus efficace l'investissement public dans les infrastructures, l'éducation et la recherche. Elles comprennent également une amélioration des conditions soutenant la demande intérieure, notamment en réduisant la forte pression fiscale et les cotisations sociales élevées, en particulier pour les travailleurs à bas salaire.

S'agissant des pays soumis au volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance, les recommandations visent notamment à faire face au risque que les efforts structurels n'atteignent pas les cibles structurelles annuelles et/ou cumulées dans le cadre des procédures concernant les déficits excessifs (PDE). S'agissant des pays soumis au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, les recommandations visent notamment le risque d'écart significatif par rapport à la trajectoire d'ajustement vers l'objectif budgétaire à moyen terme d'un solde structurel proche de l'équilibre ou en excédent (par exemple pour l'Autriche, la Belgique, l'Estonie, les Pays-Bas et la

⁴ Pour de plus amples informations sur les résultats du premier examen au cours de l'exercice se rapportant aux projets de plans budgétaires pour 2014, cf. l'encadré intitulé *Assainissement budgétaire dans la zone euro : progrès réalisés et plans pour 2014* du *Bulletin mensuel* de décembre 2013.

⁵ Cela inclut les deux pays pour lesquels la Commission européenne avait émis une recommandation autonome en mars de cette année, la France ayant largement répondu à ces recommandations et la Slovaquie en partie.

Tableau A Recommandations spécifiques à chaque pays concernant les politiques budgétaires pour 2014 et 2015

Pays	Exigence du Pacte de stabilité et de croissance (modification du solde structurel en pourcentage du PIB – en cas de non conformité à l'objectif budgétaire à moyen terme)		Prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne (modification du solde structurel en pourcentage du PIB)		Retard annuel en matière d'assainissement (différence entre la prévision et l'exigence – en cas de non conformité à l'objectif budgétaire à moyen terme)		Recommandation spécifique à chaque pays concernant la stratégie budgétaire			
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015		
Volet préventif										
Belgique	0,5	0,6	0	-0,2	-0,5	-0,8	renforcer	intensifier considérablement		
Allemagne	à l'objectif	à l'objectif	-0,2	-0,4	à l'objectif	à l'objectif	assurer le respect de l'objectif			
Estonie	0	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	renforcer	intensifier considérablement		
Italie	0,7	0,7	0,1	0,1	-0,6	-0,6	renforcer	intensifier considérablement		
Lettonie	0	0,4	-0,5	-0,4	0,1**	-0,1**	préserver une situation solide	intensifier		
Luxembourg	à l'objectif	0	-0,8	-1,9	à l'objectif	-1,8	préserver une situation solide	intensifier considérablement		
Pays-Bas	0,5	0,5	0	0,5	-0,5	0	renforcer	intensifier considérablement		
Autriche	0,6	0,6	-0,1	0,1	-0,7	-0,5	renforcer	intensifier considérablement		
Slovaquie	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,3	renforcer	assurer l'ajustement nécessaire		
Finlande	0	0,1	-0,3	0,6	-0,3	0,5	limiter l'écart par rapport à l'objectif	mise en œuvre du plan		
Volet correctif (PDE)										
date-butoir PDE	2014	Malte	0,7	0,6	0,1	-0,1	-0,6	-0,7	corriger la PDE	intensifier considérablement
		Irlande*	1,9	1,9	1,7	0,4	n.a	n.a	mise en œuvre intégrale	corriger la PDE
		France	0,8	0,8	0,6	0,4	-0,2	-0,4	renforcer la stratégie budgétaire	
	2015	Portugal	1,4	0,5	n.a	n.a	n.a	n.a	mettre en œuvre les mesures nécessaires	mettre en œuvre la stratégie révisée
		Slovénie	0,5	0,5	0,2	0,2	-0,3	-0,3	renforcer [...] pour 2014 et au-delà	
		2016	Espagne	0,8	0,8	0,4	-1,1	-0,4	-1,9	renforcer la stratégie budgétaire à partir de 2014

Source : Recommandations spécifiques à chaque pays pour 2014 (<http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2014?lang=fr>) et Prévisions de printemps de la Commission européenne.

Notes : Les pays mentionnés dans le tableau incluent les pays de la zone euro qui ne sont pas soumis à un programme d'assistance financière (tous les États membres à l'exception de Chypre et de la Grèce). L'engagement relatif à l'effort structurel dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance est fondé sur un niveau de référence de 0,5 % du PIB par an, mais prend en compte le ratio d'endettement et la situation économique. Les efforts structurels fournis par l'Italie doivent se conformer à la règle relative à la dette durant la période de transition. Dans le cadre du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance, l'engagement relatif à l'effort structurel se rapporte à celui qui a été défini par les recommandations du Conseil concernant la correction du déficit excessif.

*L'Irlande a été soumise à une PDE avant la réforme dite « six-pack » et devait par conséquent fournir un effort structurel annuel moyen en l'absence d'objectifs annuels.

**Représentant les coûts relatifs à la réforme des retraites.

Slovaquie), de non-adhésion au niveau de référence en matière de dépenses (par exemple pour l'Autriche, la Belgique, l'Estonie, l'Italie, le Luxembourg et Malte) et de non-respect de la règle relative à la dette, selon laquelle la part de la dette supérieure à 60 % du PIB doit être, après une période de transition, réduite d'un vingtième par an en moyenne (par exemple pour la Belgique et l'Italie). Pour l'ensemble de la zone euro, les retards en matière d'assainissement par rapport aux exigences du Pacte de stabilité devraient s'établir à un niveau de 0,6 % en 2015.

Les recommandations spécifiques à chaque pays pour l'année 2014 concernant la politique budgétaire reflètent le fait qu'un nombre croissant de pays de la zone euro sont désormais soumis à une surveillance budgétaire dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance ⁶ ou ont été incités à sortir du volet correctif (PDE) au cours des prochaines années. La pierre angulaire du volet préventif est l'objectif budgétaire à moyen terme d'un solde structurel proche de l'équilibre ou en excédent ⁷. Afin de satisfaire aux exigences du volet préventif, un pays n'ayant pas atteint son objectif budgétaire à moyen terme doit améliorer son solde structurel de 0,5 % par an, qui est le niveau de référence, des efforts plus soutenus étant attendus lorsque la conjoncture est favorable et moins importants lors des périodes plus difficiles ⁸. Les règlements dits « six-pack » entrés en vigueur en novembre 2011 ont permis de renforcer la surveillance budgétaire dans le cadre du volet préventif. Ils incluent notamment la possibilité d'imposer des sanctions financières en cas d'écart significatif par rapport à la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme. En outre, le pacte budgétaire impose à la Commission européenne de présenter des « calendriers de convergence » afin de garantir que les États membres s'écartant de leur objectif à moyen terme s'en rapprochent rapidement ⁹. Les dates-butoirs relatives aux objectifs à moyen terme associées à ces calendriers de convergence étaient incluses dans les recommandations spécifiques à chaque pays pour 2013. Comme indiqué dans le tableau B, plusieurs pays, dont l'Autriche, la Belgique, la France et l'Italie, prévoient d'atteindre leurs objectifs à moyen terme plus tard que ne le recommandait le Conseil en 2013, tandis que l'Espagne et Malte prévoient de les atteindre avec un an d'avance. Les recommandations spécifiques à chaque pays délivrées par le Conseil pour 2014 n'avalisent pas les reports prévus pour l'Autriche mais maintiennent l'échéance de 2015 pour la réalisation de son objectif à moyen terme. Dans le même temps, les recommandations pour cette année ne comprennent pas de lignes directrices actualisées pour les pays qui devraient atteindre leurs objectifs à moyen terme après 2015 ¹⁰.

Au total, les recommandations spécifiques à chaque pays concernant les politiques budgétaires visent à faire face au risque de non-respect des exigences du Pacte de stabilité et de croissance de manière exhaustive, soutenant ainsi le rétablissement de situations budgétaires solides dans la zone euro. Dans le même temps, la surveillance budgétaire au titre du cadre de gouvernance renforcé sera d'autant plus efficace que les recommandations spécifiques à chaque pays concernant les politiques budgétaires seront pleinement cohérentes, dans le temps et entre les pays, et suffisamment spécifiques. Cela recouvre une définition intégrale des retards en matières d'assainissement au

6 Parmi les 16 pays de la zone euro non soumis à un programme qui participent au Semestre européen, 10 sont actuellement soumis à une surveillance dans le cadre du volet préventif. Il a été demandé à Malte de corriger sa procédure de déficit excessif cette année, d'ici 2015 pour l'Irlande, la France, le Portugal et la Slovaquie et d'ici 2016 pour l'Espagne.

7 L'objectif à moyen terme est défini pour chaque pays sur la base de l'état des finances publiques, des perspectives macroéconomiques et des coûts anticipés associés au vieillissement de la population.

8 Plus précisément, l'exigence d'ajustement est fixée à 0,6 % du PIB pour les pays dont le montant de la dette dépasse 60 % du PIB et dans les périodes qui ne sont ni favorables ni difficiles d'un point de vue économique, qui se caractérisent par un écart de production compris entre -1,5 % et 1,5 % du PIB. En cas de conjoncture économique difficile, les pays dont l'écart de production est compris entre -1,5 % et -4 % du PIB et dont la dette est inférieure à 60 % devront améliorer leur solde budgétaire de 0,1 % du PIB ou plus. Les pays ayant atteint leur objectif de moyen terme ne seront pas obligés de continuer à améliorer le solde structurel.

9 Cf. l'article intitulé *Un pacte budgétaire pour une union économique et monétaire plus forte* du *Bulletin mensuel* de mai 2012.

10 Une telle orientation nécessiterait la prise en compte des révisions de la méthode acceptée d'estimation des écarts de production, qui ont conduit à une révision à la hausse du solde budgétaire structurel de certains pays, notamment l'Espagne, et à une révision à la baisse en Estonie (cf. *The revised methodology for calculating output gaps* des prévisions économiques du printemps 2014 de la Commission européenne).

Tableau B Objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) : programmes gouvernementaux et recommandations du Conseil

Pays	Recommandation spécifique à chaque pays pour atteindre l'OMT (émise en 2013)	Programme gouvernemental pour atteindre l'OMT tel que défini dans le programme de stabilité 2014	Recommandation spécifique à chaque pays pour atteindre l'OMT (émise en 2014)	OMT
Allemagne	considérée comme ayant atteint l'OMT	OMT maintenu	maintient l'OMT	- 0,5
Lettonie	considérée comme ayant atteint l'OMT	OMT maintenu	maintient l'OMT	- 1
Estonie	considérée comme ayant atteint l'OMT	OMT maintenu	2015*	> 0
Finlande	considérée comme ayant atteint l'OMT	2015	2015*	- 0,5
Luxembourg	2013	2016	reste à l'OMT	0,5
Italie	2014	2016	2015	0
Pays-Bas	2015	2015	2015	- 0,5
Autriche	2015	2016	2015	- 0,45
Belgique	2016	2017	–	0,75
France	2016	2017	–	0
Portugal	2017	2017	–	- 0,5
Slovénie	2017	2017	–	0
Slovaquie	2017	2017	–	- 0,5
Espagne	2018	2017	–	0
Irlande	2018	2018	–	0
Malte	2019	2018	–	0

Sources : Les recommandations spécifiques à chaque pays pour 2013 sont disponibles à l'adresse suivante <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2013?lang=fr> et pour 2014, à l'adresse suivante <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2014?lang=fr>, ainsi que les programmes de stabilité pour 2014, disponibles à l'adresse http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_fr.htm.

Notes : Les objectifs budgétaires à moyen terme reflètent ceux énoncés dans les programmes de stabilité des différents pays pour 2014. Les chiffres en rouge traduisent un report planifié de l'objectif et ceux en vert une réalisation anticipée de l'objectif.

* Sur la base du nouveau calcul du solde structurel réalisé par la Commission contenu dans le programme de stabilité, la Finlande et l'Estonie se sont écartées de leur objectif budgétaire à moyen terme en 2014.

regard des exigences du Pacte de stabilité et de croissance, ainsi que la publication de lignes directrices plus claires concernant les échéances relatives aux objectifs à moyen terme, afin d'éviter qu'ils ne demeurent des « cibles mobiles »¹¹.

Implications pour l'analyse des projets de programmes budgétaires pour 2015

Des progrès significatifs ont été réalisés en matière de rétablissement de situations budgétaires solides dans les pays de la zone euro. Cette amélioration se reflète dans le recul marqué des déficits budgétaires publics tant nominaux que structurels dans les différents pays, ainsi que dans le fait qu'un nombre croissant de pays ont corrigé leurs déficits excessifs au cours des dernières années. Du côté du marché, cette situation s'est traduite par la baisse des rendements souverains observée au cours des deux dernières années. Toutefois, les prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne mettent en évidence un risque d'excès de confiance, tandis que la poursuite de l'assainissement est nécessaire à moyen terme afin de réduire les ratios de dette élevés, conformément aux engagements en vertu du Pacte de stabilité et de croissance. Il est par conséquent important que le cadre de gouvernance budgétaire renforcé soit appliqué dans son intégralité. Le nouvel examen des projets de plans budgétaires, introduit par le règlement dit « *two-pack* » et mis en œuvre pour la première fois pour 2014, peut jouer un rôle crucial à cet égard, car il peut contribuer à identifier les retards en matière d'assainissement et à y remédier à un stade précoce. Les projets de programmes budgétaires pour 2015, censés être soumis à la Commission européenne d'ici mi-octobre, devraient donc définir dans leur intégralité les mesures nécessaires au respect des recommandations spécifiques à chaque pays émises dans le cadre du Semestre européen 2014.

¹¹ Cette orientation devrait également clarifier la manière dont les calendriers de convergence devraient être actualisés, notamment pour prendre en compte les révisions des situations de départ qui sont en partie liées à des changements de méthodologie.

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE SEPTEMBRE 2014 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE ¹



Les indicateurs récents semblent indiquer un affaiblissement des perspectives à court terme, dans un contexte caractérisé par une évolution en demi-teinte des échanges, des tensions géopolitiques et des incertitudes concernant le processus de réforme engagé dans certains pays de la zone euro. Néanmoins, selon le scénario de référence des projections, les forces sous-jacentes nécessaires à la poursuite de la reprise sont toujours à l'œuvre. La demande intérieure profitera de l'orientation accommodante de la politique monétaire – renforcée par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises en juin 2014 – et de conditions d'offre de crédits plus favorables. Le scénario de référence des projections repose sur l'hypothèse d'une politique budgétaire globalement neutre, après des années de rigueur en la matière. En outre, la consommation privée sera soutenue par l'incidence du faible niveau des prix des matières premières et de la hausse des revenus à mesure de l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail ; l'investissement bénéficiera pour sa part d'un moindre besoin d'ajustement des bilans et d'effets de rattrapage après des années d'activité atone, même s'il sera freiné initialement par l'existence d'importantes capacités inutilisées. Les exportations profiteront de la reprise graduelle de l'économie mondiale ainsi que des effets du fléchissement du taux de change effectif de l'euro. Le PIB en volume devrait croître de 0,9% en 2014, de 1,6% en 2015 et de 1,9% en 2016. Ces taux étant supérieurs à ceux de la croissance potentielle estimée, ils contribuent à la réduction progressive de l'écart de production.

L'inflation mesurée par l'IPCH devrait demeurer faible à court terme dans la zone euro, se situant en moyenne à 0,6% en 2014. Elle devrait ensuite augmenter lentement pour atteindre, selon les projections, 1,1% en 2015 et 1,4% en 2016. La progression escomptée de l'inflation globale traduit l'amélioration attendue de l'activité économique, entraînant une accélération de la hausse des salaires et des bénéfices. Par ailleurs, le redressement prévu des prix des matières premières hors énergie et, plus généralement, des prix à l'importation de la zone euro, notamment en lien avec le niveau plus faible du taux de change de l'euro, devrait accentuer les tensions à la hausse sur les prix. Toutefois, le niveau des capacités inutilisées et la baisse attendue des cours du pétrole au vu de la trajectoire baissière des prix des contrats à terme pèsent sur les perspectives d'inflation.

Par rapport aux projections publiées dans l'édition de juin 2014 du Bulletin mensuel, la projection pour la croissance du PIB en volume a été revue en baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, compte tenu du résultat plus faible que prévu au deuxième trimestre et du tassement des exportations au second semestre. La projection pour 2015 a également été révisée à la baisse, principalement en raison de l'acquis de croissance moins favorable. À l'inverse, la projection pour 2016 a été revue à la hausse de 0,1 point de pourcentage, essentiellement du fait de l'incidence favorable de l'amélioration des conditions de financement sur l'investissement du secteur privé. L'inflation mesurée par l'IPCH a fait l'objet d'une révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, reflétant les résultats plus faibles que prévu enregistrés au cours des derniers mois en la matière. Les projections pour 2015 et 2016 sont inchangées, dans la mesure où la dynamique sous-jacente de la progression de l'IPCH hors énergie plus faible que prévu est globalement compensée par l'augmentation un peu plus marquée de la composante énergétique de l'IPCH, étant donné la révision à la hausse des hypothèses relatives aux cours du pétrole et la révision à la baisse de celles concernant les taux de change.

Les mesures prises récemment par la BCE ne sont incluses dans le scénario de référence qu'au travers de leur incidence sur les hypothèses techniques relatives aux variables financières (taux d'intérêt du marché et cours boursiers, y compris les taux de change). Par conséquent, il est probable que le

¹ 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 21 août 2014.

scénario de référence des projections sous-estime l'incidence de l'ensemble de mesures, certains canaux supplémentaires n'étant pas pris en compte (cf. encadré 2).

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 élevée², ce qu'il convient de garder à l'esprit lors de leur interprétation.

Pour la première fois, les projections pour la zone euro englobent la Lituanie.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se raffermir sur l'horizon de projection, passant de 3,7% en 2014 à 4,2% en 2015 et à 4,3% en 2016. En dépit de la volatilité à court terme, le rythme de la croissance dans les économies avancées hors zone euro se renforce. L'activité des marchés émergents s'est également redressée, tirée par la forte accélération de l'économie chinoise. Les indicateurs mondiaux confirment que la croissance est en voie de consolidation. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se renforcer. L'orientation très accommodante des politiques monétaires mises en œuvre dans les économies avancées continue de soutenir les marchés financiers et la reprise mondiale. Celles-ci devraient également profiter de plus en plus de l'apaisement des vents contraires, dans le contexte du ralentissement du processus de désendettement du secteur privé, du besoin réduit de mesures d'assainissement budgétaire et de l'amélioration de la situation sur les marchés du travail. En revanche, dans plusieurs pays émergents, les goulets d'étranglement au niveau des infrastructures, les contraintes de capacités et certains déséquilibres macroéconomiques risquent de restreindre le potentiel de croissance, tandis que d'autres économies émergentes s'adaptent au durcissement des conditions financières et à la normalisation escomptée de la politique monétaire aux États-Unis.

Les échanges internationaux ont perdu de leur dynamisme depuis la fin de l'année dernière. Par la suite, la hausse des investissements dans les économies avancées hors zone euro devrait permettre un redressement progressif des échanges internationaux. Toutefois, certains facteurs structurels, notamment le ralentissement de l'intégration par l'intermédiaire des chaînes d'approvisionnement mondiales, doivent aussi être pris en considération. Par conséquent, en ligne avec les prévisions précédentes, la projection suppose une élasticité du commerce mondial par rapport à l'activité inférieure à celle observée avant la crise financière mondiale. Les échanges commerciaux mondiaux (hors zone euro) devraient croître de 3,9% en 2014, de 5,5% en 2015 et de 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).

Tableau 1 L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

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

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.

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

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 mercredi 13 août 2014. Les taux d'intérêt à court terme se réfèrent au 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 0,2% en 2014 et en 2015 et à 0,3% 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 2,3% en 2014, de 2,2% en 2015 et de 2,5% en 2016¹. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient demeurer globalement stables en 2014 et 2015, avant d'augmenter légèrement courant 2016.

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 109,8 dollars au deuxième trimestre de 2014 à 102,7 dollars en 2016. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux subir un recul prononcé en 2014, avant de se raffermir en 2015 puis d'augmenter un peu plus rapidement en 2016².

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du mercredi 13 août 2014. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,36 en 2014 et de 1,34 en 2015 et 2016.

Hypothèses techniques

	Septembre 2014				Juin 2014			Révisions depuis juin 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor trois mois (en pourcentage, par an)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rendements des emprunts publics à dix ans (en pourcentage, par an)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cours du pétrole (en dollars/par baril)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variations annuelles en pourcentage)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Cours de change EUR/USD	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Taux de change effectif nominal de l'euro (variations annuelles en pourcentage)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	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 troisième trimestre de 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 budgétaires tiennent compte des lois de finances et des budgets supplémentaires approuvés des pays de la zone euro, de leurs programmes budgétaires à moyen terme et des mesures budgétaires clairement définies issues des mises à jour des programmes de stabilité disponibles au 21 août 2014. Elles englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été définies de manière suffisamment détaillée 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 peu 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 juin 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 ainsi qu'un taux de change effectif de l'euro plus bas. Si les cours du pétrole exprimés en dollars sont légèrement plus élevés que dans les projections de juin, les prix des matières premières hors énergie ont été revus à la baisse.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de juin 2014 du *Bulletin mensuel*, les perspectives de croissance mondiale ont été revues à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2014 et de 0,2 point de pourcentage tant pour 2015 que pour 2016. Toutefois, ces révisions sont de nature technique et s'expliquent entièrement par l'actualisation des pondérations du PIB sur la base des parités de pouvoir d'achat servant à calculer différents agrégats d'activité mondiale, qui a conduit à attribuer davantage d'importance aux économies de marché émergentes enregistrant une croissance plus rapide, et non par un changement de perspectives au niveau des pays. En excluant les effets de la révision des pondérations, la projection de croissance du PIB mondial demeure globalement inchangée. La demande extérieure de la zone euro a été revue en baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2014 et pour 2015 et de 0,1 point de pourcentage pour 2016. Ces révisions à la baisse reflètent le point de vue selon lequel l'expansion du commerce mondial serait plus faible que prévu ainsi que les perspectives plus pessimistes concernant les échanges avec la Russie et l'Ukraine (cf. encadré 4).

PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

La reprise économique dans la zone euro a marqué le pas au deuxième trimestre de 2014, après quatre trimestres de faible croissance. L'atonie de l'activité observée au deuxième trimestre semble découler en partie de l'incidence négative exercée par plusieurs facteurs ponctuels. Premièrement, l'activité a été exceptionnellement gonflée au premier trimestre par le faible nombre de jours de congé (la totalité des vacances scolaires de Pâques étant tombée au deuxième trimestre) ainsi que par l'hiver doux ayant stimulé la construction. Les ajustements en fonction des variations saisonnières ou du nombre de jours ouvrés n'ont pas permis de suffisamment rendre compte de ces effets à la hausse qui, en s'effaçant au deuxième trimestre, se sont traduits par un ralentissement de la croissance. Deuxièmement, des effets de calendrier négatifs liés au nombre plus élevé que d'habitude de «jours de pont» autour des jours fériés dans nombre de pays de la zone euro ont peut-être réduit le nombre de jours ouvrés effectifs au mois de mai, ce facteur n'étant pas pris en compte dans l'ajustement en fonction des jours ouvrés.

S'agissant du second semestre de 2014, si les indicateurs de confiance demeurent proches de leurs niveaux moyens à long terme, leur fléchissement récent laisse supposer une progression plutôt modeste de l'activité à court terme. La détérioration des données d'enquêtes s'inscrit dans le contexte des tensions géopolitiques qui se sont encore intensifiées récemment (cf. encadré 4) ainsi que d'incertitudes concernant le processus de réforme économique engagé dans certains pays de la zone euro. D'une manière générale, il ressort de la projection que la reprise de l'activité devrait être plutôt modérée au second semestre de 2014, soit plus faible que prévu auparavant.

À plus long terme, à supposer que les tensions mondiales ne s'intensifient pas davantage, la croissance du PIB en volume devrait s'accélérer graduellement sur l'horizon de projection. La progression du PIB en volume devrait se raffermir en 2015 et 2016 et les écarts de croissance entre les pays devraient se resserrer du fait des progrès accomplis en vue de mettre fin à la fragmentation des marchés financiers, de la réduction des différences d'orientation des politiques budgétaires et de l'incidence positive sur l'activité des réformes structurelles engagées par le passé dans plusieurs pays. La reprise escomptée de l'activité sera principalement soutenue par un renforcement de la demande intérieure, sous l'effet de l'orientation accommodante de la politique monétaire – dont l'incidence va être accentuée par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises récemment –, d'une politique budgétaire globalement neutre après des années de rigueur en la matière et du retour à des conditions neutres d'offre de crédits. En outre, la consommation privée devrait bénéficier du redressement des revenus réels disponibles découlant de l'incidence favorable de la faible progression des prix des matières premières et de l'accélération de la hausse des salaires. L'investissement privé résidentiel et non résidentiel devrait pour sa part profiter de la dissipation de l'incidence négative des besoins d'ajustement des bilans et d'un effet de rattrapage après des années d'investissements atone. Par ailleurs, l'activité sera également de plus en plus soutenue par le raffermissement progressif de la demande extérieure, renforcé par la récente dépréciation du taux de change effectif de l'euro et les gains de compétitivité antérieurs. Plusieurs facteurs continuent néanmoins de freiner le retour à une croissance plus rapide. L'effet négatif des taux de chômage élevés enregistrés dans certains pays sur les perspectives de la consommation privée ne devrait s'atténuer que progressivement sur l'horizon de projection, tandis que l'existence d'importantes capacités inutilisées dans certains pays, voire, dans d'autres, de contraintes pesant sur l'offre de travail devrait continuer de brider les dépenses d'investissement. De plus, les tensions géopolitiques actuelles assombrissent les perspectives à court terme en matière d'investissement et d'exportations. En moyenne annuelle, le PIB en volume devrait croître de 0,9% en 2014, de 1,6% en 2015 et de 1,9% 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.

Examinant plus en détail les composantes de la demande, les exportations hors zone euro devraient s'accélérer vers la fin de 2014 et dans le courant de l'année 2015, à la faveur du raffermissement progressif de la demande extérieure de la zone euro et de l'incidence positive de la récente dépréciation de l'euro. Les tensions apparues dernièrement entre l'UE et la Russie ont, dans l'ensemble, des implications limitées pour la demande extérieure et les exportations de la zone euro mais certains pays entretenant des liens commerciaux relativement forts avec la Russie pourraient être plus fortement touchés. 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 des évolutions de la compétitivité et des structures des échanges différentes. Les exportations intra-zone euro devraient augmenter un peu plus lentement que les exportations hors zone euro étant donné le relatif manque de vigueur de la demande intérieure dans la zone.

L'investissement des entreprises devrait amorcer un redressement graduel sur la période de projection, soutenu par le renforcement de la demande intérieure et extérieure dans un contexte d'accumulation des besoins d'investissements de remplacement, le niveau très bas des taux d'intérêt et l'amélioration attendue de la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs dans certains pays, le raffermissement des bénéfices et l'apparition d'effets un peu plus favorables sur l'offre de crédit. Toutefois, l'incidence négative exercée par la baisse de la croissance tendancielle et la poursuite de la restructuration des bilans des entreprises dans certains pays de la zone euro font obstacle à une reprise plus marquée de l'investissement des entreprises. À la fin de l'horizon de projection, le niveau d'investissement des entreprises devrait encore être inférieur de 6% à son niveau record d'avant la crise, avec d'importantes disparités à cet égard entre les pays de la zone euro.

L'investissement résidentiel devrait remonter peu à peu au second semestre de 2014, avant de s'accélérer en 2015 à mesure de la reprise de l'activité dans un contexte caractérisé par un bas niveau des taux d'intérêt hypothécaires et l'amélioration des conditions d'offre de crédits ainsi que de la disparition progressive des besoins d'ajustement. Toutefois, dans certains pays, l'ajustement des marchés immobiliers et (ou) la progression toujours modeste du revenu réel disponible continuent de freiner la construction résidentielle. L'investissement public devrait pour sa part rester faible sur l'ensemble de l'horizon de projection, sous l'effet des efforts de réduction des dépenses toujours déployés dans plusieurs pays de la zone euro qui neutralisent le profil d'investissement public plus expansionniste d'autres pays.

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro ¹⁾

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

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 Bouthevillain (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 et l'encadré intitulé *Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente*, publié dans le présent *Bulletin mensuel*.

L'emploi en termes de personnes occupées s'est légèrement accru au premier semestre de 2014. Toutefois, la croissance de l'emploi devrait demeurer faible au second semestre de 2014, avant de se raffermir quelque peu en 2015 et 2016. La reprise escomptée de l'emploi s'explique par le rebond de l'activité, l'incidence à la hausse de la modération salariale passée et l'incidence positive des réformes du marché du travail qui ont accru la flexibilité et soutenu la création d'emplois dans le secteur privé, notamment dans certains pays en difficulté. Cela étant, les nouvelles diminutions des effectifs du secteur public dans certains pays ralentiront la croissance globale de l'emploi. La population active devrait s'accroître faiblement au cours de l'horizon de projection en raison de l'immigration et à mesure que l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail stimulera la participation de certains segments de la population. Le taux de chômage a légèrement baissé ces derniers mois, principalement sous l'effet du redressement de l'emploi. Il devrait continuer à reculer sur l'horizon de projection tout en restant nettement 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 à l'évolution de l'activité.

La consommation privée devrait se redresser sur l'horizon de projection, suivant étroitement la croissance du revenu réel disponible. Celui-ci devrait être soutenu par l'augmentation des revenus du travail, reflétant la progression de l'emploi et l'accélération de la hausse des salaires, une incidence moins néfaste de l'assainissement budgétaire, le renforcement de la contribution d'autres sources de revenus des ménages (rémunération en fonction des résultats, principalement) et la modicité des prix des matières premières. Le taux d'épargne devrait rester stable. Cela reflète l'influence d'effets opposés : d'une part, l'incidence baissière de la chute des taux d'intérêt et le recul progressif du chômage allant de pair avec un besoin réduit d'épargne de précaution ; et d'autre part, les effets à la hausse découlant de la baisse de la désépargne forcée dans certains pays, l'accroissement du revenu disponible facilitant la consommation. 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. Elles restent limitées par la croissance atone de la demande globale de la zone euro et une certaine incidence baissière liée à la récente dépréciation de l'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 demeurer globalement stable, atteignant 2,4% du PIB en 2016.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de juin 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection pour la croissance du PIB en volume a été revue en baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, essentiellement en raison du résultat plus faible que prévu au deuxième trimestre. De plus, dans le contexte du renforcement des tensions géopolitiques, l'incidence du niveau plus bas de la demande mondiale sur les exportations et, dans une moindre mesure, le fléchissement des investissements impliquent une révision à la baisse de l'activité au deuxième semestre de 2014. La projection pour 2015 a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage, principalement du fait de l'acquis de croissance plus faible que prévu. La projection pour 2016 a en revanche été revue à la hausse de 0,1 point de pourcentage, en raison surtout de l'incidence positive de conditions de financement plus favorables – accentuées par les opérations de refinancement à plus long terme ciblées – sur l'investissement privé.

PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression de l'IPCH global s'est établie à 0,3% en août 2014. Le niveau actuellement modéré de l'inflation s'explique par la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que par l'atonie de la tendance des prix des produits manufacturés hors énergie et des services.

Après une progression de 0,6% au deuxième trimestre de 2014, l'inflation globale mesurée par l'IPCH devrait encore ralentir légèrement, revenant à 0,4% au troisième trimestre avant de remonter à 0,7% au dernier trimestre de 2014. La hausse de l'IPCH devrait continuer de se renforcer progressivement sur l'horizon de projection, pour atteindre un taux de 1,5% au quatrième trimestre de 2016. Le resserrement de l'écart de production négatif dans le contexte du raffermissement de la reprise, entraînant une accélération de la hausse des salaires et des bénéfices, devrait avoir une certaine incidence à la hausse sur l'inflation. Par ailleurs, la progression des prix des matières premières hors énergie et des prix à l'importation de la zone euro, renforcée par le fléchissement du taux de change de l'euro, devrait contribuer à l'augmentation des prix à la consommation dans la zone euro. Néanmoins, l'inflation devrait être contenue jusqu'en 2016 par le niveau des capacités inutilisées dans la mesure où l'écart de production négatif ne devrait se réduire que partiellement d'ici là, laissant supposer une progression très modeste des salaires et des marges bénéficiaires, ainsi que par la baisse attendue des cours du pétrole ressortant de l'observation des marchés à terme.

De façon plus détaillée, l'évolution des prix de l'énergie devrait clairement demeurer en territoire négatif au troisième trimestre de 2014, puis se maintenir autour de zéro sur le reste de la période de projection. L'incidence de la trajectoire légèrement baissière des cours à terme du pétrole brut sur les prix à la consommation de l'énergie est partiellement compensée sur l'horizon de projection par des effets à la hausse découlant de facteurs comme la dépréciation de l'euro et l'évolution des prix d'autres produits énergétiques. Dans l'ensemble, la contribution des prix de l'énergie à la hausse de l'IPCH devrait être nulle au cours de la période de projection, ce qui est nettement en retrait par rapport à la contribution moyenne de 0,5 point de pourcentage enregistrée entre 1999 et 2013. L'évolution de cette composante de l'IPCH explique ainsi dans une large mesure les perspectives d'inflation plus modérées sur l'horizon de projection en comparaison avec la progression observée durant les quinze premières années de l'Union monétaire.

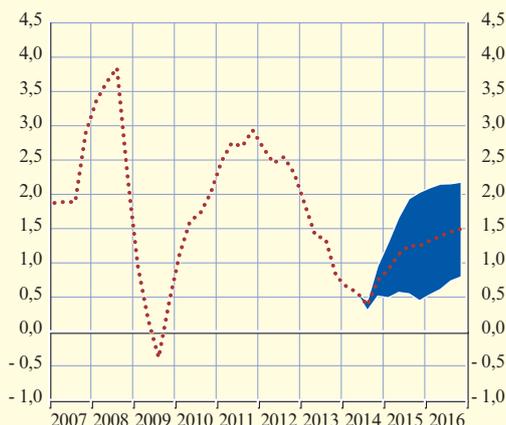
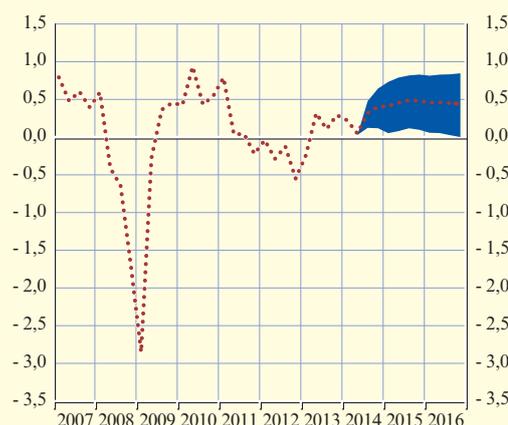
La progression des prix des produits alimentaires devrait rester quasi nulle au troisième trimestre de cette année, avant de s'accélérer fortement au cours des trimestres suivants et jusqu'à la mi-2015, période à laquelle la forte incidence baissière des conditions météorologiques sur les prix des denrées alimentaires non transformées et les effets de base baissiers devraient s'estomper. Par la suite, la hausse des prix des produits alimentaires devrait se poursuivre, quoique plus progressivement, pour atteindre un taux de 2,0% à la fin de l'horizon de projection. La poursuite de l'augmentation des prix des denrées alimentaires traduit la progression escomptée des prix agricoles à la production dans l'UE en rapport avec le raffermissement graduel de la reprise économique. Dans l'ensemble, la contribution des prix des produits alimentaires à la hausse de l'IPCH devrait s'élever à 0,2 point de pourcentage sur l'horizon de projection, ce qui est en retrait par rapport à la contribution moyenne de 0,5 point de pourcentage enregistrée entre 1999 et 2013 et apporte donc une autre explication aux perspectives d'inflation relativement modestes.

La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait avoir atteint un point bas, s'établissant à 0,8% entre le dernier trimestre de 2013 et le troisième trimestre de 2014. Elle se redresserait progressivement sur l'horizon de projection en liaison avec l'accélération de la reprise économique, accompagnée d'un resserrement de l'écart de production, et le renforcement de la hausse des salaires et des bénéfices. Cet indicateur d'inflation sous-jacente devrait atteindre un taux de 1,5% au dernier trimestre de 2016. La contribution de cette composante à la progression de l'IPCH global est également inférieure à la moyenne, puisqu'elle se situerait à 0,8 point de pourcentage sur l'horizon de projection, contre une contribution moyenne à long terme de 1,1 point de pourcentage.

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. Faute d'informations sur les mesures budgétaires approuvées sur le reste de l'horizon de projection,

Graphique Projections macroéconomiques ¹⁾

(données trimestrielles)

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

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

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

la contribution de la fiscalité indirecte pour 2015 et 2016 est actuellement jugée négligeable (en comparaison avec une moyenne historique de 0,2%).

Les facteurs d'origine externe influant sur les prix ont exercé une nette incidence baissière sur l'évolution récente de l'inflation mesurée par l'IPCH. Le taux de croissance annuel du déflateur des prix à l'importation a accusé un repli marqué, passant de 2,4% en 2012 à -2,0% au premier trimestre de 2014. Ce recul s'explique par le faible niveau des prix mondiaux dû à la croissance atone de l'économie planétaire, l'appréciation antérieure de l'euro et la baisse des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole. Les fortes tensions à la baisse d'origine externe sur les prix devraient prendre fin au second semestre de 2014, une inversion de tendance étant prévue concernant le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation. Sur l'horizon de projection, le taux de variation annuel du déflateur des prix à l'importation devrait s'inscrire en hausse jusqu'au début de l'année 2015, puis il se stabiliserait dans une large mesure aux alentours de 1,4% sur le reste de l'horizon de projection, soit un rythme de progression proche de son niveau moyen à long terme. Le rebond du déflateur des prix à l'importation traduit la hausse attendue des prix dans le monde compte tenu du raffermissement de l'économie mondiale, le redressement prévu des prix des matières premières hors énergie et le niveau plus faible du taux de change 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 certaine accélération de la rémunération par tête. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait s'amenuiser au cours des deux premières années de l'horizon de projection, revenant à 1,0% en 2014 puis à 0,8% en 2015, avant de se raffermir légèrement pour atteindre 1,1% en 2016. Le ralentissement de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les deux premières années de l'horizon de projection s'explique par la progression modeste de la rémunération par tête, conjuguée au renforcement de la croissance de la productivité du travail. En 2016, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait s'accélérer légèrement en raison du redressement de la rémunération par tête conjugué à une productivité

globalement stagnante. Cette évolution traduit la réaction décalée de la hausse des salaires et de l'emploi à la reprise économique, étant donné la forte atonie des marchés du travail de la zone euro, dont la situation ne s'améliore que lentement.

Les marges bénéficiaires (calculées comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devraient décroître légèrement en 2014. Par la suite, elles devraient se raffermir graduellement, à la faveur de la reprise conjoncturelle de l'activité économique.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de juin 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection de hausse de l'IPCH global a été revue en baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2014, principalement en raison des résultats plus faibles que prévu enregistrés en la matière au cours des derniers mois. Pour 2015 et 2016, la projection de hausse de l'IPCH est inchangée. En effet, la révision à la baisse de la progression de l'IPCH hors énergie est compensée dans une large mesure par la révision à la hausse des composantes de l'IPCH liées à l'énergie. S'agissant du premier élément, les résultats en matière d'inflation plus faibles qu'escompté enregistrés récemment devraient entraîner un affaiblissement plus durable que prévu de la dynamique sous-jacente de la progression de l'IPCH hors énergie. Dans le même temps, l'hypothèse d'un niveau plus élevé des cours du pétrole et celle d'un niveau plus bas des taux de change se traduisent par une révision à la hausse de la composante énergétique de l'IPCH.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Sur la base des hypothèses décrites dans l'encadré 1, le déficit des administrations publiques de la zone euro devrait se contracter progressivement, revenant de 3,0% du PIB en 2013 à 1,9% en 2016. Cette réduction est liée principalement à l'amélioration de la situation conjoncturelle. Le solde structurel devrait se redresser légèrement sur l'ensemble de l'horizon de projection, à la faveur des efforts d'assainissement budgétaire entrepris dans certains pays de la zone euro et de l'interruption prévue du soutien accordé par les pouvoirs publics au secteur financier. La poursuite de la croissance modérée des dépenses publiques devrait plus que compenser les allègements de la fiscalité directe mis en œuvre dans plusieurs pays. Au regard des hypothèses actuelles relatives aux politiques budgétaires, l'amélioration structurelle se poursuivrait toutefois à un rythme beaucoup plus lent que ces dernières années. Le ratio de dette brute des administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro atteindrait un pic de 93,9% en 2014, puis reviendrait à 91,5% en 2016.

Encadré 2

TRAITEMENT, DANS LES PROJECTIONS, DU PROGRAMME DE POLITIQUE MONÉTAIRE ÉTABLI PAR LA BCE EN JUIN 2014

Le programme de politique monétaire annoncé le 5 juin 2014 comprend un large éventail de mesures, certaines impliquant une mise en œuvre immédiate (réductions des taux directeurs de la BCE et prolongation des procédures d'appels d'offres intégralement servis à taux fixe), d'autres prenant effet à compter de septembre 2014 (opérations de refinancement à plus long terme ciblées – TLTRO), d'autres enfin n'étant pas encore précisées et décidées à la date d'arrêt des présentes projections (achats fermes de titres adossés à des actifs – ABS).

Dans ce contexte, l'approche adoptée pour cette projection est de laisser le programme de politique monétaire avoir une incidence sur le scénario de base dans la même mesure qu'il a influé sur les hypothèses financières techniques de marché (concernant les taux du marché et les

cours des actions, taux de change y compris). Dans ces hypothèses, la répercussion des variations devrait être conforme aux observations historiques. Autrement dit, aucun ajustement fondé sur une appréciation visant à formuler des hypothèses concernant les taux débiteurs et les effets sur l'offre de crédit n'est apporté au cadre de modélisation standard ou à tout autre aspect du calcul du scénario de base.

Le scénario de base ne tient pas compte d'un grand nombre d'autres canaux potentiels, dont la répercussion de l'allègement des coûts de financement des banques sur leurs taux débiteurs, des conditions d'offre de crédit favorables et l'utilisation par les banques de fonds provenant d'opérations TLTRO pour les achats d'actifs. Dans l'ensemble, le scénario de base est donc susceptible de sous-estimer l'incidence du programme de politique monétaire, qui représente clairement un risque à la hausse en termes de croissance et d'inflation pour les projections correspondantes.

Encadré 3

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

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

1) Une évolution différente des cours du pétrole

Les hypothèses relatives aux cours du pétrole retenues pour les projections actuelles de la BCE 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). Ce profil reste cependant entouré d'incertitudes.

La baisse attendue des cours du pétrole peut refléter la perception par le marché d'une inversion partielle à venir de l'évolution 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 mondiale de pétrole de schiste. Cependant, dans le cas où des événements géopolitiques inattendus surviendraient à court et moyen terme dans d'importants pays producteurs de pétrole (par exemple en Russie) 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 ². L'évolution alternative repose sur l'hypothèse de niveaux des cours du pétrole supérieurs de 3%, 6% et 10% aux cours des contrats à terme en 2014, 2015 et 2016. Sur la base des modèles macroéconomiques élaborés par la BCE, le niveau plus élevé des cours du pétrole se traduirait par une progression de l'IPCH supérieure de 0,1 à 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.

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

² 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.

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

Le scénario de base établit l'hypothèse d'un taux de change effectif inchangé de l'euro jusqu'à la fin de l'horizon. Cela étant, un affaiblissement de l'euro pourrait résulter d'une détérioration des anticipations de croissance et d'inflation dans la zone euro par rapport à l'économie des États-Unis, ainsi que des anticipations d'orientations divergentes de la politique monétaire entre les deux économies, impliquant que les marchés tablent sur une période prolongée de bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro et une normalisation accélérée aux États-Unis. Une trajectoire alternative de l'euro, prévoyant une plus forte dépréciation, a été tirée du 25^e percentile de la distribution fournie, le 13 août 2014, par les densités neutres au risque calculées à partir des options pour le taux de change EUR/USD. Cette trajectoire table sur une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,24 en 2016, soit 7,4% en deçà de l'hypothèse du scénario de base. Les hypothèses correspondantes pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduisent des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux EUR/USD reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité d'environ 52%. Cela entraîne une divergence graduelle du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de base, s'établissant à 3,9% en deçà du scénario de base en 2016.

Les résultats des modèles macroéconomiques établis par les services de la BCE font état d'une augmentation de la croissance du PIB en volume (0,1-0,3 point de pourcentage en 2015 et 2016) et d'une accélération de la hausse de l'IPCH en 2015 et 2016 (0,2-0,3 point de pourcentage) dans un tel cas.

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 plusieurs gouvernements d'ici 2016.

Hypothèses sous-jacentes de l'analyse de sensibilité budgétaire

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

Sur la base de cette approche, l'assainissement supplémentaire nécessaire dans la zone euro devrait être très limité (moins de 0,1 % du PIB) en 2014, alors que d'autres mesures additionnelles sont considérées comme probables en 2015 (environ 0,3 % du PIB) et qu'elles seraient un peu moins nombreuses en 2016 (environ 0,1 % du PIB), ce qui donne un assainissement supplémentaire cumulé d'environ 0,4 % 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 indirecte, tandis que des mesures de relance consistant en des allègements de la fiscalité directe et des cotisations de sécurité sociale sont considérées comme probables en 2016.

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*³), sont résumés dans le tableau ci-dessous.

L'incidence de l'assainissement budgétaire supplémentaire sur la croissance du PIB en volume est limitée en 2014 mais devrait représenter environ - 0,2 point de pourcentage en 2015 et 2016. L'effet sur la hausse de l'IPCH devrait s'élever 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

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 ¹⁾	- 2,4	- 1,8	- 1,1
Projections budgétaires de référence	- 2,6	- 2,4	- 1,9
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire ²⁾	0,0	0,3	0,4
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire (en points de pourcentage) ³⁾			
Croissance du PIB en volume	0,0	- 0,2	- 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*).

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.

pas évident de distinguer sur l'horizon retenu pour cette analyse⁴. Dès lors, les résultats de cette analyse ne doivent pas être interprétés comme une remise en cause de la nécessité de procéder, sur l'horizon de projection, à de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire. De tels efforts s'imposent en effet en vue de rétablir des finances publiques saines dans la zone euro. Si ces mesures n'étaient pas prises, la valorisation de la dette souveraine pourrait s'en trouver affectée. De plus, cette situation pourrait avoir une incidence défavorable sur la confiance, ce qui freinerait la reprise économique.

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* du *Bulletin mensuel de la BCE*, avril 2014.

Encadré 4

IMPLICATIONS DES TENSIONS ENTRE L'UNION EUROPÉENNE ET LA RUSSIE POUR LES PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DES ÉCHANGES COMMERCIAUX DE LA ZONE EURO

Les tensions géopolitiques croissantes et le recul de la confiance en découlant ont certainement pesé sur l'activité dans la zone euro ces derniers temps. Selon le scénario de base, toutefois, les récentes tensions entre l'Union européenne et la Russie devraient avoir des conséquences très limitées sur les échanges commerciaux de la zone euro. La demande extérieure et les exportations de la zone euro devraient principalement être affectées par deux canaux.

Premièrement, les perspectives de l'économie russe se sont détériorées, ce qui entraîne une baisse de la demande et des importations russes sur l'horizon de projection par rapport aux projections publiées dans l'édition de juin du *Bulletin mensuel* et, par voie de conséquence, des implications négatives pour la demande extérieure et les exportations de la zone euro. L'escalade des tensions en Ukraine a incité l'Union européenne et les États-Unis à imposer de nouvelles sanctions, principalement financières, à la Russie. À la suite d'une contraction de 0,3% du PIB russe en rythme trimestriel au premier trimestre 2014, l'activité devrait demeurer faible durant les prochains trimestres, traduisant l'atonie de l'investissement due en partie aux hausses des taux d'intérêt décidées par la Banque de Russie, à un environnement financier intérieur et extérieur beaucoup plus tendu, à des sorties de capitaux et à une incertitude élevée. De plus, la consommation privée devrait être ralentie par les perspectives économiques incertaines et un moindre revenu réel disponible consécutivement à la hausse de l'inflation due également à la dépréciation du rouble. Cette détérioration de la demande intérieure russe constitue un frein à la croissance du PIB et des importations russes sur l'horizon de projection, impliquant une révision à la baisse des importations russes par rapport à la précédente projection. La Russie représentant environ 4,5% de la demande extérieure de la zone euro, cette évolution plus faible des importations russes réduit marginalement la demande extérieure de la zone euro, d'approximativement 0,1 point de pourcentage d'ici la fin 2016, par rapport à l'exercice précédent.

Par ailleurs, la Russie a mis en place un embargo sur les importations de certains produits alimentaires issus de pays ayant imposé des sanctions concernant des personnes ou des entités russes, et notamment sur les importations de denrées alimentaires provenant de la zone euro. Cet embargo touche quelque 2% du total des importations de biens et services de la Russie, ce qui constitue un nouveau frein à la croissance de ses importations sur l'horizon de projection. Pour mesurer les effets de ces restrictions sur les importations, on estime qu'environ un tiers des importations placées sous embargo peuvent immédiatement être remplacées par d'autres fournisseurs à l'étranger. Une faible contraction de la croissance des importations russes fin 2014 et début 2015 devrait résulter des deux tiers restants. Cela se traduit par une réduction, par rapport à l'exercice précédent, de moins de 0,1 point de pourcentage de la demande extérieure de la zone euro d'ici à début 2015.

Si les répercussions négatives devraient être contenues pour la demande extérieure de la zone euro, elles pourraient être plus marquées pour certains pays de la zone euro, en fonction de leurs liens

commerciaux avec la Russie. De plus, les tensions récentes semblent avoir provoqué un recul de la confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro.

Certaines réserves s'imposent concernant ces estimations. L'incidence négative de l'embargo russe sur les exportations de la zone euro pourrait dépasser, en importance, la révision à la baisse de la demande extérieure, puisque les mesures d'embargo visent spécifiquement la zone euro et quelques autres pays de l'OCDE et que cela n'est pas pris en compte dans les parts des échanges qui sont fixées. Les exportations de la zone euro risquent donc, plus probablement, de subir une baisse plus marquée que ce qui a été envisagé plus haut. Par contre, les pays de la zone euro pourraient réussir à trouver d'autres marchés à l'exportation, atténuant ainsi les effets de l'embargo.

Enfin, comme évoqué dans l'édition de juin 2014 du *Bulletin mensuel* (cf. l'encadré intitulé *L'exposition de la zone euro à la crise en Ukraine*), une nouvelle intensification des tensions dans la région pourrait conduire à d'autres sanctions contre la Russie et à la prise de mesures de rétorsion contre l'Union européenne par cette dernière. Les répercussions en termes d'activité et d'inflation seraient dans ce cas probablement beaucoup plus importantes pour la zone euro.

Encadré 5

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 la BCE, 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 la BCE.

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	Septembre 2014	0,9 [0,7 – 1,1]	1,6 [0,6 – 2,6]	1,9 [0,6 – 3,2]	0,6 [0,5 – 0,7]	1,1 [0,5 – 1,7]	1,4 [0,7 – 2,1]
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	Août 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus économique	Août 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Août 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
FMI	Juillet 2014	1,1	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.



Les projections relatives à la croissance du PIB en volume en 2015 et 2016 sont similaires ou légèrement inférieures à celles de la BCE. 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 la BCE ou faiblement supérieure. Pour 2016, la hausse moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les autres projections disponibles, entre 1,3% et 1,5%, contre 1,4% projeté par la BCE. Actuellement, toutes les prévisions disponibles pour 2015 et 2016 se situent à l'intérieur des intervalles de projection de la BCE indiqués dans le tableau.

STATISTIQUES DE LA ZONE EURO

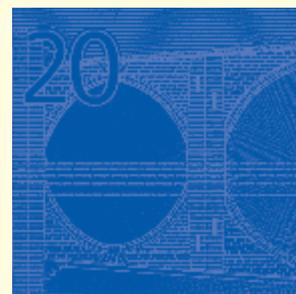


TABLE DES MATIÈRES ¹

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro

S5

I STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

2 STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

3 COMPTES DE LA ZONE EURO

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

4 MARCHÉS FINANCIERS

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

5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

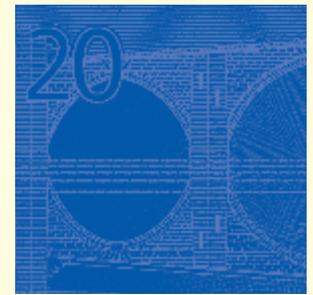
5.1	IPCH, autres prix et coûts	S47
5.2	Production et demande	S50
5.3	Marché du travail	S54

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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



VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

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

1. Évolutions monétaires et taux d'intérêt ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2), 3)}	M3 ^{2), 3)} Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques ²⁾	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM ²⁾	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	0,9	0,22	2,24
2013 T3	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,5	0,22	2,05
2013 T4	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,4	0,24	2,24
2014 T1	6,0	2,4	1,2	-	-2,3	-1,1	0,30	1,82
2014 T2	5,2	2,1	1,1	-	-1,9	-1,6	0,30	1,44
2014 Mars	5,6	2,2	1,0	1,1	-2,2	-1,2	0,31	1,82
2014 Avril	5,2	2,0	0,8	1,0	-1,8	-2,7	0,33	1,72
2014 Mai	5,0	2,1	1,1	1,2	-2,0	-1,0	0,32	1,56
2014 Juin	5,4	2,3	1,6	1,5	-1,8	-1,1	0,24	1,44
2014 Juillet	5,6	2,5	1,8	.	-1,6	.	0,21	1,34
2014 Août	.	.	.	.	.	.	0,19	1,03

2. Prix, production, demande et marché du travail

	IPCH ¹⁾	Prix à la production	Coûts horaires de main-d'œuvre	PIB en volume (données cvs)	Production industrielle (hors construction)	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%)	Emploi (données cvs)	Chômage (% de la population active ; données cvs)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,9	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,5	-0,4	-0,7	78,3	-0,8	11,9
2013 T4	0,8	-1,1	1,6	0,5	1,6	79,3	-0,4	11,9
2014 T1	0,7	-1,5	0,9	0,9	1,3	79,8	0,1	11,7
2014 T2	0,6	-1,0	.	0,7	0,8	79,7	.	11,6
2014 Mars	0,5	-1,6	-	-	0,3	-	-	11,7
2014 Avril	0,7	-1,2	-	-	1,8	79,5	-	11,6
2014 Mai	0,5	-1,0	-	-	0,6	-	-	11,6
2014 Juin	0,5	-0,8	-	-	0,0	-	-	11,5
2014 Juillet	0,4	-1,1	-	-	.	79,8	-	11,5
2014 Août	0,3	.	-	-	.	-	-	.

3. Statistiques extérieures

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

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période)	Position extérieure nette (en % du PIB)	Dette extérieure brute (en % du PIB)	Taux de change effectif de l'euro : TCE-20 ⁵⁾ (indice T1 1999 = 100)		Taux de change EUR/USD
	Comptes de transactions courantes et de capital	Biens	Investissements directs et de portefeuille cumulés				Nominal	Réel (sur la base de l'IPC)	
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848
2013	249,3	165,3	78,1	542,1	-12,0	120,8	101,7	98,9	1,3281
2013 T3	56,0	38,1	-7,7	586,8	-13,3	125,2	101,9	99,2	1,3242
2013 T4	97,0	48,1	42,7	542,1	-12,0	120,8	103,1	100,0	1,3610
2014 T1	37,1	36,9	39,4	570,6	-12,2	122,5	103,9	100,7	1,3696
2014 T2	51,6	43,2	-20,6	583,0	.	.	103,8	100,1	1,3711
2014 Mars	21,5	19,2	-31,0	570,6	-	-	104,6	101,3	1,3823
2014 Avril	20,0	15,7	-105,2	568,0	-	-	104,5	101,0	1,3813
2014 Mai	9,5	13,1	70,6	568,8	-	-	103,8	100,1	1,3732
2014 Juin	22,2	14,4	13,9	583,0	-	-	103,0	99,2	1,3592
2014 Juillet	.	.	.	585,1	-	-	102,6	98,7	1,3539
2014 Août	.	.	.	.	-	-	101,9	98,0	1,3316

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

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

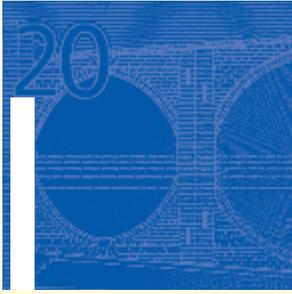
1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

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

3) M3 et ses composantes ne recouvrent pas les avoirs des non-résidents de la zone euro en titres d'OPCVM monétaires et en titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans.

4) Calculés à partir des courbes de rendements d'obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7

5) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales



STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

1. Actif	1 ^{er} août 2014	8 août 2014	15 août 2014	22 août 2014	29 août 2014
Avoirs et créances en or	334 432	334 432	334 432	334 433	334 433
Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro	248 462	249 403	249 072	249 284	249 547
Créances en devises sur les résidents de la zone euro	24 897	24 521	24 540	24 308	24 229
Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro	18 526	18 905	19 250	19 904	20 881
Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	533 535	504 912	501 031	497 636	517 578
Opérations principales de refinancement	133 304	107 922	108 203	107 612	131 762
Opérations de refinancement à plus long terme	400 184	396 974	392 824	389 963	384 899
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	45	17	4	4	917
Appels de marge versés	3	0	0	57	0
Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro	74 200	66 126	66 759	61 941	62 628
Titres en euros émis par les résidents de la zone euro	556 809	559 131	560 880	557 715	559 853
Titres détenus à des fins de politique monétaire	199 011	199 011	199 011	195 445	195 445
Autres titres	357 799	360 120	361 869	362 270	364 409
Créances en euros sur les administrations publiques	26 705	26 709	26 709	26 709	26 709
Autres actifs	242 118	241 119	240 501	241 089	242 857
Total de l'actif	2 059 683	2 025 258	2 023 176	2 013 019	2 038 716
2. Passif					
Billets en circulation	971 423	973 405	975 642	970 274	971 290
Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	263 858	235 871	241 501	230 875	253 654
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	219 715	214 475	221 620	205 216	222 757
Facilité de dépôt	44 118	21 146	19 849	25 626	30 864
Reprises de liquidité en blanc	0	0	0	0	0
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	25	251	33	33	33
Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	4 818	5 012	4 804	4 801	4 854
Certificats de dette émis	0	0	0	0	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	105 767	96 732	86 283	95 070	93 069
Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro	44 234	43 771	43 768	41 998	41 585
Engagements en devises envers les résidents de la zone euro	1 269	1 015	1 012	1 082	1 050
Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro	5 399	6 280	6 121	5 850	6 052
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	53 368	53 368	53 368	53 368	53 368
Autres passifs	212 818	213 077	213 948	212 973	217 064
Comptes de réévaluation	301 418	301 418	301 418	301 418	301 418
Capital et réserves	95 311	95 311	95 311	95 312	95 312
Total du passif	2 059 683	2 025 258	2 023 176	2 013 019	2 038 716

Source : BCE

1.2 Taux directeurs de la BCE

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

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

Source : BCE

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

1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres ^{1), 2)}

(montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

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

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
					Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Opérations principales de refinancement								
2014 28 mai	174 002	267	174 002	0,25	–	–	–	7
4 juin	149 351	229	149 351	0,25	–	–	–	7
11	136 766	193	136 766	0,15	–	–	–	7
18	97 887	150	97 887	0,15	–	–	–	7
25	115 041	151	115 041	0,15	–	–	–	7
2 juillet	97 103	124	97 103	0,15	–	–	–	7
9	94 150	138	94 150	0,15	–	–	–	7
16	99 908	142	99 908	0,15	–	–	–	7
23	97 887	139	97 887	0,15	–	–	–	7
30	133 304	162	133 304	0,15	–	–	–	7
6 août	107 922	131	107 922	0,15	–	–	–	7
13	108 203	132	108 203	0,15	–	–	–	7
20	107 612	131	107 612	0,15	–	–	–	7
27	131 762	135	131 762	0,15	–	–	–	7
3 septembre	111 199	124	111 199	0,15	–	–	–	7
Opérations de refinancement à plus long terme ⁵⁾								
2014 12 février	6 480	30	6 480	0,25	–	–	–	28
27	6 297	63	6 297	0,25	–	–	–	91
12 mars	7 522	30	7 522	0,25	–	–	–	28
27	11 617	83	11 617	0,23	–	–	–	91
9 avril	28 023	35	28 023	0,25	–	–	–	35
2 mai	13 193	97	13 193	0,19	–	–	–	90
14	32 335	54	32 335	0,25	–	–	–	28
29	10 949	89	10 949	0,16	–	–	–	91
11 juin	9 970	44	9 970	0,15	–	–	–	28
26 ⁶⁾	10 386	84	10 386	.	–	–	–	91
31 juillet ⁶⁾	6 786	91	6 786	.	–	–	–	91
28 août ⁶⁾	7 244	72	7 244	.	–	–	–	91

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

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)	
						Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal ⁴⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2014 5 mars	Reprise de liquidité en blanc	219 131	165	175 500	–	–	0,25	0,23	0,22	7
12	Reprise de liquidité en blanc	219 077	159	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7
19	Reprise de liquidité en blanc	223 227	160	175 500	–	–	0,25	0,22	0,21	7
26	Reprise de liquidité en blanc	180 901	138	175 500	–	–	0,25	0,25	0,22	7
2 avril	Reprise de liquidité en blanc	199 721	152	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7
9	Reprise de liquidité en blanc	192 515	156	172 500	–	–	0,25	0,24	0,22	7
16	Reprise de liquidité en blanc	153 364	139	153 364	–	–	0,25	0,25	0,23	7
23	Reprise de liquidité en blanc	166 780	139	166 780	–	–	0,25	0,25	0,23	7
30	Reprise de liquidité en blanc	103 946	121	103 946	–	–	0,25	0,25	0,24	7
7 mai	Reprise de liquidité en blanc	165 533	158	165 533	–	–	0,25	0,25	0,23	7
14	Reprise de liquidité en blanc	144 281	141	144 281	–	–	0,25	0,25	0,24	7
21	Reprise de liquidité en blanc	137 465	148	137 465	–	–	0,25	0,25	0,24	7
28	Reprise de liquidité en blanc	102 878	119	102 878	–	–	0,25	0,25	0,25	7
4 juin	Reprise de liquidité en blanc	119 200	140	119 200	–	–	0,25	0,25	0,24	7
11	Reprise de liquidité en blanc	108 650	122	108 650	–	–	0,15	0,15	0,13	7

Source : BCE

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

1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité

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

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

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif ¹⁾			Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis > à 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée > à 2 ans
	1	2	3	4	5	6	
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5	
2011	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8	
2012	18 564,7	9 971,7	637,5	2 583,9	1 163,1	4 208,4	
2013	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1	
2014 Février	17 994,9	9 825,2	572,2	2 409,7	1 281,0	3 906,9	
Mars	17 978,0	9 885,5	553,4	2 395,7	1 232,6	3 910,7	
Avril	18 035,7	9 948,1	541,3	2 364,4	1 257,2	3 924,7	
Mai	18 077,2	10 002,9	543,9	2 356,2	1 270,3	3 903,9	
Juin	17 990,3	10 022,5	546,3	2 342,3	1 208,3	3 870,9	

2. Constitution des réserves

Période de constitution prenant fin en :	Réserves à constituer	Comptes courants des établissements de crédit	Excédents de réserves	Déficits de réserves	Taux de rémunération des réserves obligatoires
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 8 avril	103,6	195,2	91,6	0,0	0,25
13 mai	103,5	191,2	87,7	0,0	0,25
10 juin	103,9	192,3	88,3	0,0	0,25
8 juillet	104,4	214,3	109,8	0,0	0,15
12 août	105,0	210,2	105,2	0,0	0,15
9 septembre	105,2	.	.	.	.

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								Autres facteurs (net)	11			12
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité ²⁾	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité ³⁾	Billets en circulation						Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1	
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3	
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0	
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4	
2014 11 mars	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1 162,8	
8 avril	518,9	105,4	534,6	0,7	227,5	29,2	175,5	938,4	73,8	-25,0	195,2	1 162,8	
13 mai	536,4	128,1	519,6	0,2	222,6	29,7	152,4	947,9	87,7	-2,1	191,2	1 168,8	
10 juin	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1 171,6	
8 juillet	540,0	111,7	460,1	0,1	209,0	23,9	27,2	958,1	110,0	-12,5	214,3	1 196,3	
12 août	547,6	106,6	414,7	0,3	202,2	24,6	0,0	967,6	92,4	-23,6	210,2	1 202,5	

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
- Dont la liquidité fournie dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées et du Programme pour les marchés de titres de l'Eurosystème
- Dont la liquidité absorbée dans le cadre des opérations de *swaps* de change de l'Eurosystème

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



STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires ²⁾	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs
		Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM	Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosystème														
2012	5 288,1	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	–	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4 073,0	2 283,2	15,0	1,2	2 267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 T1	3 916,3	2 087,4	15,0	1,2	2 071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	–	26,6	658,0	7,9	414,5
T2	3 735,9	1 897,2	13,6	1,2	1 882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	–	27,0	675,0	8,1	422,3
2014 Avril	3 926,6	2 101,1	14,1	1,2	2 085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	–	26,7	662,3	8,0	416,3
Mai	3 888,0	2 064,3	14,1	1,3	2 049,0	706,3	567,1	17,4	121,8	–	26,9	664,3	8,0	418,2
Juin	3 735,9	1 897,2	13,6	1,2	1 882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	–	27,0	675,0	8,1	422,3
Juillet ^(p)	3 654,1	1 815,5	13,6	1,2	1 800,7	699,3	564,3	14,2	120,7	–	26,5	680,3	8,1	424,5
IFM hors Eurosystème														
2012	32 694,8	17 987,2	1 153,4	11 043,4	5 790,4	4 901,8	1 627,0	1 423,3	1 851,6	66,8	1 227,8	4 045,7	214,7	4 250,9
2013	30 444,4	16 981,3	1 082,4	10 649,1	5 249,7	4 673,4	1 694,4	1 335,7	1 643,3	58,1	1 232,5	3 855,8	210,6	3 432,7
2014 T1	30 586,6	16 942,5	1 092,9	10 638,3	5 211,2	4 699,7	1 774,6	1 307,1	1 617,9	54,0	1 248,9	3 981,5	202,3	3 457,8
T2	30 730,9	16 887,2	1 087,7	10 606,6	5 193,0	4 693,0	1 808,5	1 302,7	1 581,8	45,4	1 236,7	4 077,3	203,2	3 588,1
2014 Avril	30 742,1	16 962,4	1 093,7	10 650,9	5 217,8	4 680,4	1 790,6	1 272,1	1 617,7	54,0	1 267,8	4 035,9	202,8	3 538,8
Mai	30 869,6	16 927,1	1 095,4	10 587,6	5 244,2	4 716,8	1 806,9	1 315,7	1 594,3	51,7	1 255,8	4 107,0	203,1	3 608,1
Juin	30 730,9	16 887,2	1 087,7	10 606,6	5 193,0	4 693,0	1 808,5	1 302,7	1 581,8	45,4	1 236,7	4 077,3	203,2	3 588,1
Juillet ^(p)	30 892,4	16 871,9	1 097,0	10 577,0	5 197,9	4 672,3	1 799,7	1 306,9	1 565,6	43,3	1 238,4	4 172,9	203,5	3 690,2

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs
			Total	Administration centrale	Autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosystème											
2012	5 288,1	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	–	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4 073,0	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	406,3	202,2	477,8
2014 T1	3 916,3	965,6	1 860,2	86,1	38,4	1 735,7	–	0,0	440,5	166,5	483,5
T2	3 735,9	986,1	1 652,4	101,1	49,9	1 501,4	–	0,0	459,4	148,7	489,2
2014 Avril	3 926,6	975,4	1 859,4	112,4	50,2	1 696,8	–	0,0	440,0	167,5	484,2
Mai	3 888,0	980,3	1 811,4	116,7	50,8	1 643,8	–	0,0	442,2	167,8	486,3
Juin	3 735,9	986,1	1 652,4	101,1	49,9	1 501,4	–	0,0	459,4	148,7	489,2
Juillet ^(p)	3 654,1	996,3	1 564,8	98,2	45,9	1 420,8	–	0,0	464,4	136,4	492,1
IFM hors Eurosystème											
2012	32 694,8	–	17 195,3	169,6	10 870,4	6 155,3	534,7	4 848,9	2 344,0	3 494,8	4 277,2
2013	30 444,4	–	16 646,2	152,5	10 941,1	5 552,6	462,9	4 352,6	2 399,6	3 106,7	3 476,5
2014 T1	30 586,6	–	16 654,3	181,1	10 955,7	5 517,5	458,1	4 297,7	2 452,9	3 225,3	3 498,3
T2	30 730,9	–	16 725,3	214,8	10 984,7	5 525,8	437,4	4 236,4	2 456,0	3 226,1	3 649,7
2014 Avril	30 742,1	–	16 660,3	144,1	10 927,2	5 588,9	463,1	4 284,1	2 462,6	3 295,6	3 576,4
Mai	30 869,6	–	16 742,2	172,9	10 952,3	5 617,0	456,6	4 279,2	2 452,4	3 309,0	3 630,2
Juin	30 730,9	–	16 725,3	214,8	10 984,7	5 525,8	437,4	4 236,4	2 456,0	3 226,1	3 649,7
Juillet ^(p)	30 892,4	–	16 716,6	194,6	10 986,4	5 535,6	452,7	4 210,6	2 465,5	3 300,1	3 747,0

Source : BCE.

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

2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro ¹⁾

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

1. Actif

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs ²⁾
		Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro	Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	26 251,1	12 214,6	1 170,3	11 044,3	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 571,8
2013	24 649,7	11 747,7	1 097,4	10 650,3	3 622,6	2 262,0	1 360,6	792,1	4 488,2	218,9	3 780,2
2014 T1	24 907,2	11 747,5	1 108,0	10 639,5	3 682,7	2 352,6	1 330,0	804,2	4 639,5	210,2	3 823,2
T2	25 134,0	11 709,1	1 101,3	10 607,8	3 696,2	2 377,9	1 318,3	805,5	4 752,3	211,3	3 959,7
2014 Avril	25 048,9	11 759,9	1 107,7	10 652,1	3 652,9	2 358,2	1 294,8	825,6	4 698,2	210,8	3 901,5
Mai	25 177,6	11 698,3	1 109,4	10 588,9	3 707,0	2 373,9	1 333,1	815,0	4 771,3	211,1	3 974,9
Juin	25 134,0	11 709,1	1 101,3	10 607,8	3 696,2	2 377,9	1 318,3	805,5	4 752,3	211,3	3 959,7
Juillet ^(p)	25 307,3	11 688,8	1 110,6	10 578,2	3 685,2	2 364,0	1 321,1	805,6	4 853,2	211,6	4 063,1
Flux											
2012	90,3	-35,5	-4,7	-30,8	112,1	183,0	-70,9	38,6	-150,0	-14,0	139,1
2013	-1 616,7	-278,4	-73,7	-204,7	-26,6	46,2	-72,8	14,1	-79,3	-2,1	-1 244,5
2014 T1	185,0	-2,7	9,1	-11,8	35,4	58,8	-23,4	13,4	117,6	-8,8	30,2
T2	165,5	-18,3	-6,0	-12,4	-8,9	2,6	-11,5	5,3	68,3	1,4	117,7
2014 Avril	141,4	15,3	0,1	15,1	-36,8	-0,1	-36,7	19,6	65,0	0,5	77,8
Mai	82,2	-60,3	1,6	-61,9	45,7	9,1	36,6	-12,8	36,6	0,4	72,8
Juin	-58,1	26,7	-7,7	34,4	-17,8	-6,4	-11,4	-1,5	-33,2	0,5	-32,9
Juillet ^(p)	137,2	-11,5	7,6	-19,1	-17,4	-19,3	1,9	4,0	60,5	0,3	101,3

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Titres d'OPCVM monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ²⁾	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
Encours										
2012	26 251,1	876,8	251,0	10 934,9	467,9	2 853,2	2 396,4	3 793,4	4 729,6	-52,1
2013	24 649,7	921,2	214,8	10 981,2	404,8	2 586,4	2 340,4	3 308,9	3 954,3	-62,3
2014 T1	24 907,2	916,5	267,2	10 994,1	404,1	2 558,8	2 422,1	3 391,9	3 981,7	-29,2
T2	25 134,0	935,3	315,9	11 034,6	392,1	2 533,2	2 457,3	3 374,9	4 138,9	-48,1
2014 Avril	25 048,9	921,8	256,5	10 977,4	409,1	2 544,4	2 433,7	3 463,2	4 060,6	-17,9
Mai	25 177,6	928,9	289,6	11 003,1	405,0	2 563,1	2 426,9	3 476,8	4 116,5	-32,3
Juin	25 134,0	935,3	315,9	11 034,6	392,1	2 533,2	2 457,3	3 374,9	4 138,9	-48,1
Juillet ^(p)	25 307,3	944,7	292,8	11 032,3	409,5	2 524,2	2 470,5	3 436,5	4 239,2	-42,3
Flux										
2012	90,3	19,5	-5,1	180,5	-18,2	-125,3	156,0	-251,4	151,2	-16,9
2013	-1 616,7	44,4	-37,0	162,8	-46,6	-199,2	79,1	-441,6	-1 187,2	8,6
2014 T1	185,0	-5,3	52,0	8,5	6,9	-26,6	38,5	63,3	13,7	34,1
T2	165,5	18,8	48,7	35,9	-11,8	-20,7	17,6	-43,5	134,8	-14,2
2014 Avril	141,4	5,3	-10,7	-16,0	5,1	-12,8	7,4	74,5	77,0	11,5
Mai	82,2	7,1	33,1	20,5	-4,1	11,9	-9,1	-14,9	51,9	-14,3
Juin	-58,1	6,4	26,3	31,3	-12,8	-19,9	19,2	-103,1	5,9	-11,4
Juillet ^(p)	137,2	9,4	-23,1	-5,0	17,5	-17,0	14,6	32,6	102,7	5,5

Source : BCE.

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

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

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

1. Agrégats monétaires ²⁾ et contreparties

	M1		M2	M3 - M2	M3	M3 Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Engagements financiers à long terme	Créances sur les administrations publiques	Créances sur les autres résidents de la zone euro ³⁾		Créances nettes sur les non-résidents ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prêts	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁵⁾	11	12
Encours												
2012	5 107,1	3 882,3	8 989,4	789,8	9 779,3	-	7 569,0	3 406,0	13 055,3	10 854,0	-	1 035,4
2013	5 391,1	3 812,4	9 203,5	624,7	9 828,1	-	7 303,2	3 402,3	12 693,8	10 539,9	-	1 161,9
2014 T1	5 488,3	3 791,7	9 280,0	602,1	9 882,1	-	7 348,6	3 453,1	12 658,1	10 530,8	-	1 262,8
T2	5 547,2	3 808,4	9 355,6	602,2	9 957,8	-	7 288,8	3 439,6	12 595,0	10 467,5	-	1 364,1
2014 Avril	5 497,4	3 788,2	9 285,6	589,3	9 874,9	-	7 329,2	3 458,6	12 632,0	10 551,5	-	1 271,5
Mai	5 532,7	3 799,9	9 332,6	594,3	9 926,9	-	7 323,7	3 466,1	12 610,9	10 492,4	-	1 307,5
Juin	5 547,2	3 808,4	9 355,6	602,2	9 957,8	-	7 288,8	3 439,6	12 595,0	10 467,5	-	1 364,1
Juillet ^(p)	5 597,9	3 806,9	9 404,8	611,4	10 016,2	-	7 295,2	3 465,3	12 576,0	10 437,4	-	1 415,0
Flux												
2012	307,4	78,6	386,0	-55,8	330,2	-	-116,7	184,3	-103,2	-71,0	-15,4	100,1
2013	291,2	-66,7	224,5	-124,1	100,3	-	-89,8	-25,1	-305,9	-247,9	-221,6	361,5
2014 T1	89,3	-23,9	65,4	-14,5	50,9	-	9,0	17,2	-28,2	-10,0	-7,3	87,1
T2	56,6	15,6	72,2	3,3	75,5	-	-76,8	-35,1	-39,4	-44,0	11,8	83,3
2014 Avril	9,5	-3,3	6,2	-10,6	-4,3	-	-24,1	0,3	-26,7	23,2	24,4	11,7
Mai	32,5	10,5	43,0	5,0	48,1	-	-15,8	0,8	-23,7	-57,7	-8,7	28,0
Juin	14,5	8,3	22,9	8,8	31,7	-	-36,9	-36,2	11,0	-9,5	-4,0	43,7
Juillet ^(p)	50,9	-2,6	48,3	9,4	57,7	-	-2,0	18,7	-5,6	-19,7	-20,9	39,6
Taux de croissance												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,6	3,5	3,5	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	100,1
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,1	361,5
2014 T1	5,6	-2,3	2,2	-13,6	1,0	1,1	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	382,6
T2	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	387,8
2014 Avril	5,2	-2,4	2,0	-14,2	0,8	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-1,8	-1,6	379,8
Mai	5,0	-1,9	2,1	-12,1	1,1	1,2	-1,2	-1,4	-2,6	-2,0	-1,4	353,3
Juin	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	387,8
Juillet ^(p)	5,6	-1,8	2,5	-6,8	1,8	.	-1,3	-1,8	-2,0	-1,6	-1,0	416,5

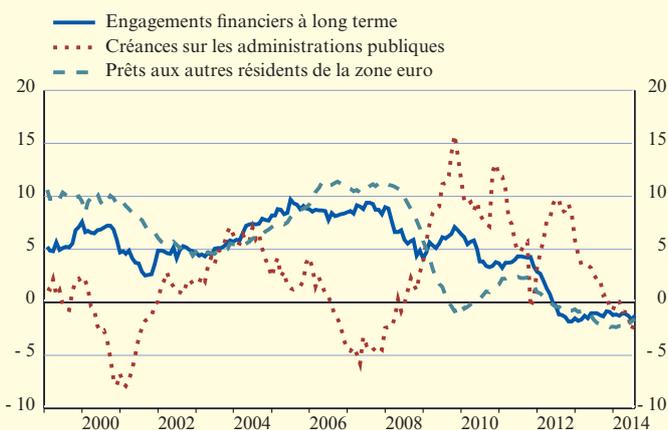
G1 Agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



G2 Contreparties ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE.

- Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 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.
- 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.
- 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.
- Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou titrisation.

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

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

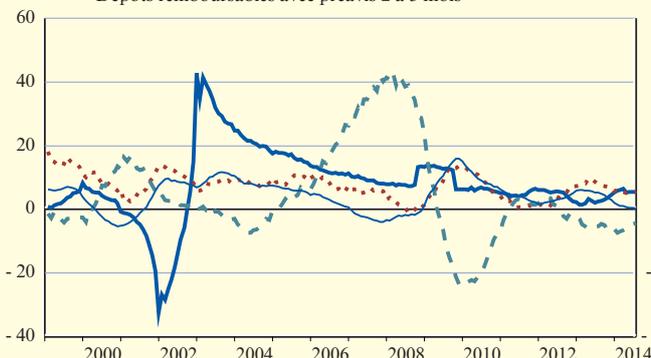
2. Composantes des agrégats monétaires et des engagements financiers à long terme

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions ²⁾	Titres d'OPCVM monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	863,9	4 243,1	1 801,8	2 080,6	123,7	483,3	182,9	2 685,0	106,1	2 395,2	2 382,7
2013	909,6	4 481,5	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	87,9	2 510,7	91,7	2 372,4	2 328,4
2014 T1	926,3	4 562,0	1 667,4	2 124,3	116,8	402,0	83,2	2 472,6	91,2	2 358,7	2 426,2
T2	930,2	4 617,0	1 675,8	2 132,6	131,4	394,4	76,4	2 454,1	89,9	2 299,2	2 445,6
2014 Avril	925,7	4 571,7	1 664,3	2 123,9	119,3	401,8	68,3	2 468,5	91,1	2 323,1	2 446,5
Mai	928,5	4 604,2	1 672,9	2 127,0	120,8	396,3	77,3	2 480,9	91,1	2 311,9	2 439,8
Juin	930,2	4 617,0	1 675,8	2 132,6	131,4	394,4	76,4	2 454,1	89,9	2 299,2	2 445,6
Juillet ^(p)	935,5	4 662,5	1 674,3	2 132,6	129,8	410,7	70,9	2 451,0	90,4	2 289,3	2 464,5
Flux											
2012	20,2	287,2	-36,0	114,7	-17,0	-20,0	-18,8	-105,9	-10,2	-156,3	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,6	-137,3	-14,3	-18,7	80,5
2014 T1	16,1	73,2	-26,2	2,2	-2,1	-8,1	-4,3	-37,5	-0,5	-7,7	54,7
T2	3,9	52,7	7,3	8,3	14,4	-7,4	-3,6	-16,8	-1,3	-60,4	1,8
2014 Avril	-0,7	10,2	-3,0	-0,3	2,5	-0,2	-12,9	-4,7	-0,1	-35,4	16,1
Mai	2,8	29,6	7,6	3,0	1,2	-5,4	9,2	5,5	0,0	-12,2	-9,1
Juin	1,7	12,8	2,8	5,6	10,6	-1,8	0,0	-17,7	-1,2	-12,8	-5,2
Juillet ^(p)	5,3	45,6	-2,5	-0,1	-1,8	16,3	-5,1	-11,4	0,5	-11,4	20,3
Taux de croissance											
2012	2,4	7,2	-1,9	5,8	-11,8	-3,9	-9,8	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,6	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 T1	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-10,4	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
T2	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,3	-25,6	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
2014 Avril	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,8	-9,2	-39,0	-4,1	-8,3	-2,7	4,3
Mai	5,5	4,9	-4,7	0,5	-7,0	-9,4	-27,7	-3,2	-6,7	-3,5	3,4
Juin	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,3	-25,6	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
Juillet ^(p)	5,6	5,6	-4,2	0,2	1,2	-3,9	-28,1	-2,6	-5,1	-4,3	3,4

G3 Composantes des agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)

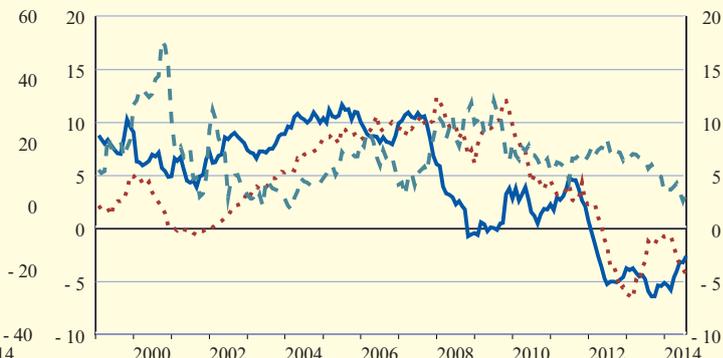
- Monnaie fiduciaire
- Dépôts à vue
- - - Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans
- Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois



G4 Composantes des engagements financiers à long terme ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)

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



Source : BCE.

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

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

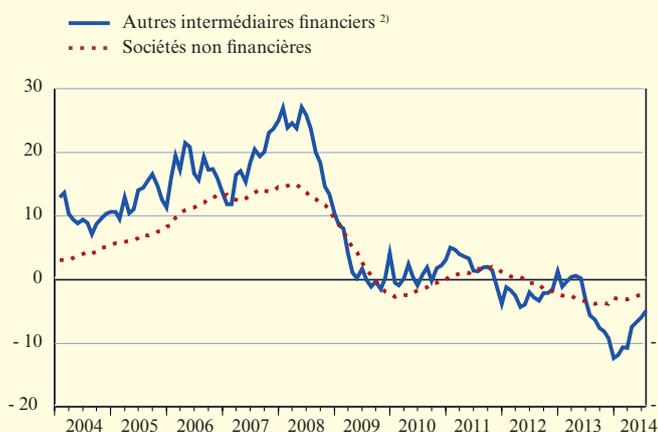
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Prêts en tant que contrepartie de M3

	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Autres intermédiaires financiers ²⁾		Sociétés non financières			Ménages ³⁾				
	Total	Total	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
Encours												
2012	89,0	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	865,5	4 355,7	–	1 067,5	740,5	2 547,8	5 220,4	–	573,3	3 851,3	795,7
2014 T1	101,1	860,2	4 337,1	–	1 058,7	732,0	2 546,4	5 232,3	–	572,6	3 867,2	792,5
T2	98,3	872,2	4 307,8	–	1 056,4	734,6	2 516,8	5 189,1	–	569,9	3 831,2	787,9
2014 Avril	100,0	885,7	4 329,3	–	1 047,4	738,5	2 543,4	5 236,5	–	571,2	3 871,9	793,4
Mai	95,9	887,7	4 317,3	–	1 038,6	734,2	2 544,4	5 191,5	–	568,2	3 833,3	790,1
Juin	98,3	872,2	4 307,8	–	1 056,4	734,6	2 516,8	5 189,1	–	569,9	3 831,2	787,9
Juillet ^(p)	102,5	850,7	4 294,1	–	1 051,6	731,3	2 511,2	5 190,1	–	570,2	3 833,2	786,8
Flux												
2012	-2,0	12,7	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-120,6	-133,1	-127,9	-44,6	-44,9	-43,7	-3,7	14,1	-18,0	27,4	-13,1
2014 T1	2,8	6,9	-28,0	-26,9	-6,6	-6,8	-14,6	8,3	9,7	0,5	10,7	-2,8
T2	-2,8	12,4	-16,7	-6,2	-0,2	7,2	-23,7	-36,9	7,8	-2,1	-34,5	-0,3
2014 Avril	-1,2	25,7	-6,4	-3,5	-10,7	6,8	-2,5	5,0	2,9	-1,1	4,9	1,3
Mai	-4,1	0,8	-10,8	-7,6	-8,5	-3,6	1,4	-43,6	2,1	-2,4	-38,9	-2,3
Juin	2,5	-14,1	0,4	4,9	19,1	4,0	-22,7	1,7	2,8	1,3	-0,4	0,7
Juillet ^(p)	4,1	-11,9	-14,1	-15,8	-5,3	-2,8	-6,0	2,2	2,9	0,0	2,5	-0,3
Taux de croissance												
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	-12,3	-2,9	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 T1	9,0	-10,8	-3,1	-3,1	-4,9	-5,1	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,8
T2	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,5	-0,4	-1,4
2014 Avril	5,4	-7,4	-2,8	-2,8	-5,1	-3,7	-1,5	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7
Mai	2,9	-6,7	-2,6	-2,6	-4,9	-4,2	-1,2	-0,7	0,4	-2,2	-0,3	-1,8
Juin	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,5	-0,4	-1,4
Juillet ^(p)	7,1	-4,9	-2,3	-2,2	-2,4	-3,7	-1,9	-0,5	0,5	-1,7	-0,1	-1,3

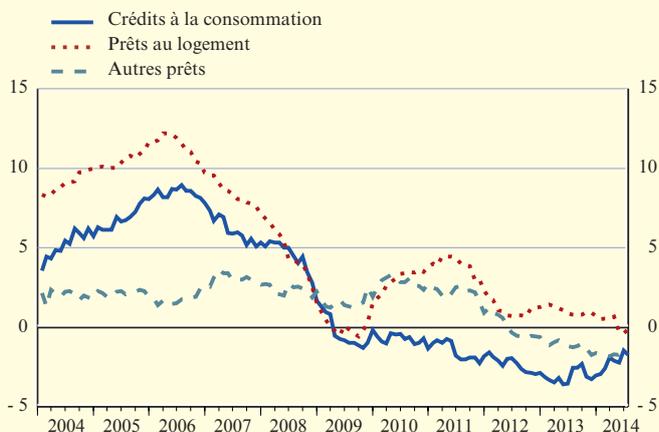
G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



G6 Prêts aux ménages ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Sont exclues les opérations de prise en pension de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.
- 3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.
- 4) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation.

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

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

1. Prêts aux intermédiaires financiers et aux sociétés non financières

	Sociétés d'assurance et fonds de pension				Autres intermédiaires financiers					Sociétés non financières			
	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Pensions auprès des contreparties centrales	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	984,8	122,9	439,4	223,7	321,7	4 344,6	1 059,2	739,4	2 545,9
2014 T1	99,4	82,0	4,0	13,4	979,0	117,8	440,3	221,2	317,4	4 336,4	1 061,1	731,3	2 544,1
T2	99,1	82,9	3,9	12,2	997,0	121,3	449,8	234,6	312,6	4 316,0	1 066,1	735,3	2 514,6
2014 Mai	97,2	80,3	4,0	12,9	988,4	96,2	432,1	231,6	324,7	4 319,0	1 042,0	736,0	2 541,0
Juin	99,1	82,9	3,9	12,2	997,0	121,3	449,8	234,6	312,6	4 316,0	1 066,1	735,3	2 514,6
Juillet ^(p)	104,3	87,6	4,5	12,2	975,9	125,5	429,0	234,7	312,1	4 304,1	1 057,1	733,0	2 514,1
Flux													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-75,7	44,8	-54,8	3,9	-24,9	-133,6	-44,4	-44,9	-44,3
2014 T1	9,3	9,4	-0,2	0,1	6,2	-5,2	4,6	-3,7	5,3	-17,6	4,0	-6,5	-15,1
T2	-0,2	0,9	0,0	-1,1	18,4	3,6	9,6	13,6	-4,8	-7,8	7,1	8,7	-23,6
2014 Mai	-2,1	-2,2	-0,1	0,1	-8,7	-8,6	-5,4	3,9	-7,2	-8,6	-9,4	-0,5	1,2
Juin	1,9	2,6	0,0	-0,6	10,0	25,1	18,2	3,6	-11,8	6,9	25,4	2,9	-21,4
Juillet ^(p)	5,1	4,6	0,5	0,0	-11,4	4,2	-10,6	0,0	-0,8	-12,3	-9,6	-1,8	-0,9
Taux de croissance													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,7	24,4	-10,3	1,9	-7,1	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 T1	8,9	9,1	2,6	9,7	-8,8	0,0	-13,8	2,3	-7,6	-3,1	-4,9	-5,1	-1,6
T2	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,5	-2,6	-11,2	10,1	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
2014 Mai	2,7	2,1	4,6	6,0	-7,6	-19,9	-15,7	6,9	-3,8	-2,7	-4,9	-4,2	-1,3
Juin	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,5	-2,6	-11,2	10,1	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
Juillet ^(p)	7,0	7,4	25,4	-0,7	-2,2	13,2	-6,2	9,6	-4,1	-2,3	-2,4	-3,7	-1,9

2. Prêts aux ménages ³⁾

	Total	Crédits à la consommation				Prêts au logement				Autres prêts				
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Entrepreneurs individuels 11	12	13	14
Encours														
2013	5 229,7	575,8	128,6	169,5	277,7	3 857,5	12,7	55,4	3 789,4	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 T1	5 223,6	570,1	126,9	166,3	277,0	3 863,1	13,1	54,7	3 795,3	790,4	400,9	135,1	75,9	579,3
T2	5 194,5	572,1	125,7	168,9	277,5	3 829,6	13,2	54,5	3 761,9	792,8	399,8	141,1	75,5	576,3
2014 Mai	5 183,0	567,5	124,8	164,8	277,9	3 826,6	13,1	54,4	3 759,2	788,9	398,8	133,3	76,1	579,5
Juin	5 194,5	572,1	125,7	168,9	277,5	3 829,6	13,2	54,5	3 761,9	792,8	399,8	141,1	75,5	576,3
Juillet ^(p)	5 192,7	571,4	123,5	169,9	278,0	3 836,0	13,3	54,6	3 768,1	785,4	399,3	133,7	75,0	576,6
Flux														
2013	-4,2	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,2	-1,4	-1,5	30,1	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2014 T1	-9,8	-4,4	-1,5	-1,6	-1,3	0,3	0,2	-1,0	1,1	-5,7	-2,1	-1,2	-0,4	-4,0
T2	-22,8	2,5	-1,0	4,1	-0,7	-32,0	0,1	-0,3	-31,8	6,7	0,0	6,9	0,1	-0,3
2014 Mai	-42,5	-1,9	-1,6	-0,6	0,3	-39,9	-0,1	-0,5	-39,3	-0,8	-0,1	-1,2	0,1	0,3
Juin	15,6	4,2	1,0	4,2	-1,0	4,6	0,2	0,2	4,2	6,8	0,9	8,4	-0,1	-1,5
Juillet ^(p)	-0,6	-0,9	-2,4	0,9	0,6	6,9	0,0	0,1	6,8	-6,6	-0,7	-7,1	-0,1	0,7
Taux de croissance														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 T1	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,8	-2,1	-2,8	-2,8	-1,5
T2	-0,7	-1,5	-2,2	0,1	-2,1	-0,4	-5,0	-2,8	-0,3	-1,4	-1,6	-0,5	-2,7	-1,5
2014 Mai	-0,7	-2,2	-1,7	-3,1	-1,9	-0,3	-5,6	-3,5	-0,2	-1,7	-2,0	-1,9	-2,5	-1,6
Juin	-0,7	-1,5	-2,2	0,1	-2,1	-0,4	-5,0	-2,8	-0,3	-1,4	-1,6	-0,5	-2,7	-1,5
Juillet ^(p)	-0,5	-1,8	-3,6	0,4	-2,2	-0,1	2,4	-3,4	-0,1	-1,3	-1,2	-0,7	-3,1	-1,3

Source : BCE.

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

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

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

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

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

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

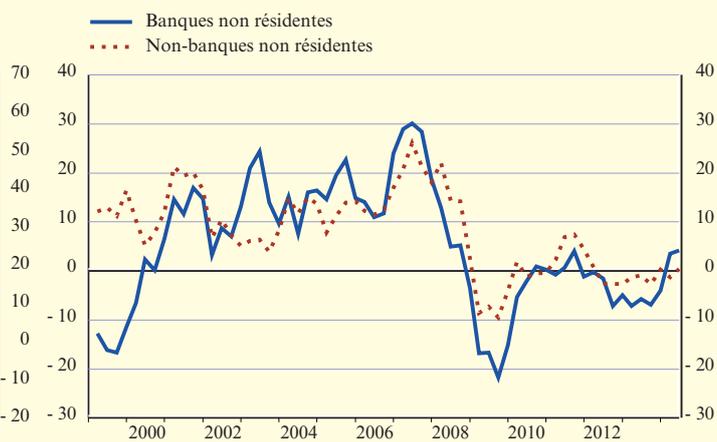
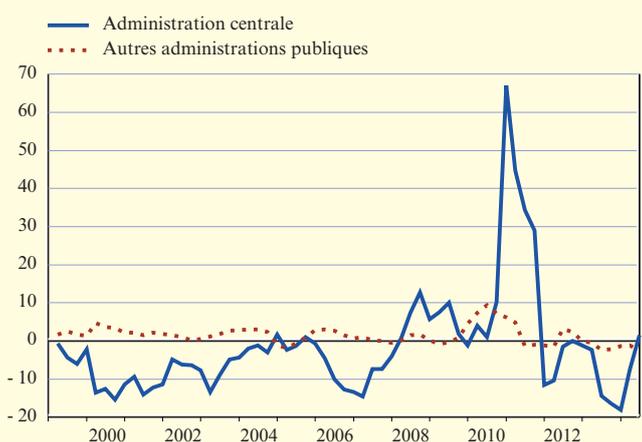
	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'Etats fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
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	2 726,0	1 788,1	937,9	56,5	881,4
2013 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	2 726,0	1 788,1	937,9	56,5	881,4
2014 T1	1 092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2 864,4	1 904,3	960,1	58,4	901,7
T2 ^(p)	1 087,7	295,6	207,4	556,1	28,5	2 933,4	1 957,2	974,9	57,8	917,2
Flux										
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	-72,7	-75,9	3,2	-2,1	5,3
2013 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	-10,9	3,0	-13,9	-2,2	-11,8
2014 T1	9,1	8,5	-0,3	1,0	-0,1	135,1	113,4	21,6	2,1	19,5
T2 ^(p)	-4,5	6,4	-6,1	-5,1	0,6	47,4	36,8	9,3	-1,0	10,3
Taux de croissance										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2013 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	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5
T2 ^(p)	-1,4	1,5	-5,0	-1,7	2,7	2,9	4,1	0,4	2,3	0,2

G7 Prêts aux administrations publiques ²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)

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

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE.

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

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

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

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

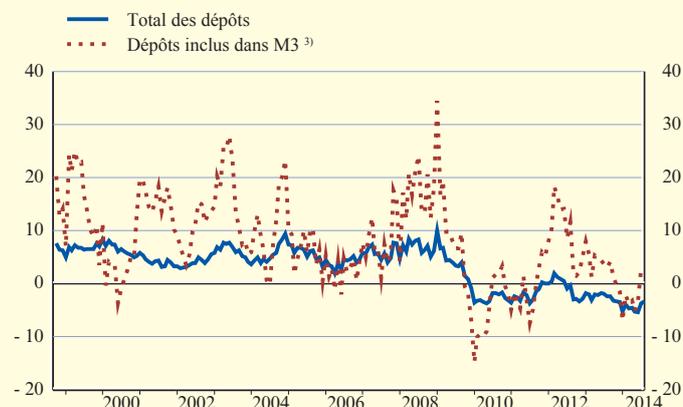
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Au près des contreparties centrales
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Encours															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 020,0	410,1	236,6	1 021,0	13,6	0,3	338,6	260,8
2013	653,6	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 861,8	424,7	221,4	942,7	16,4	0,5	256,1	184,2
2014 T1	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1 843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
T2	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1 796,9	442,0	212,9	871,3	16,5	0,2	254,0	171,2
2014 Avril	664,9	113,4	77,9	452,8	8,0	0,1	12,7	1 804,0	434,8	220,0	889,6	17,7	0,5	241,4	162,8
Mai	658,8	110,4	77,3	451,1	8,1	0,1	11,8	1 783,2	437,5	220,3	879,2	16,7	0,3	229,0	147,2
Juin	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1 796,9	442,0	212,9	871,3	16,5	0,2	254,0	171,2
Juillet ^(p)	661,8	114,6	75,5	447,2	8,1	0,1	16,2	1 790,2	435,1	214,2	864,9	16,6	0,2	259,1	169,6
Flux															
2012	-12,3	15,2	2,9	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-54,7	14,8	-14,8	-76,6	3,0	0,3	18,6	32,6
2014 T1	11,3	15,0	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-13,1	14,3	-6,4	-20,8	2,0	-0,1	-2,1	-7,1
T2	-11,1	-2,1	-2,6	-6,5	0,0	0,0	0,0	-47,9	1,1	-2,4	-44,7	-1,5	-0,2	-0,2	-5,9
2014 Avril	-0,2	2,1	-0,1	-2,9	0,0	0,0	0,6	-38,6	-4,7	5,0	-25,6	-0,7	0,1	-12,7	-14,3
Mai	-6,3	-3,1	-0,6	-1,7	0,1	0,0	-0,9	-23,0	1,3	0,0	-11,3	-0,5	-0,2	-12,4	-15,6
Juin	-4,6	-1,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,3	13,7	4,5	-7,5	-7,8	-0,2	-0,1	24,9	24,0
Juillet ^(p)	7,1	5,1	0,1	-2,4	0,0	0,0	4,2	-6,0	-4,8	1,0	-7,4	0,1	0,0	5,0	-1,6
Taux de croissance															
2012	-1,7	16,5	3,8	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,3	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,3	-7,5	21,8	-	2,7	10,5
2014 T1	-4,5	-2,0	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,0	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8
T2	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8
2014 Avril	-5,3	-4,2	-7,1	-5,3	5,2	-	-6,6	-8,7	-2,4	-4,7	-10,7	13,0	-	-16,3	-16,8
Mai	-5,3	-1,4	-7,3	-6,2	4,4	-	1,6	-10,0	-1,4	-4,8	-11,1	12,6	-	-23,4	-27,8
Juin	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8
Juillet ^(p)	-3,3	4,8	-6,8	-5,9	4,7	-	53,8	-8,1	0,2	-8,1	-11,9	-1,5	-	-8,3	-9,8

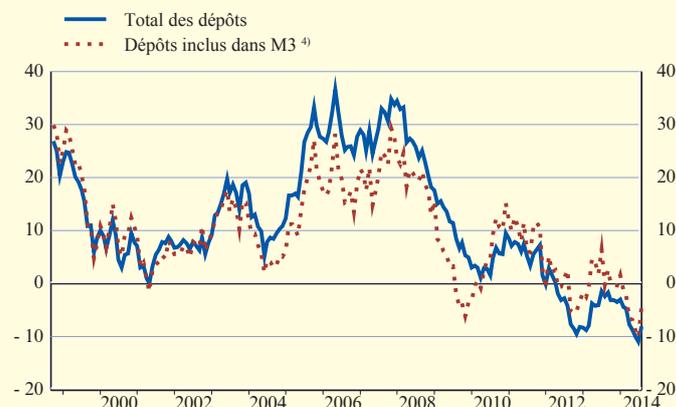
G9 Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension ²⁾

(taux de croissance annuels)



G10 Dépôts des autres intermédiaires financiers ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

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

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

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

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

2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	Sociétés non financières							Ménages ³⁾						
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Encours														
2012	1 761,8	1 148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 118,9	2 346,2	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013	1 873,9	1 236,7	404,4	122,8	91,7	1,8	16,5	6 263,3	2 521,5	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2014 T1	1 852,6	1 214,7	400,3	126,4	95,8	1,8	13,6	6 287,4	2 538,5	869,7	813,7	1 976,0	83,7	5,7
T2	1 874,7	1 248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6 339,5	2 615,2	855,7	807,8	1 974,5	82,1	4,2
2014 Avril	1 854,2	1 213,4	399,3	126,5	96,4	1,8	16,8	6 300,3	2 562,6	863,2	811,3	1 974,3	83,5	5,5
Mai	1 875,5	1 238,5	393,5	126,5	98,3	1,9	16,8	6 322,8	2 589,5	860,4	809,5	1 975,1	83,3	5,0
Juin	1 874,7	1 248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6 339,5	2 615,2	855,7	807,8	1 974,5	82,1	4,2
Juillet ⁴⁾	1 876,3	1 243,0	392,0	127,7	98,6	2,0	13,1	6 341,0	2 624,0	852,8	804,8	1 971,7	82,7	5,0
Flux														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,2	33,9	21,6	100,8	-9,5	-12,3
2013	119,6	92,4	-3,7	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2014 T1	-25,9	-25,6	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	15,0	-8,4	6,8	6,4	-0,2	1,3
T2	17,1	31,7	-17,0	0,9	0,3	0,1	1,1	54,6	77,7	-14,1	-6,0	0,3	-1,7	-1,5
2014 Avril	1,6	-1,1	-1,2	0,1	0,6	0,0	3,2	12,8	24,0	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
Mai	16,5	22,6	-6,3	0,0	0,2	0,1	-0,1	25,1	28,2	-3,1	-1,8	2,5	-0,2	-0,5
Juin	-1,1	10,2	-9,6	0,7	-0,5	0,1	-2,0	16,6	25,5	-4,6	-1,7	-0,6	-1,2	-0,8
Juillet ⁴⁾	-0,8	-6,9	7,4	-0,1	0,6	0,0	-1,8	0,8	8,4	-3,2	-3,0	-2,9	0,6	0,8
Taux de croissance														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 T1	6,2	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
T2	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
2014 Avril	6,1	7,7	-1,7	14,1	5,5	27,1	51,4	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9
Mai	6,5	8,1	-0,3	11,5	5,3	22,1	27,9	2,2	7,5	-8,8	5,5	0,3	-6,9	-26,1
Juin	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
Juillet ⁴⁾	6,2	8,2	-0,6	9,4	4,1	24,1	26,9	2,1	7,1	-7,6	4,0	0,1	-5,1	-26,9

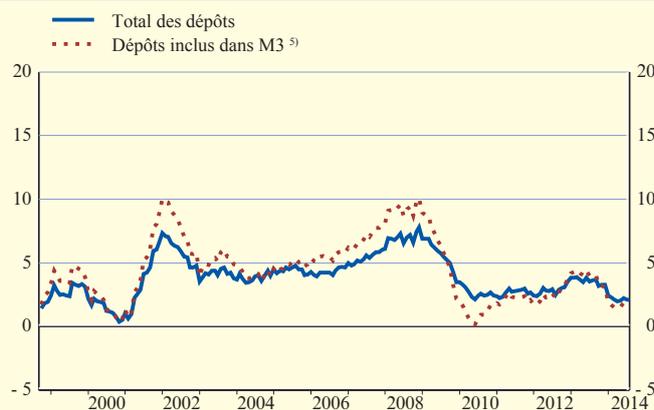
G11 Dépôts des sociétés non financières ²⁾

(taux de croissance annuels)



G12 Dépôts des ménages ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

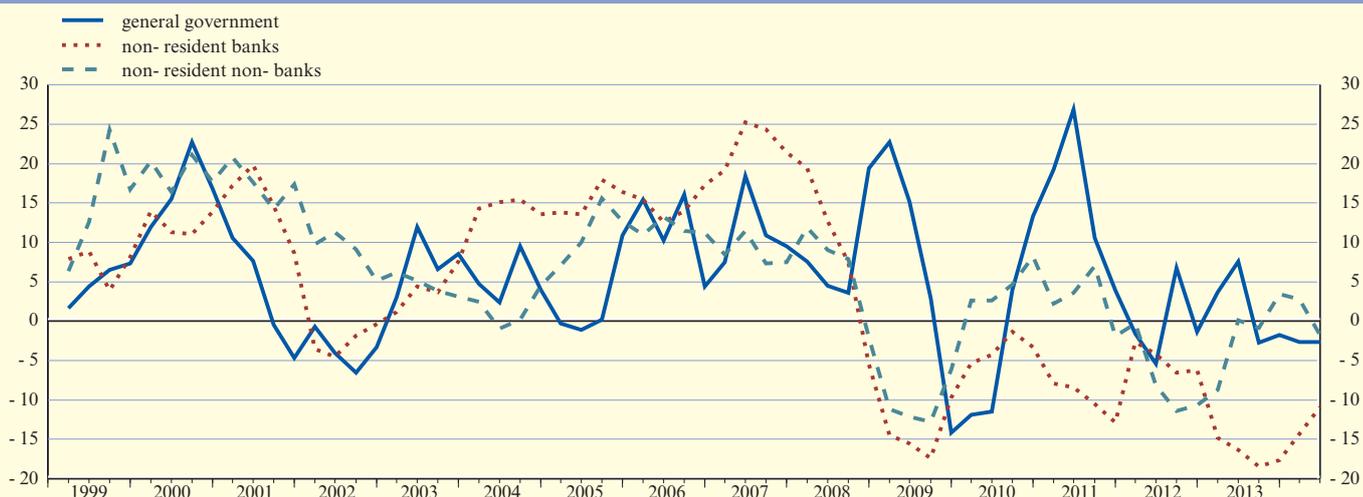
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2 895,4	2 016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2013 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	488,0	181,1	73,1	110,7	123,3	2 594,9	1 667,7	927,2	33,8	893,4
T2 ^(p)	534,0	214,8	72,5	113,2	133,5	2 581,9	1 658,4	922,0	31,2	890,8
Flux										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,1	-135,6	-104,5	-5,1	-99,4
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,3
2013 T3	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
T4	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-28,9	-13,0	-15,9
2014 T1	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,2	38,1	25,1	3,9	21,2
T2 ^(p)	45,4	33,8	-0,6	2,6	9,7	-29,7	-19,7	-11,5	-2,7	-8,8
Taux de croissance										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 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	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2
T2 ^(p)	-2,7	-9,4	2,3	-2,0	6,5	-7,8	-10,9	-1,8	-11,0	-1,4

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

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

	Titres autres que des actions							Actions et autres participations				
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2012	5 774,7	1 748,7	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5 472,0	1 540,6	102,7	1 674,1	20,3	1 307,0	28,7	798,6	1 561,4	457,0	775,5	328,9
2014 T1	5 503,2	1 504,2	113,7	1 755,4	19,2	1 277,8	29,4	803,6	1 560,3	462,4	786,6	311,3
T2	5 523,8	1 469,0	112,8	1 788,8	19,7	1 270,2	32,5	830,8	1 547,8	449,2	787,4	311,1
2014 Avril	5 490,6	1 506,1	111,5	1 772,0	18,6	1 243,4	28,7	810,2	1 577,5	460,0	807,8	309,7
Mai	5 533,7	1 481,1	113,2	1 788,0	18,9	1 284,3	31,4	816,9	1 570,7	458,8	797,0	315,0
Juin	5 523,8	1 469,0	112,8	1 788,8	19,7	1 270,2	32,5	830,8	1 547,8	449,2	787,4	311,1
Juillet ^(p)	5 512,2	1 453,5	112,1	1 778,9	20,8	1 275,7	31,2	840,0	1 546,7	450,3	788,1	308,2
Flux												
2012	83,1	-17,5	16,0	191,1	10,5	-67,8	-4,0	-45,2	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-288,3	-220,3	-0,3	65,5	-11,3	-93,0	5,9	-34,8	29,7	-12,4	13,4	28,7
2014 T1	10,0	-38,8	10,5	58,4	-1,4	-20,7	0,5	1,5	-4,3	-0,5	12,6	-16,4
T2	-8,5	-36,4	-3,4	16,6	0,0	-6,6	2,4	18,8	2,7	-1,0	5,3	-1,6
2014 Avril	-18,6	1,7	-2,3	12,4	-0,6	-35,8	-0,7	6,8	15,5	-2,2	19,6	-1,8
Mai	25,8	-26,2	-0,1	11,1	-0,1	39,9	2,1	-0,9	-9,9	-1,1	-12,9	4,1
Juin	-15,7	-11,9	-0,9	-6,9	0,7	-10,7	1,0	13,0	-3,0	2,3	-1,4	-3,9
Juillet ^(p)	-25,9	-15,9	-2,2	-14,0	0,8	5,0	-1,8	2,2	2,6	1,1	4,4	-2,9
Taux de croissance												
2012	1,5	-1,0	18,3	14,0	47,7	-4,6	-14,6	-4,8	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,6	25,2	-4,0	1,9	-2,6	1,8	9,7
2014 T1	-5,0	-11,7	-6,4	2,7	-36,9	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,7	1,0	-0,4
T2	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
2014 Avril	-5,1	-11,3	-6,2	3,4	-38,1	-9,9	1,8	-0,8	-0,3	-0,5	0,0	-1,1
Mai	-5,4	-11,9	-5,5	0,9	-37,9	-7,4	10,8	-1,3	-1,8	-3,9	-0,9	-1,1
Juin	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
Juillet ^(p)	-4,9	-11,7	-8,7	0,0	-29,9	-6,9	8,7	2,9	-0,6	-4,6	2,6	-2,6

G14 Titres détenus par les IFM ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

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

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

	IFM ³⁾							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prêts														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2012	5 790,4	–	–	–	–	–	12 196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5 249,7	–	–	–	–	–	11 731,5	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 T1	5 211,2	–	–	–	–	–	11 731,3	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
T2 ^(p)	5 193,0	–	–	–	–	–	11 694,3	96,7	3,3	1,8	0,1	0,9	0,4	
<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	1 788,1	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 T1	1 904,3	39,1	60,9	39,1	2,6	3,6	10,1	960,1	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
T2 ^(p)	1 957,2	38,5	61,5	40,1	2,8	3,9	9,3	974,9	39,9	60,1	37,3	3,6	2,5	9,7
Portefeuilles de titres autres que des actions														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2012	1 851,6	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013	1 643,3	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 030,1	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 T1	1 617,9	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3 081,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
T2 ^(p)	1 581,8	92,9	7,1	2,8	0,1	0,3	3,4	3 111,2	98,3	1,7	0,9	0,1	0,1	0,5
<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	421,7	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	423,4	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,2	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
T2 ^(p)	432,3	52,6	47,4	21,2	0,3	0,5	20,0	398,6	37,7	62,3	38,3	4,8	0,8	10,0
Dépôts														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2012	6 155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5 552,6	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 093,5	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 T1	5 517,5	93,0	7,0	4,4	0,2	1,1	0,7	11 136,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
T2 ^(p)	5 525,8	92,8	7,2	4,6	0,2	1,0	0,8	11 199,5	96,7	3,3	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
2014 T1	1 667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	927,2	53,8	46,2	30,0	2,2	1,0	6,6
T2 ^(p)	1 658,4	49,5	50,5	35,4	2,0	1,6	7,4	922,0	52,0	48,0	30,3	2,6	1,1	7,3

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

	Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4 582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 T1	4 550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8
T2 ^(p)	4 493,7	79,6	20,4	11,6	1,2	1,8	3,0

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 euro¹⁾

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des titres d'OPCVM et des titres d'OPCVM monétaires)	Titres d'OPCVM et titres d'OPCVM monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2013 Décembre	7 941,7	517,2	3 112,0	2 369,9	1 117,6	254,3	570,6
2014 Janvier	8 036,2	534,2	3 172,8	2 340,6	1 119,8	256,1	612,7
Février	8 204,0	543,4	3 215,6	2 421,4	1 144,1	256,3	623,1
Mars	8 368,4	557,4	3 279,2	2 417,7	1 179,3	255,2	679,5
Avril	8 459,4	558,0	3 329,6	2 430,7	1 185,6	259,7	695,9
Mai	8 683,5	561,6	3 404,9	2 521,8	1 218,7	264,8	711,7
Juin ^(p)	8 759,6	560,7	3 446,0	2 612,3	1 190,1	262,2	688,3
Transactions							
2013 T4	60,6	3,1	6,2	43,5	51,5	3,5	-47,2
2014 T1	221,3	44,7	103,2	44,0	21,8	-1,4	9,0
T2 ^(p)	156,4	20,6	105,9	52,7	28,2	7,2	-58,2

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres d'OPCVM émis			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenus par les résidents de la zone euro	Détenus par les non-résidents		
							OPCVM
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2013 Décembre	7 941,7	169,7	7 263,2	5 329,0	885,9	1 934,2	508,8
2014 Janvier	8 036,2	180,4	7 295,5	5 351,9	886,9	1 943,6	560,4
Février	8 204,0	184,1	7 448,8	5 468,5	907,1	1 980,3	571,1
Mars	8 368,4	189,9	7 531,4	5 549,8	927,9	1 981,5	647,2
Avril	8 459,4	192,7	7 585,8	5 598,7	932,0	1 987,1	680,8
Mai	8 683,5	188,9	7 798,5	5 735,9	961,5	2 062,6	696,1
Juin ^(p)	8 759,6	184,3	7 915,3	5 796,4	954,5	2 118,8	661,1
Transactions							
2013 T4	60,6	0,7	111,2	93,4	43,8	26,4	-56,0
2014 T1	221,3	24,6	109,6	134,7	20,5	-37,8	87,1
T2 ^(p)	156,4	-1,5	155,4	119,9	27,1	52,7	3,6

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
Encours										
2013 Novembre	7 244,3	2 450,5	2 006,3	1 804,4	339,0	158,6	485,5	7 150,8	93,5	836,9
Décembre	7 263,2	2 471,4	2 043,2	1 806,4	343,5	155,2	443,6	7 166,9	96,3	819,6
2014 Janvier	7 295,5	2 501,4	2 015,1	1 822,8	345,9	158,2	452,1	7 194,8	100,7	855,3
Février	7 448,8	2 531,3	2 084,9	1 865,8	347,1	159,0	460,7	7 347,1	101,6	855,3
Mars	7 531,4	2 560,6	2 092,5	1 894,2	349,6	163,3	471,0	7 429,6	101,7	835,5
Avril	7 585,8	2 576,9	2 111,7	1 912,8	351,5	159,7	473,2	7 483,3	102,5	836,5
Mai	7 798,5	2 634,4	2 193,2	1 963,5	360,3	163,6	483,6	7 694,2	104,2	839,2
Juin ^(p)	7 915,3	2 659,2	2 229,6	1 999,6	357,1	171,3	498,5	7 810,6	104,7	824,4
Transactions										
2013 Décembre	38,3	-8,8	19,5	14,3	3,5	7,3	2,6	34,6	3,8	-14,7
2014 Janvier	46,6	8,2	13,3	19,3	2,2	0,7	2,9	46,1	0,4	29,7
Février	58,5	22,7	13,0	20,6	0,0	1,5	0,8	57,7	0,8	4,9
Mars	4,6	13,3	-12,5	10,0	1,4	-4,7	-3,0	15,1	-10,5	-19,6
Avril	39,5	7,2	21,1	13,2	1,9	-3,3	-0,6	39,3	0,1	0,8
Mai	69,4	21,6	13,2	22,2	7,4	0,8	4,2	69,1	0,3	-2,5
Juin ^(p)	46,6	6,0	-0,5	28,8	-4,0	4,9	11,4	46,5	0,1	-16,5

Source : BCE.

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

2.9 Titres détenus par les OPCVM¹⁾ ventilés par émetteurs

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

1. Titres autres que des actions

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2013 T3	3 096,9	1 686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1 410,1	343,5	548,7	14,9
T4	3 112,0	1 708,0	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1 404,0	346,4	547,9	13,7
2014 T1	3 279,2	1 845,2	414,7	856,8	299,6	11,8	262,2	1 438,1	396,2	553,4	14,5
T2 ^(p)	3 446,0	1 780,6	393,1	833,5	285,8	10,7	257,3	1 668,7	301,0	461,2	12,2
Transactions											
2013 T4	6,2	9,2	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,1	6,1	-5,7	-0,6
2014 T1	103,2	166,4	11,5	81,3	43,6	1,0	29,0	-68,6	136,3	143,1	3,4
T2 ^(p)	105,9	29,4	1,6	11,8	9,5	0,8	5,7	76,3	11,9	19,0	0,1

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2013 T3	2 228,6	817,2	72,6	-	56,2	30,4	658,1	1 411,3	197,8	502,7	112,8
T4	2 369,9	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1 483,6	215,4	536,0	123,2
2014 T1	2 417,7	919,0	92,1	-	63,3	33,3	730,3	1 498,7	215,9	553,6	116,5
T2 ^(p)	2 612,3	874,1	88,6	-	61,5	27,0	696,8	1 738,2	182,9	462,4	91,4
Transactions											
2013 T4	43,5	18,3	3,6	-	2,4	1,6	10,7	23,4	8,7	0,5	10,0
2014 T1	44,0	131,6	21,0	-	48,9	1,1	60,6	-97,9	51,8	149,3	34,8
T2 ^(p)	52,7	14,7	7,8	-	4,7	-1,4	3,6	38,2	7,8	12,1	4,8

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2013 T3	1 064,3	924,0	86,2	-	837,7	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
T4	1 117,6	971,0	85,1	-	885,9	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 T1	1 179,3	1 016,1	88,2	-	927,9	-	-	163,3	40,5	59,9	0,4
T2 ^(p)	1 190,1	1 031,2	76,8	-	954,5	-	-	158,8	37,9	57,0	0,5
Transactions											
2013 T4	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 T1	21,8	22,3	1,7	-	20,5	-	-	-0,4	7,5	5,9	0,0
T2 ^(p)	28,2	26,1	-1,0	-	27,1	-	-	2,1	2,2	0,7	0,0

Source : BCE.

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

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

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

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés						Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs	
			Total	Émis dans la zone euro				Émis hors de la zone euro					
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Administrations publiques						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013 T2	1 998,7	271,3	1 349,3	1 041,5	456,5	162,1	24,6	3,6	117,5	192,7	88,3	36,4	60,7
T3	1 959,8	264,2	1 326,8	1 031,8	449,6	156,2	20,1	3,5	115,2	180,2	87,4	36,8	64,3
T4	1 916,0	252,8	1 292,3	1 010,2	442,6	145,4	19,7	3,1	113,9	178,8	89,7	38,3	64,1
2014 T1	1 884,6	253,4	1 256,7	976,7	430,4	158,1	21,1	3,1	97,8	163,2	101,6	44,7	64,9
T2	1 860,6	236,9	1 250,2	975,5	421,9	163,5	19,6	0,1	91,4	164,8	100,7	43,4	64,5
Transactions													
2013 T2	-32,5	-15,3	-16,6	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,5	2,7	-1,7	-3,1
T3	-39,8	-6,9	-21,5	-9,3	-	-5,5	-4,3	0,0	-2,3	-12,7	-0,7	0,5	1,4
T4	-45,5	-11,3	-34,3	-21,6	-	-10,6	-0,6	-0,4	-1,2	-0,5	2,4	1,2	-3,0
2014 T1	-41,7	-11,1	-27,9	-27,6	-	0,3	-0,4	0,0	-0,2	-2,4	-1,3	-0,1	1,2
T2	-20,1	-16,4	1,0	4,5	-	5,1	-1,3	-0,4	-6,8	0,7	-0,3	-1,5	-3,5

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis			Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	≤ à 2 ans	> à 2 ans		
Encours							
2013 T2	1 998,7	129,4	1 615,2	56,2	1 559,0	29,4	224,8
T3	1 959,8	124,2	1 580,6	56,1	1 524,5	28,8	226,2
T4	1 916,0	117,3	1 541,1	61,0	1 480,1	29,0	228,6
2014 T1	1 884,6	143,5	1 474,0	81,0	1 393,0	28,0	239,0
T2	1 860,6	130,6	1 467,0	79,6	1 387,3	26,9	236,1
Transactions							
2013 T2	-32,5	-12,1	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,8
T3	-39,8	-3,9	-35,5	-0,1	-35,3	-0,7	0,2
T4	-45,5	-6,2	-39,5	4,8	-44,3	0,7	-0,5
2014 T1	-41,7	-1,5	-43,5	-4,7	-38,8	0,4	2,8
T2	-20,1	-13,5	-4,8	-3,4	-1,4	-1,3	-0,4

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 ²⁾					Secteur emprunteur hors zone euro	Total	Résidents de la zone euro			Non-résidents de la zone euro	
		Ménages	Sociétés non financières	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques			Total	IFM	Non IFM		
											Véhicules financiers <i>ad hoc</i>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Encours													
2013 T2	1 041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	192,7	114,3	32,9	81,4	32,4	78,4
T3	1 031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,2	109,7	29,0	80,6	31,0	70,6
T4	1 010,2	740,8	204,7	26,8	0,2	5,4	32,2	178,8	107,6	28,7	78,8	33,6	71,2
2014 T1	976,7	725,6	193,2	24,7	0,2	5,3	27,7	163,2	98,9	26,0	72,8	34,1	64,4
T2	975,5	728,6	190,4	25,1	0,2	5,4	25,9	164,8	101,5	24,2	77,3	37,9	63,3
Transactions													
2013 T2	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,5	3,2	0,7	2,5	0,1	-1,8
T3	-9,3	-2,1	-8,9	0,7	0,0	0,0	0,9	-12,7	-4,8	-4,0	-0,8	-1,4	-7,9
T4	-21,6	-17,3	-11,2	5,3	0,0	-0,1	1,7	-0,5	-1,8	-0,1	-1,7	1,9	1,2
2014 T1	-27,6	-15,4	-8,7	-0,8	0,0	-0,1	-2,5	-2,4	-2,5	-0,4	-2,1	-1,4	0,1
T2	4,5	2,9	-1,3	0,1	0,0	0,1	2,6	0,7	2,1	-1,8	3,9	3,6	-1,4

Source : BCE.

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

2) Hors titrisation des prêts inter-IFM.

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

1. Actif

	Total	Numéraire et dépôts	Prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Titres d'OPCVM	Titres d'OPCVM monétaires	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Actifs non financiers
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 T2	7 146,0	775,6	465,1	2 741,2	843,3	1 621,9	79,7	254,2	216,1	148,9
T3	7 148,0	792,4	463,9	2 764,6	788,2	1 582,7	87,4	255,5	264,8	148,4
T4	7 158,9	785,2	473,6	2 725,1	793,2	1 615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 T1	7 444,9	797,5	472,9	2 868,9	806,4	1 712,6	103,2	258,1	276,9	148,4
T2	7 470,3	786,3	471,9	2 882,4	801,6	1 717,1	107,0	261,4	293,7	149,1
T3	7 684,8	785,8	481,4	2 996,3	819,1	1 796,2	109,1	263,0	284,6	149,3
T4	7 771,8	788,5	480,4	3 042,9	817,2	1 837,7	110,4	261,7	281,6	151,3
2013 T1	7 942,1	797,5	477,1	3 107,6	834,1	1 913,9	115,5	266,5	279,1	150,9
T2	7 882,4	776,7	476,1	3 098,4	830,5	1 907,9	100,0	265,4	275,2	152,2
T3	7 974,7	769,8	480,2	3 114,3	850,6	1 983,5	95,4	265,2	262,6	153,0
T4	8 075,2	755,6	482,9	3 186,4	871,2	2 027,3	83,0	263,9	250,5	154,4
2014 T1 ^(p)	8 336,1	763,9	500,6	3 282,0	884,9	2 098,4	101,8	272,1	277,0	155,5

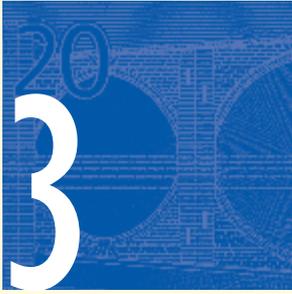
2. Portefeuilles de titres autres que des actions

	Total	Émis par les résidents de la zone euro					Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Émis par les non-résidents de la zone euro
		Total	IFM	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers				
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011 T2	2 741,2	2 325,1	628,4	1 288,1	234,6	16,7	157,2	416,1	
T3	2 764,6	2 346,7	635,0	1 309,5	226,8	16,7	158,6	418,0	
T4	2 725,1	2 303,0	634,7	1 264,8	223,3	16,3	163,9	422,1	
2012 T1	2 868,9	2 418,6	667,3	1 321,6	235,0	16,9	177,7	450,3	
T2	2 882,4	2 413,9	674,1	1 303,3	238,1	16,7	181,7	468,5	
T3	2 996,3	2 502,9	704,8	1 342,5	245,2	17,1	193,4	493,4	
T4	3 042,9	2 536,9	688,6	1 382,5	250,3	17,7	197,7	506,0	
2013 T1	3 107,6	2 614,9	718,0	1 414,9	255,3	17,4	209,3	492,7	
T2	3 098,4	2 596,3	685,2	1 431,0	254,9	17,4	207,8	502,2	
T3	3 114,3	2 603,1	684,9	1 432,7	257,8	17,8	209,9	511,1	
T4	3 186,4	2 657,2	659,0	1 509,1	256,9	18,0	214,3	529,2	
2014 T1 ^(p)	3 282,0	2 738,5	663,3	1 583,4	255,8	18,3	217,6	543,5	

3. Passif et valeur nette

	Total	Prêts reçus	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Passif				Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Valeur nette
					Provisions techniques d'assurance					
					Total	Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie	Droits nets des ménages sur les fonds de pension	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 T2	6 944,0	263,0	42,4	454,1	6 007,4	3 352,4	1 842,1	813,0	177,0	202,1
T3	7 052,5	270,7	41,6	409,3	6 140,1	3 332,9	1 995,7	811,5	190,7	95,6
T4	7 067,8	263,7	41,3	408,1	6 167,7	3 345,2	2 018,4	804,0	187,1	91,1
2012 T1	7 226,6	271,3	43,4	439,6	6 282,6	3 380,5	2 078,4	823,6	189,8	218,3
T2	7 292,4	280,8	42,2	421,1	6 350,6	3 375,7	2 147,9	827,0	197,8	177,9
T3	7 365,7	292,0	44,1	452,2	6 389,6	3 422,1	2 142,2	825,3	187,9	319,0
T4	7 467,5	266,5	49,0	480,6	6 460,8	3 458,5	2 183,5	818,7	210,6	304,3
2013 T1	7 580,2	278,6	48,6	496,8	6 542,3	3 503,0	2 196,2	843,0	213,9	361,9
T2	7 628,2	277,8	45,4	505,2	6 577,3	3 517,7	2 220,2	839,4	222,5	254,3
T3	7 652,4	276,1	46,0	522,3	6 594,0	3 558,6	2 197,5	837,9	214,0	322,3
T4	7 749,2	266,4	47,2	540,8	6 674,5	3 601,4	2 238,3	834,8	220,4	325,9
2014 T1 ^(p)	7 941,7	279,0	48,4	540,8	6 832,3	3 667,3	2 297,4	867,6	241,1	394,5

Source : BCE.



COMPTES DE LA ZONE EURO

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

Emplois	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T1 2014						
Compte extérieur						
Exportations de biens et services						632
<i>Solde des échanges extérieurs ¹⁾</i>						-57
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 130	113	721	55	242	
Autres impôts (moins les subventions) sur la production	20	8	4	5	4	
Consommation de capital fixe	385	103	219	12	52	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte ¹⁾</i>	<i>571</i>	<i>281</i>	<i>254</i>	<i>36</i>	<i>0</i>	
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						7
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	590	30	229	267	64	105
Intérêts	305	28	52	161	64	43
Autres revenus de la propriété	286	2	177	106	0	63
<i>Revenu national net ¹⁾</i>	<i>1 993</i>	<i>1 609</i>	<i>118</i>	<i>32</i>	<i>233</i>	
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	272	225	39	8	0	2
Cotisations sociales	444	444				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	473	1	17	34	420	1
Autres transferts courants	213	72	26	49	66	10
Primes nettes d'assurance-dommages	47	35	11	1	1	1
Indemnités d'assurance-dommages	47			47		1
Autres	119	37	16	1	65	8
<i>Revenu disponible net ¹⁾</i>	<i>1 952</i>	<i>1 432</i>	<i>68</i>	<i>42</i>	<i>410</i>	
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 875	1 374			502	
Dépense de consommation individuelle	1 690	1 374			316	
Dépense de consommation collective	185				185	
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	16	0	1	15	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur ¹⁾</i>	<i>77</i>	<i>74</i>	<i>67</i>	<i>27</i>	<i>-91</i>	<i>-33</i>
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	430	129	244	10	46	
Formation brute de capital fixe	410	126	228	10	46	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	19	3	16	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	-1	1	-1	0	0
Transferts en capital	27	8	0	1	17	4
Impôts en capital	7	6	0	0		0
Autres transferts en capital	20	2	0	1	17	4
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) ¹⁾</i>	<i>35</i>	<i>48</i>	<i>55</i>	<i>29</i>	<i>-97</i>	<i>-35</i>
Écart statistique	0	24	-24	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
T1 2014						
Compte extérieur						
Importations de biens et services						575
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 107	504	1 197	108	298	
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits	255					
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	2 362					
Rémunération des salariés						
Autres impôts (moins les subventions) sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	571	281	254	36	0	
Rémunération des salariés	1 135	1 135				3
Taxes nettes de subventions sur la production	273				273	2
Revenus de la propriété	604	223	94	263	24	92
Intérêts	294	49	29	209	8	53
Autres revenus de la propriété	309	174	64	55	16	39
<i>Revenu national net</i>						
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net	1 993	1 609	118	32	233	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	273				273	1
Cotisations sociales	443	1	18	53	371	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	471	471				2
Autres transferts courants	173	92	14	48	20	49
Primes nettes d'assurance-dommages	47			47		1
Indemnités d'assurance-dommages	46	36	8	1	0	2
Autres	81	56	6	0	19	46
<i>Revenu disponible net</i>						
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net	1 952	1 432	68	42	410	
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	16	16				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	77	74	67	27	-91	-33
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	385	103	219	12	52	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	29	8	15	1	5	2
Impôts en capital	7				7	0
Autres transferts en capital	22	8	15	1	-1	2
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

(montants en milliards d'euros)

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T1 2014								
Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		20 691	18 505	31 822	18 404	7 776	4 551	18 775
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				352				
Numéraire et dépôts	7 228	2 171	9 487	2 115	781	707	2 885	
Titres de créance à court terme	34	55	413	386	60	34	607	
Titres de créance à long terme	1 208	259	6 169	3 190	3 141	422	4 235	
Crédits	87	3 138	12 727	4 588	493	946	2 690	
<i>dont à long terme</i>	66	2 004	10 098	3 426	374	848	.	
Actions et autres participations	5 103	8 931	1 985	7 725	2 912	1 616	7 613	
Actions cotées	898	1 330	464	2 503	439	284	.	
Actions non cotées et autres participations	2 712	7 235	1 223	3 956	444	1 131	.	
Titres d'OPCVM	1 494	366	298	1 265	2 029	201	.	
Provisions techniques d'assurance	6 510	172	3	0	243	8	273	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	521	3 780	686	400	147	817	474	
<i>Valeur financière nette</i>								
Compte financier, transactions sur actifs financiers								
Total des transactions sur actifs financiers		93	-15	-181	292	125	81	231
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts	13	-52	-181	59	11	74	31	
Titres de créance à court terme	-1	10	63	36	-2	2	1	
Titres de créance à long terme	-29	2	-52	102	25	-14	65	
Crédits	2	-10	17	0	12	5	33	
<i>dont à long terme</i>	1	-1	-2	-10	3	16	.	
Actions et autres participations	20	33	5	16	55	1	46	
Actions cotées	8	-3	-7	57	3	2	.	
Actions non cotées et autres participations	-12	42	9	-61	-1	-3	.	
Titres d'OPCVM	24	-7	3	20	53	1	.	
Provisions techniques d'assurance	74	6	0	0	14	0	-1	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	13	-2	-33	79	11	14	55	
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
Compte des autres changements, actifs financiers								
Total des autres changements sur actifs financiers		262	170	157	134	116	40	118
Or monétaire et DTS				23				
Numéraire et dépôts	13	-2	41	-38	2	1	11	
Titres de créance à court terme	0	0	1	-7	0	0	8	
Titres de créance à long terme	43	5	54	11	70	6	12	
Crédits	0	-3	5	-35	0	6	-37	
<i>dont à long terme</i>	0	6	1	-6	0	4	.	
Actions et autres participations	150	189	31	206	49	26	97	
Actions cotées	51	55	18	53	3	12	.	
Actions non cotées et autres participations	76	120	15	121	3	11	.	
Titres d'OPCVM	23	13	-2	32	43	4	.	
Provisions techniques d'assurance	64	0	0	0	-5	0	9	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	-8	-19	2	-3	0	0	19	
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		21 045	18 661	31 798	18 830	8 017	4 672	19 123
Or monétaire et DTS				375				
Numéraire et dépôts	7 254	2 117	9 347	2 136	794	781	2 927	
Titres de créance à court terme	33	64	477	415	58	36	615	
Titres de créance à long terme	1 222	266	6 171	3 303	3 236	414	4 311	
Crédits	88	3 125	12 749	4 553	504	958	2 686	
<i>dont à long terme</i>	67	2 008	10 097	3 410	378	868	.	
Actions et autres participations	5 273	9 152	2 022	7 946	3 015	1 643	7 755	
Actions cotées	957	1 382	475	2 613	445	297	.	
Actions non cotées et autres participations	2 775	7 398	1 247	4 017	445	1 139	.	
Titres d'OPCVM	1 541	372	300	1 317	2 125	206	.	
Provisions techniques d'assurance	6 648	178	3	0	252	8	280	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	526	3 759	655	477	157	831	548	
<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
T1 2014								
Compte de patrimoine d'ouverture, passifs								
Total des éléments de passif		6 901	28 691	31 027	17 688	7 801	10 975	17 087
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)								
Numéraire et dépôts			33	22 504	36	0	280	2 521
Titres de créance à court terme			77	503	98	2	628	280
Titres de créance à long terme			1 020	4 255	3 137	52	7 031	3 129
Crédits		6 154	8 585		3 898	283	2 392	3 354
<i>dont à long terme</i>		5 816	6 339		2 261	108	2 112	.
Actions et autres participations		8	15 153	2 682	10 312	541	5	7 182
Actions cotées			4 515	570	292	161	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	10 638	1 293	2 911	379	5	.
Titres d'OPCVM				819	7 108			.
Provisions techniques d'assurance		37	353	70	1	6 748	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés			702	1 012	207	174	638	622
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 336	13 790	-10 186	795	715	-25	-6 425	
Compte financier, transactions sur passifs								
Total des transactions sur passifs		21	-46	-194	282	120	178	265
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			-1	-201	3	0	-7	161
Titres de créance à court terme			4	61	25	0	12	7
Titres de créance à long terme			18	-96	-22	1	152	45
Crédits		-13	-16		63	15	5	6
<i>dont à long terme</i>		-12	-2		31	1	19	.
Actions et autres participations		0	25	12	119	1	0	18
Actions cotées			13	11	7	0	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	11	-14	-54	1	0	.
Titres d'OPCVM				15	165			.
Provisions techniques d'assurance		0	1	-1	0	93	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés			33	-77	31	10	16	29
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> ¹⁾	35	72	31	14	10	5	-97	-35
Compte des autres changements, passifs								
Total des autres changements sur passifs		4	328	164	205	48	183	43
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	53	0	0	0	-24
Titres de créance à court terme			0	0	-1	0	0	2
Titres de créance à long terme			2	22	33	0	172	-28
Crédits		6	-3		-76	0	0	10
<i>dont à long terme</i>		6	1		-28	0	0	.
Actions et autres participations		0	318	110	239	-7	0	87
Actions cotées			144	63	16	-2	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	173	46	123	-6	0	.
Titres d'OPCVM				1	100			.
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	67	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		-2	12	-20	8	-13	11	-4
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> ¹⁾	52	258	-157	-7	-71	68	-143	76
Compte de patrimoine de clôture, passifs								
Total des passifs		6 926	28 973	30 997	18 175	7 969	11 336	17 395
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			32	22 356	39	0	273	2 657
Titres de créance à court terme			81	564	121	2	641	289
Titres de créance à long terme			1 039	4 181	3 149	53	7 354	3 146
Crédits		6 148	8 565		3 886	298	2 397	3 369
<i>dont à long terme</i>		5 810	6 338		2 265	109	2 131	.
Actions et autres participations		8	15 496	2 805	10 670	536	5	7 288
Actions cotées			4 673	644	315	159	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	10 823	1 326	2 981	375	5	.
Titres d'OPCVM				835	7 374			.
Provisions techniques d'assurance		37	354	69	1	6 909	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés			734	1 022	309	171	665	646
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 354	14 119	-10 312	801	655	48	-6 664	

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	2010	2011	2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 516	4 629	4 679	4 684	4 690	4 700	4 717	4 734
Autres impôts (moins les subventions) sur la production	85	99	129	127	129	128	129	127
Consommation de capital fixe	1 421	1 464	1 499	1 506	1 512	1 518	1 525	1 532
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte ¹⁾</i>	2 190	2 250	2 180	2 171	2 178	2 195	2 208	2 224
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	2 807	3 018	2 880	2 819	2 766	2 724	2 691	2 670
Intérêts	1 383	1 547	1 464	1 407	1 357	1 313	1 275	1 252
Autres revenus de la propriété	1 424	1 471	1 416	1 411	1 409	1 411	1 416	1 418
<i>Revenu national net ¹⁾</i>	7 764	7 996	8 026	8 034	8 051	8 082	8 114	8 146
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 059	1 116	1 173	1 182	1 198	1 205	1 213	1 222
Cotisations sociales	1 704	1 754	1 788	1 795	1 802	1 810	1 817	1 824
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 818	1 845	1 887	1 899	1 911	1 922	1 932	1 935
Autres transferts courants	777	782	791	796	803	812	818	822
Primes nettes d'assurance-dommages	181	182	184	184	185	186	186	187
Indemnités d'assurance-dommages	182	184	187	187	187	188	188	188
Autres	414	416	420	425	431	438	444	447
<i>Revenu disponible net ¹⁾</i>	7 655	7 889	7 917	7 921	7 934	7 960	7 989	8 021
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	7 317	7 483	7 526	7 529	7 543	7 566	7 588	7 613
Dépense de consommation individuelle	6 546	6 709	6 753	6 754	6 765	6 787	6 808	6 830
Dépense de consommation collective	771	774	772	775	777	779	781	783
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	56	58	58	57	57	58	58	59
<i>Épargne nette ¹⁾</i>	337	406	391	392	391	394	400	408
Compte de capital								
Épargne nette								
Formation brute de capital	1 783	1 877	1 781	1 750	1 735	1 734	1 733	1 740
Formation brute de capital fixe	1 763	1 820	1 771	1 743	1 730	1 724	1 723	1 732
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	19	57	10	7	4	10	10	8
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	1	1	9	2	0	0	0	-1
Transferts en capital	221	173	193	198	205	200	164	158
Impôts en capital	25	31	25	26	29	30	32	32
Autres transferts en capital	196	142	167	172	176	170	132	126
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) ¹⁾</i>	-16	-1	112	158	182	193	212	222

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	2010	2011	2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 213	8 442	8 487	8 489	8 508	8 540	8 581	8 617
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits	943	976	980	978	983	989	991	999
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	9 156	9 418	9 467	9 466	9 492	9 530	9 572	9 616
Rémunération des salariés								
Autres impôts (moins les subventions) sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 190	2 250	2 180	2 171	2 178	2 195	2 208	2 224
Rémunération des salariés	4 527	4 641	4 693	4 699	4 705	4 715	4 732	4 749
Taxes nettes de subventions sur la production	1 042	1 086	1 120	1 117	1 123	1 128	1 132	1 137
Revenus de la propriété	2 811	3 038	2 914	2 865	2 812	2 768	2 732	2 705
Intérêts	1 335	1 493	1 426	1 375	1 326	1 281	1 245	1 220
Autres revenus de la propriété	1 476	1 545	1 487	1 490	1 486	1 487	1 487	1 486
<i>Revenu national net</i>								
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net	7 764	7 996	8 026	8 034	8 051	8 082	8 114	8 146
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 063	1 121	1 179	1 187	1 202	1 210	1 219	1 228
Cotisations sociales	1 704	1 754	1 785	1 792	1 799	1 807	1 814	1 821
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 811	1 839	1 881	1 893	1 905	1 916	1 926	1 928
Autres transferts courants	670	674	685	687	690	694	697	701
Primes nettes d'assurance-dommages	182	184	187	187	187	188	188	188
Indemnités d'assurance-dommages	176	177	179	179	180	181	182	183
Autres	312	314	319	321	323	325	327	330
<i>Revenu disponible net</i>								
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net	7 655	7 889	7 917	7 921	7 934	7 960	7 989	8 021
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	56	58	58	57	57	58	58	59
<i>Épargne nette</i>								
Compte de capital								
Épargne nette	337	406	391	392	391	394	400	408
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 421	1 464	1 499	1 506	1 512	1 518	1 525	1 532
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	231	180	205	211	220	215	183	178
Impôts en capital	25	31	25	26	29	30	32	32
Autres transferts en capital	205	149	180	184	191	185	151	145
<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)

	2010	2011	2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014
Revenus, épargne et variations de la valeur nette								
Rémunération des salariés (+)	4 527	4 641	4 693	4 699	4 705	4 715	4 732	4 749
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 450	1 493	1 496	1 500	1 506	1 513	1 518	1 525
Intérêts à recevoir (+)	202	228	222	217	213	208	203	199
Intérêts à payer (-)	124	147	131	125	120	116	114	112
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	722	749	745	737	729	732	741	740
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	852	885	934	943	951	958	965	970
Cotisations sociales nettes (-)	1 699	1 749	1 783	1 790	1 797	1 805	1 812	1 819
Prestations sociales nettes (+)	1 806	1 834	1 876	1 887	1 899	1 911	1 920	1 923
Transferts courants nets à recevoir (+)	71	69	72	74	74	74	75	76
= Revenu disponible brut	6 093	6 222	6 246	6 247	6 248	6 262	6 289	6 301
Dépense de consommation finale (-)	5 298	5 449	5 484	5 481	5 488	5 503	5 518	5 534
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	56	58	57	57	56	57	57	58
= Épargne brute	850	831	819	823	816	817	828	825
Consommation de capital fixe (-)	386	396	402	403	404	405	407	409
Transferts en capital nets à recevoir (+)	13	2	2	0	0	-2	-4	-5
Autres variations de la valeur nette (+)	599	-264	-95	-528	-431	-163	-179	402
= Variations de la valeur nette	1 076	174	324	-107	-20	246	239	813
Investissement, financement et variations de la valeur nette								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	558	573	555	549	543	542	541	541
Consommation de capital fixe (-)	386	396	402	403	404	405	407	409
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	42	126	192	173	167	134	95	68
Numéraire et dépôts	118	118	225	228	218	189	130	104
Titres d'OPCVM monétaires	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-14	-21
Titres de créance ¹⁾	-17	30	-2	-16	-21	-28	-20	-15
Actifs à long terme	388	234	154	192	194	224	238	231
Dépôts	58	54	11	7	8	25	53	56
Titres de créance	-23	67	-89	-115	-119	-135	-126	-110
Actions et autres participations	103	-3	100	151	148	167	136	100
Actions cotées, non cotées et autres participations	94	45	60	67	58	76	62	36
Titres d'OPCVM	9	-48	40	84	91	92	74	64
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	250	116	132	150	156	166	175	185
Principales rubriques du financement (-)								
Crédits	114	87	13	-1	-12	-2	-19	-8
dont auprès des IFM de la zone euro	147	81	25	21	1	8	-4	-5
Autres variations des actifs (+)								
Actifs non financiers	476	191	-778	-1 016	-941	-649	-739	-332
Actifs financiers	201	-386	613	408	423	406	500	692
Actions et autres participations	55	-342	376	250	270	319	448	555
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	122	15	181	164	131	84	71	93
Flux nets résiduels (+)	-89	-80	4	-12	-13	-8	-8	14
= Variations de la valeur nette	1 076	174	324	-107	-20	246	239	813
Bilan								
Actifs non financiers (+)	29 932	30 299	29 674	29 227	29 249	29 375	29 069	29 027
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 819	5 957	6 128	6 140	6 182	6 158	6 207	6 208
Numéraire et dépôts	5 597	5 728	5 950	5 980	6 032	6 019	6 076	6 084
Titres d'OPCVM monétaires	184	166	120	112	109	101	97	91
Titres de créance ¹⁾	38	62	58	49	42	39	34	33
Actifs à long terme	12 221	12 026	12 813	12 975	12 911	13 193	13 565	13 901
Dépôts	1 032	1 086	1 100	1 106	1 117	1 130	1 152	1 170
Titres de créance	1 409	1 379	1 348	1 294	1 261	1 233	1 208	1 222
Actions et autres participations	4 273	3 923	4 413	4 528	4 480	4 719	5 006	5 183
Actions cotées, non cotées et autres participations	3 066	2 835	3 166	3 213	3 163	3 362	3 610	3 733
Titres d'OPCVM	1 207	1 088	1 247	1 315	1 317	1 356	1 397	1 450
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	5 507	5 638	5 952	6 047	6 052	6 111	6 198	6 326
Actifs nets résiduels (+)	271	224	203	162	191	202	172	158
Passifs (-)								
Crédits	6 120	6 210	6 198	6 171	6 171	6 167	6 154	6 148
dont auprès des IFM de la zone euro	5 221	5 288	5 296	5 285	5 288	5 282	5 274	5 267
= Valeur nette	42 121	42 295	42 619	42 333	42 361	42 761	42 858	43 146

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)

	2010	2011	2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014
Revenus et épargne								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 671	4 832	4 855	4 852	4 862	4 880	4 904	4 922
Rémunération des salariés (-)	2 837	2 936	2 982	2 983	2 988	2 994	3 004	3 019
Autres impôts (moins les subventions) sur la production (-)	37	46	54	54	56	56	57	54
= Excédent brut d'exploitation (+)	1 797	1 850	1 819	1 815	1 819	1 830	1 842	1 849
Consommation de capital fixe (-)	802	828	851	855	859	863	867	871
= Excédent net d'exploitation (+)	995	1 022	969	960	960	967	975	979
Revenus de la propriété à recevoir (+)	550	571	550	550	544	537	526	517
Intérêts à recevoir	159	164	150	143	137	132	129	125
Autres revenus de la propriété à recevoir	392	406	400	406	406	405	397	392
Intérêts et loyers à payer (-)	257	287	270	259	249	239	231	225
= Revenu d'entreprise net (+)	1 288	1 307	1 248	1 251	1 255	1 266	1 269	1 270
Revenus distribués (-)	924	975	954	946	940	941	940	933
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	169	192	201	201	206	204	206	209
Cotisations sociales à recevoir (+)	69	74	74	74	73	73	74	74
Prestations sociales à payer (-)	69	70	70	70	70	70	70	70
Autres transferts nets (-)	45	48	49	49	51	53	52	53
= Épargne nette	151	95	48	60	62	71	75	79
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	146	212	134	103	91	88	89	86
Formation brute de capital fixe (+)	928	984	966	947	942	938	942	950
Consommation de capital fixe (-)	802	828	851	855	859	863	867	871
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	19	56	19	10	7	13	14	6
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	33	-29	62	47	40	55	75	78
Numéraire et dépôts	67	6	75	80	81	91	110	100
Titres d'OPCVM monétaires	-32	-46	-7	-6	-15	-13	-10	-20
Titres de créance ¹⁾	-1	11	-5	-28	-26	-24	-25	-1
Actifs à long terme	444	491	238	203	66	59	91	42
Dépôts	22	70	-2	-34	-31	6	14	2
Titres de créance	25	-26	-2	-1	-9	-10	-17	-10
Actions et autres participations	262	303	135	172	96	83	93	45
Autres (principalement prêts intragroupes)	136	145	108	66	10	-21	2	4
Actifs nets résiduels (+)	6	-49	26	66	132	87	101	126
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	174	248	157	120	36	-43	-1	-5
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	-21	116	-135	-126	-157	-145	-124	-116
<i>dont titres de créance</i>	70	48	115	102	90	86	83	83
Actions et autres participations	237	216	186	165	160	193	216	197
Actions cotées	31	27	27	11	21	23	31	57
Actions non cotées et autres participations	206	189	159	155	140	171	185	140
Transferts en capital nets à recevoir (-)	65	67	65	67	66	62	62	63
= Épargne nette	151	95	48	60	62	71	75	79
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 958	1 929	1 988	1 951	1 939	1 969	2 053	2 026
Numéraire et dépôts	1 695	1 705	1 777	1 757	1 765	1 798	1 881	1 855
Titres d'OPCVM monétaires	182	134	130	127	113	111	117	106
Titres de créance ¹⁾	81	90	81	67	62	60	55	64
Actifs à long terme	10 863	10 902	11 658	11 942	11 783	12 209	12 501	12 699
Dépôts	178	238	293	270	264	280	290	262
Titres de créance	258	247	266	262	261	263	259	266
Actions et autres participations	7 569	7 388	7 988	8 288	8 134	8 539	8 814	9 046
Autres (principalement prêts intragroupes)	2 859	3 029	3 112	3 121	3 124	3 127	3 138	3 125
Actifs nets résiduels	416	521	426	490	508	501	514	563
Passifs								
Endettement	9 805	9 961	10 038	10 077	10 033	10 013	10 034	10 040
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	4 652	4 688	4 471	4 443	4 400	4 357	4 286	4 298
<i>dont titres de créance</i>	881	875	1 033	1 056	1 051	1 083	1 097	1 120
Actions et autres participations	13 158	12 465	13 458	13 816	13 680	14 480	15 153	15 496
Actions cotées	3 815	3 297	3 759	3 902	3 864	4 213	4 515	4 673
Actions non cotées et autres participations	9 343	9 168	9 699	9 914	9 816	10 266	10 638	10 823

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)

	2010	2011	2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014
Compte financier, opérations financières								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	-6	53	45	21	-17	-38	-62	-43
Numéraire et dépôts	-9	14	15	11	8	3	-14	-7
Titres d'OPCVM monétaires	-8	16	33	10	-11	-19	-35	-26
Titres de créance ¹⁾	11	24	-3	0	-13	-22	-14	-11
Actifs à long terme	293	131	207	194	229	264	299	284
Dépôts	-5	9	-18	-19	-15	-18	-10	-16
Titres de créance	190	41	149	106	119	123	157	141
Crédits	32	12	9	11	10	1	4	14
Actions cotées	-1	-11	-8	0	-1	9	1	4
Actions non cotées et autres participations	12	13	5	6	5	8	11	8
Titres d'OPCVM	66	68	69	90	110	140	137	133
Actifs nets résiduels (+)	7	-30	-46	-28	-31	-35	-4	6
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	1	3	7	5	3	3	0	0
Crédits	7	11	-16	0	-7	-23	-5	-5
Actions et autres participations	7	4	1	2	2	1	5	5
Provisions techniques d'assurance	281	115	156	171	176	184	195	216
Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	262	111	139	156	165	171	180	192
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	19	4	16	15	12	13	16	23
= Variations de la valeur financière nette résultant des opérations	-1	21	59	9	6	25	38	31
Compte des autres changements								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	119	-105	196	144	128	93	105	103
Autres actifs nets	-6	13	240	140	100	5	-62	29
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	-1	-48	67	55	84	72	65	39
Provisions techniques d'assurance	138	16	189	167	131	82	69	95
Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	127	19	187	165	130	81	69	93
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	11	-3	2	2	1	1	1	2
= Autres variations de la valeur financière nette	-24	-59	180	61	14	-56	-91	-2
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	330	371	408	413	367	357	339	370
Numéraire et dépôts	190	193	209	218	201	201	193	212
Titres d'OPCVM monétaires	88	102	126	126	107	99	86	100
Titres de créance ¹⁾	52	76	74	69	59	56	60	58
Actifs à long terme	6 043	6 047	6 665	6 804	6 800	6 927	7 047	7 238
Dépôts	606	611	594	595	596	591	588	583
Titres de créance	2 638	2 660	3 013	3 053	3 055	3 077	3 141	3 236
Crédits	469	481	490	489	487	489	493	504
Actions cotées	422	377	404	413	410	426	439	445
Actions non cotées et autres participations	418	422	435	437	436	441	444	445
Titres d'OPCVM	1 490	1 497	1 728	1 818	1 816	1 904	1 943	2 025
Actifs nets résiduels (+)	245	260	250	247	238	227	216	238
Passifs (-)								
Titres de créance	43	46	55	55	52	52	54	55
Crédits	292	301	285	300	299	293	283	298
Actions et autres participations	447	403	472	492	500	516	541	536
Provisions techniques d'assurance	6 008	6 139	6 484	6 598	6 601	6 661	6 748	6 909
Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	5 203	5 332	5 659	5 756	5 760	5 819	5 908	6 042
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	805	807	825	842	842	842	841	867
= Valeur financière nette	-172	-210	28	19	-47	-12	-25	48

Source : BCE.

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

MARCHÉS FINANCIERS

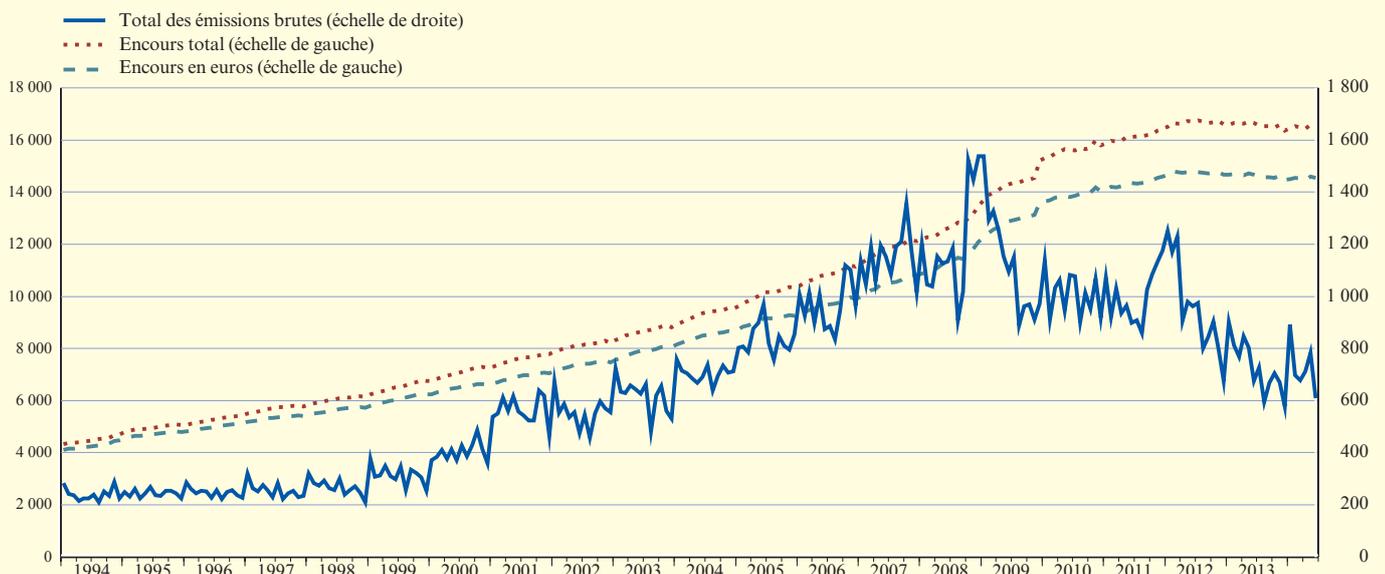
4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises

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

	Total en euros ¹⁾			Par les résidents de la zone euro								
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues				Données cvs ²⁾	
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2013 Juin	16 895,2	600,7	-62,3	14 671,5	558,1	-51,2	16 644,2	675,2	-62,5	-0,3	-12,4	-0,8
Juillet	16 828,9	640,0	-66,0	14 598,6	591,2	-72,3	16 551,7	725,9	-79,9	-0,9	-48,1	-1,2
Août	16 805,7	516,1	-23,4	14 573,8	482,5	-25,1	16 537,7	594,7	-17,1	-0,8	16,6	-0,7
Septembre	16 815,5	606,8	10,3	14 566,6	556,2	-6,7	16 524,8	667,1	-5,1	-0,7	29,2	-0,3
Octobre	16 819,6	643,1	5,1	14 558,3	572,8	-7,2	16 493,9	705,9	-19,7	-1,0	-29,3	-0,4
Novembre	16 928,8	598,2	109,4	14 639,8	539,3	81,7	16 580,7	670,5	85,4	-0,7	8,9	-0,4
Décembre	16 752,7	516,9	-186,0	14 466,6	478,7	-183,0	16 362,2	576,6	-219,5	-1,2	-109,3	-1,6
2014 Janvier	16 774,5	795,0	21,8	14 497,9	739,0	31,4	16 470,2	890,0	90,2	-0,7	63,7	-0,2
Février	16 845,9	629,6	67,2	14 556,5	576,5	54,5	16 529,7	697,1	68,5	-0,6	5,1	-0,4
Mars	16 824,8	650,1	-22,0	14 523,0	581,0	-34,5	16 476,6	677,0	-53,9	-0,8	-44,4	-1,3
Avril	16 795,6	680,9	-27,6	14 480,1	617,7	-41,5	16 435,8	713,1	-37,5	-1,0	-42,4	-1,4
Mai	16 905,9	730,0	110,2	14 589,9	657,0	109,5	16 587,6	782,7	135,9	-0,7	47,7	-1,0
Juin	16 872,6	581,9	-34,1	14 537,1	507,8	-53,4	16 540,7	608,3	-47,4	-0,6	-1,1	0,3
	Long terme											
2013 Juin	15 610,7	208,2	-19,8	13 468,6	181,6	-5,6	15 188,0	201,4	-17,4	0,7	-2,6	-0,2
Juillet	15 539,1	204,7	-71,6	13 383,3	173,1	-85,0	15 083,5	195,3	-94,3	0,1	-40,8	-0,8
Août	15 533,6	117,3	-5,6	13 374,4	97,7	-9,1	15 082,1	113,0	-5,5	0,2	32,0	0,1
Septembre	15 550,1	223,7	16,9	13 380,0	190,6	6,0	15 088,2	216,7	15,6	0,2	43,2	0,4
Octobre	15 579,7	249,5	29,7	13 391,0	199,4	11,2	15 084,6	228,6	5,5	0,0	-4,2	0,6
Novembre	15 695,4	251,9	114,5	13 482,5	210,0	90,4	15 192,0	240,1	105,7	0,2	30,1	0,8
Décembre	15 596,3	155,0	-99,6	13 392,2	134,1	-90,8	15 081,1	149,5	-102,2	0,1	-27,4	0,4
2014 Janvier	15 560,6	273,6	-34,7	13 359,1	237,3	-32,0	15 090,7	290,2	-4,1	0,1	1,2	1,0
Février	15 624,6	233,0	63,8	13 413,3	198,9	54,1	15 142,1	231,5	63,7	0,4	1,9	0,6
Mars	15 576,0	256,6	-49,9	13 360,4	208,6	-54,3	15 085,2	238,0	-58,0	0,0	-38,4	-0,5
Avril	15 578,8	272,1	3,0	13 343,0	225,9	-17,3	15 074,3	252,3	-9,0	-0,1	-18,6	-0,7
Mai	15 683,1	326,9	105,1	13 455,5	277,8	113,3	15 224,3	321,2	137,0	0,2	57,9	-0,3
Juin	15 688,3	244,7	3,4	13 449,3	193,0	-7,8	15 212,1	225,2	-12,6	0,3	1,9	0,1

G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro

(montants en milliards d'euros)



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

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

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

1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012	16 598	5 399	3 262	979	6 274	684	958	589	82	68	187	32
2013	16 362	4 887	3 194	1 050	6 558	674	729	385	65	64	187	29
2013 T3	16 525	5 003	3 250	1 044	6 556	671	663	350	52	63	172	25
T4	16 362	4 887	3 194	1 050	6 558	674	651	341	58	65	162	25
2014 T1	16 477	4 828	3 193	1 076	6 698	681	755	372	71	69	201	41
T2	16 541	4 739	3 197	1 096	6 827	682	701	324	74	74	194	35
2014 Mars	16 477	4 828	3 193	1 076	6 698	681	677	314	85	65	176	39
Avril	16 436	4 800	3 172	1 077	6 713	675	713	330	67	77	205	34
Mai	16 588	4 796	3 240	1 094	6 783	675	783	362	111	84	195	31
Juin	16 541	4 739	3 197	1 096	6 827	682	608	281	46	60	183	39
	Court terme											
2012	1 488	601	136	81	606	64	703	490	37	52	104	21
2013	1 281	474	111	74	571	52	512	315	27	47	102	21
2013 T3	1 437	539	133	90	628	47	488	294	26	46	105	18
T4	1 281	474	111	74	571	52	445	269	23	45	91	18
2014 T1	1 391	530	143	83	579	56	501	289	35	50	100	27
T2	1 329	515	112	79	572	51	435	245	19	54	92	25
2014 Mars	1 391	530	143	83	579	56	439	236	45	45	84	29
Avril	1 361	522	140	82	567	50	461	259	22	64	91	24
Mai	1 363	522	132	83	577	48	461	260	22	59	98	22
Juin	1 329	515	112	79	572	51	383	217	13	39	85	29
	Long terme ²⁾											
2012	15 110	4 798	3 125	897	5 668	621	255	99	45	16	84	12
2013	15 081	4 413	3 084	976	5 987	622	217	69	38	17	85	8
2013 T3	15 088	4 464	3 117	954	5 929	623	175	56	27	18	67	8
T4	15 081	4 413	3 084	976	5 987	622	206	72	35	20	72	7
2014 T1	15 085	4 298	3 050	994	6 119	624	253	83	36	19	102	14
T2	15 212	4 224	3 085	1 017	6 255	631	266	79	56	20	103	9
2014 Mars	15 085	4 298	3 050	994	6 119	624	238	78	39	19	92	9
Avril	15 074	4 277	3 032	995	6 146	625	252	71	45	13	113	10
Mai	15 224	4 273	3 108	1 011	6 205	627	321	101	89	25	97	8
Juin	15 212	4 224	3 085	1 017	6 255	631	225	64	33	21	97	10
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2012	10 434	2 811	1 215	806	5 157	444	165	54	18	15	71	7
2013	10 680	2 648	1 321	873	5 386	452	144	36	19	14	69	6
2013 T3	10 655	2 671	1 321	853	5 356	454	121	32	12	14	59	5
T4	10 680	2 648	1 321	873	5 386	452	137	37	18	18	59	5
2014 T1	10 753	2 569	1 316	887	5 520	461	183	46	20	16	90	11
T2	10 942	2 546	1 395	908	5 625	467	181	38	36	18	82	7
2014 Mars	10 753	2 569	1 316	887	5 520	461	168	39	27	15	79	7
Avril	10 762	2 560	1 333	887	5 519	462	158	36	23	12	78	8
Mai	10 915	2 565	1 398	903	5 587	463	222	39	70	23	83	7
Juin	10 942	2 546	1 395	908	5 625	467	164	40	15	17	86	7
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2012	4 247	1 733	1 813	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3 988	1 562	1 657	99	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 T3	4 017	1 580	1 693	97	477	169	43	20	13	3	4	2
T4	3 988	1 562	1 657	99	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 T1	3 916	1 533	1 617	102	501	163	58	31	13	2	8	3
T2	3 857	1 487	1 565	103	538	163	72	36	16	2	17	2
2014 Mars	3 916	1 533	1 617	102	501	163	58	35	10	3	8	2
Avril	3 894	1 524	1 579	102	526	162	80	30	15	1	32	1
Mai	3 899	1 515	1 586	103	531	163	88	58	16	2	11	2
Juin	3 857	1 487	1 565	103	538	163	48	19	16	2	8	4

Source : BCE.

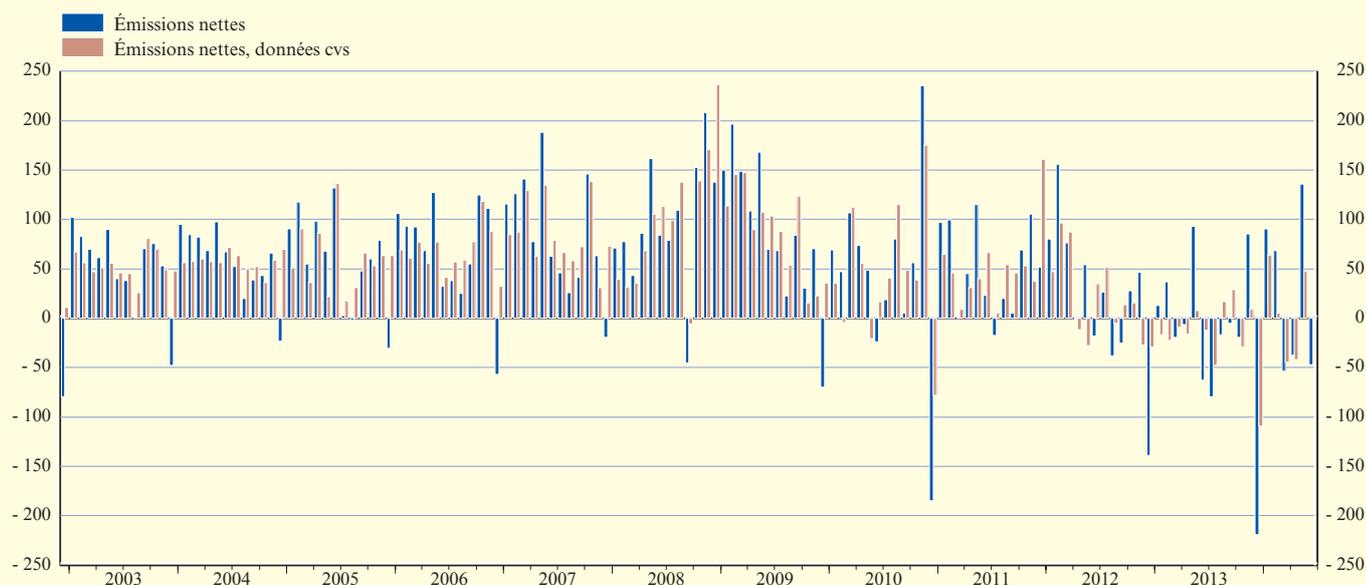
- 1) Les données mensuelles pour les émissions brutes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.
- 2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et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

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

2. Émissions nettes

	Données brutes ¹⁾						Données cvs ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012	20,4	-8,1	1,9	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,8	-39,7	-7,1	6,6	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 T3	-34,0	-36,7	-4,9	11,2	-1,6	-2,1	-0,8	-33,5	5,6	10,6	17,2	-0,7
T4	-51,2	-35,4	-21,5	3,2	1,0	1,4	-43,2	-29,9	-36,1	5,7	16,2	0,8
2014 T1	35,0	-20,9	-2,1	8,8	46,9	2,2	8,1	-29,8	2,7	6,9	27,6	0,7
T2	17,0	-30,9	0,1	5,9	41,7	0,2	1,4	-30,3	-0,5	5,9	25,5	0,8
2014 Mars	-53,9	-63,3	-27,7	2,8	35,2	-0,8	-44,4	-52,7	-20,4	1,0	33,3	-5,5
Avril	-37,5	-26,1	-20,9	0,5	14,6	-5,5	-42,4	-29,7	-39,6	-3,2	34,1	-4,0
Mai	135,9	-11,8	64,8	15,4	68,6	-1,1	47,7	-23,5	48,7	12,5	10,7	-0,9
Juin	-47,4	-54,8	-43,5	1,8	41,9	7,3	-1,1	-37,6	-10,5	8,2	31,6	7,2
	Long terme											
2012	30,4	0,5	0,0	10,2	15,6	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,3	-29,4	-3,7	7,2	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 T3	-28,1	-30,7	-3,9	10,7	-4,2	0,1	11,5	-26,1	4,2	10,5	20,8	2,1
T4	3,0	-14,5	-10,7	8,6	19,8	-0,2	-0,5	-9,7	-22,5	8,8	22,4	0,5
2014 T1	0,5	-38,8	-11,4	5,9	44,0	0,7	-11,8	-42,0	-5,3	6,2	30,1	-0,7
T2	38,5	-25,3	10,5	7,1	44,1	2,0	13,7	-30,9	8,0	6,9	29,0	0,7
2014 Mars	-58,0	-49,7	-46,1	4,8	37,8	-4,8	-38,4	-39,4	-31,8	3,0	36,6	-6,9
Avril	-9,0	-19,5	-18,1	1,1	26,8	0,8	-18,6	-24,5	-34,1	-0,2	40,6	-0,4
Mai	137,0	-9,5	72,6	14,3	58,5	1,1	57,9	-21,0	54,0	14,7	9,5	0,8
Juin	-12,6	-46,9	-23,1	6,0	47,1	4,2	1,9	-47,1	4,0	6,2	37,0	1,7

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



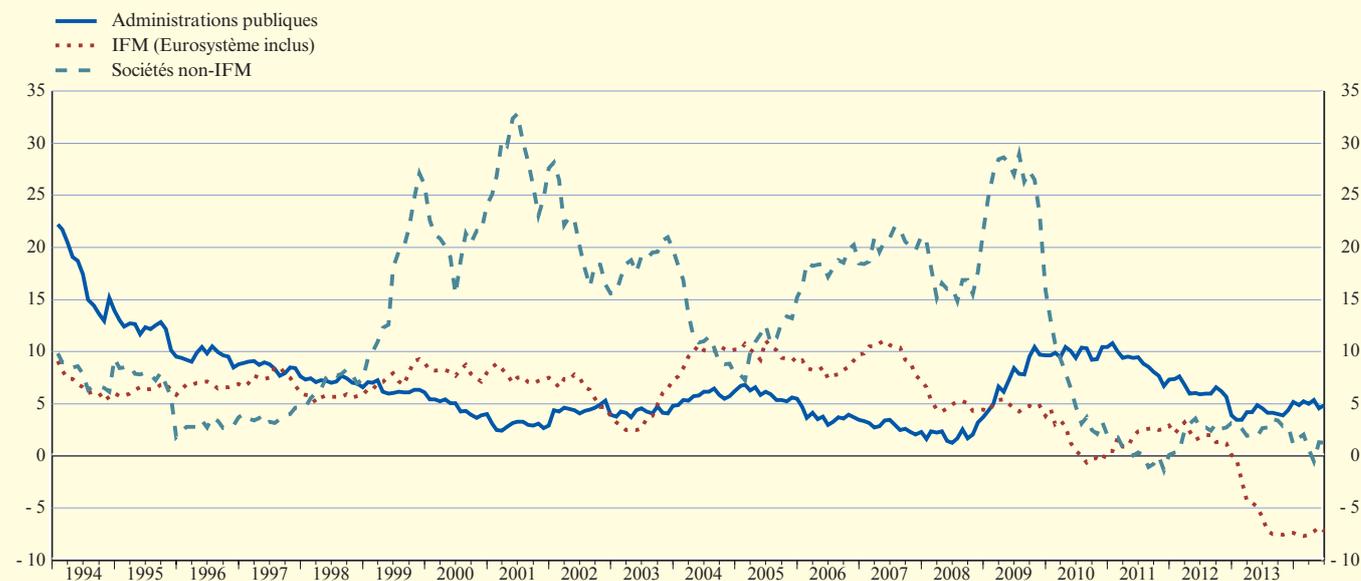
Source : BCE.

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

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

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2013 Juin	-0,3	-7,3	0,3	10,2	4,4	-2,6	-0,8	-10,5	0,6	6,0	6,1	-2,0
Juillet	-0,9	-8,7	0,5	10,0	4,1	-4,7	-1,2	-11,2	1,1	6,3	5,7	-5,3
Août	-0,8	-9,2	1,4	10,6	4,2	-3,6	-0,7	-9,6	0,4	7,5	5,1	-0,9
Septembre	-0,7	-8,9	1,7	10,0	4,1	-3,8	-0,3	-8,3	1,7	8,2	4,4	-2,8
Octobre	-1,0	-9,0	0,8	10,0	3,8	-4,1	-0,4	-7,4	-0,3	7,8	4,5	-4,6
Novembre	-0,7	-8,8	0,8	10,0	4,0	-2,6	-0,4	-6,2	-1,1	10,8	3,0	-2,0
Décembre	-1,2	-8,9	-2,6	8,1	4,6	-1,1	-1,6	-7,3	-5,5	9,9	3,1	0,1
2014 Janvier	-0,7	-8,1	-1,6	9,6	4,4	-2,0	-0,2	-4,9	-4,2	12,9	3,3	1,8
Février	-0,6	-7,8	-1,8	8,7	4,5	0,7	-0,4	-5,9	-4,0	9,9	3,9	2,3
Mars	-0,8	-7,7	-2,2	7,9	4,2	-0,8	-1,3	-7,0	-6,0	7,4	4,0	1,4
Avril	-1,0	-7,5	-3,6	6,4	4,7	-1,9	-1,4	-7,6	-6,9	5,0	4,9	0,9
Mai	-0,7	-7,1	-2,1	8,0	3,8	-1,2	-1,0	-7,9	-3,2	5,6	4,5	-0,5
Juin	-0,6	-7,3	-2,6	8,6	4,0	0,8	0,3	-7,2	0,4	7,4	4,9	1,3
	Long terme											
2013 Juin	0,7	-5,9	0,1	12,4	4,9	1,6	-0,2	-10,0	0,8	6,4	6,9	-1,3
Juillet	0,1	-7,2	0,3	11,8	4,5	0,3	-0,8	-11,3	1,1	6,3	6,4	-3,0
Août	0,2	-7,5	1,1	12,2	4,5	0,7	0,1	-9,6	2,1	8,4	6,0	0,8
Septembre	0,2	-7,5	1,3	10,9	4,4	0,3	0,4	-8,2	1,5	9,3	5,4	2,1
Octobre	0,0	-7,5	0,6	10,8	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,0	9,2	5,5	1,4
Novembre	0,2	-7,4	0,6	10,8	4,8	0,4	0,8	-5,1	-0,8	13,2	4,3	1,6
Décembre	0,1	-7,4	-1,4	9,7	5,7	0,6	0,4	-4,7	-3,5	13,0	4,4	2,6
2014 Janvier	0,1	-7,6	-0,7	10,2	5,5	-1,1	1,0	-3,9	-2,4	14,1	4,6	1,2
Février	0,4	-7,7	-0,3	10,1	5,6	1,8	0,6	-5,8	-2,6	11,8	5,3	2,7
Mars	0,0	-7,5	-2,0	9,6	5,4	0,9	-0,5	-6,8	-5,2	9,7	5,4	-0,2
Avril	-0,1	-7,3	-3,2	8,4	5,9	0,4	-0,7	-7,7	-6,2	7,4	6,4	-0,5
Mai	0,2	-6,8	-1,3	10,6	4,9	0,7	-0,3	-8,5	-2,0	8,1	5,6	-0,3
Juin	0,3	-7,2	-1,5	10,5	5,2	1,3	0,1	-9,6	0,5	8,2	6,0	0,0

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



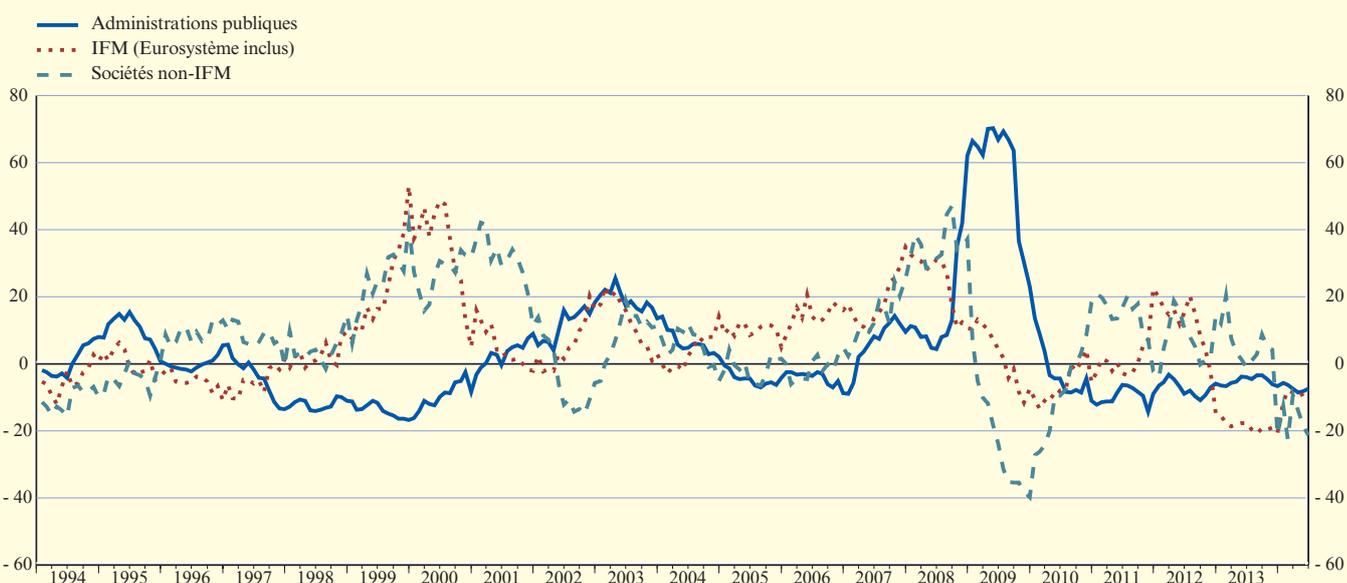
Source : BCE.

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

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

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
	13	14	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	19	20	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
	Toutes devises confondues											
2012	5,3	4,1	1,9	10,4	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,8	13,5	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8
2013 T3	3,0	-4,8	7,9	12,7	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4
T4	2,3	-5,0	5,3	10,5	4,3	2,6	-6,6	-9,8	-7,9	11,9	6,5	-4,1
2014 T1	1,8	-5,9	1,4	9,7	4,9	1,8	-5,0	-8,5	-7,2	13,7	12,8	-2,5
T2	1,9	-6,1	2,1	9,4	4,9	2,5	-5,3	-6,9	-9,4	13,5	11,3	-3,9
2014 Janvier	1,7	-5,8	2,1	9,9	4,6	0,0	-5,0	-8,8	-7,6	14,5	15,8	-3,0
Février	1,8	-6,2	0,0	10,1	5,2	2,9	-4,2	-8,4	-5,2	13,5	10,5	-0,9
Mars	1,7	-6,5	0,5	9,0	5,0	3,0	-5,0	-7,2	-8,0	14,0	10,2	-4,3
Avril	1,7	-6,4	0,8	8,1	5,0	2,6	-5,3	-6,7	-10,0	13,4	13,8	-5,0
Mai	2,2	-5,7	3,7	10,4	4,6	2,1	-5,4	-6,8	-9,5	14,2	9,5	-3,0
Juin	2,2	-6,0	2,8	10,3	4,9	3,0	-5,5	-7,3	-9,7	12,0	10,9	-3,2
	En euros											
2012	5,5	4,6	0,7	10,6	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,2	14,6	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,3	-1,8	-1,2
2013 T3	2,7	-5,9	5,1	13,7	4,9	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8
T4	2,0	-6,0	3,0	11,3	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	13,0	6,4	-4,5
2014 T1	1,6	-7,1	-1,1	9,5	4,9	1,7	-5,7	-9,3	-8,4	13,0	12,9	-2,8
T2	1,7	-7,8	1,5	8,5	4,9	2,2	-6,0	-7,9	-10,7	12,6	11,6	-3,1
2014 Janvier	1,4	-6,9	-1,2	9,6	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,3	13,4	16,0	-3,1
Février	1,6	-7,4	-2,7	9,5	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-6,1	12,6	10,7	-1,5
Mars	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,7	-8,1	-9,1	13,4	10,3	-4,1
Avril	1,5	-8,1	-0,6	7,6	5,1	2,3	-5,9	-7,5	-11,4	12,3	14,2	-4,3
Mai	2,1	-7,5	4,3	9,3	4,7	1,8	-6,1	-7,8	-10,8	13,3	9,8	-2,2
Juin	1,9	-7,9	2,7	8,8	4,8	2,6	-6,0	-8,4	-10,4	11,0	11,2	-1,6

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



Source : BCE.

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

4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro ¹⁾

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

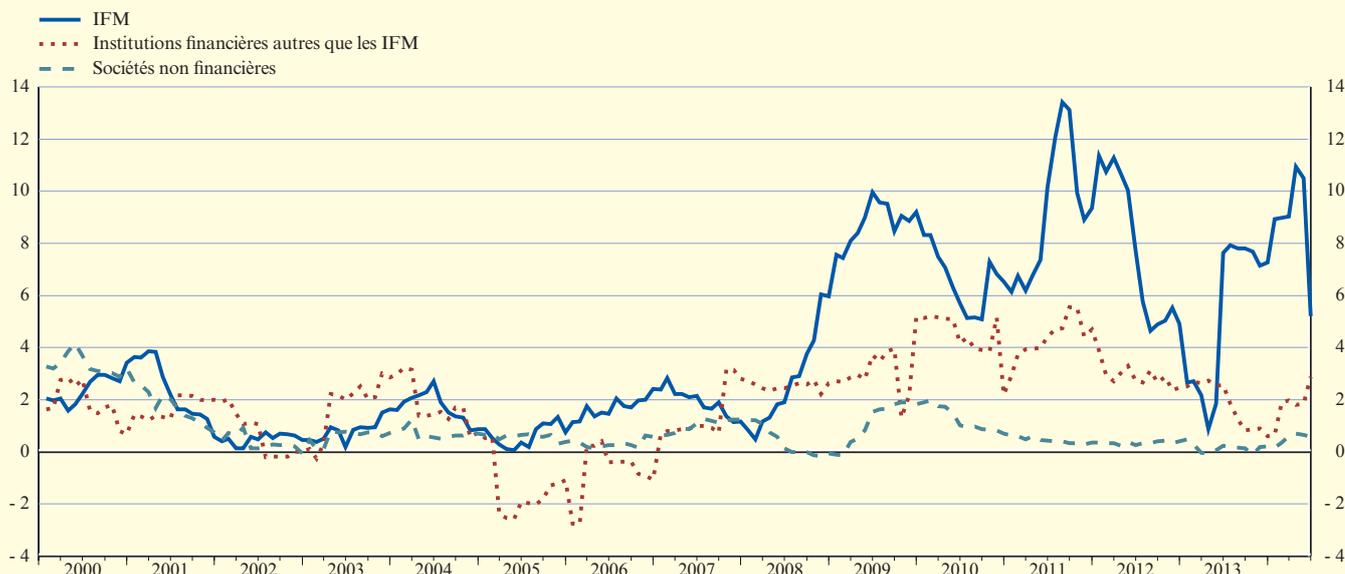
1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 Juin	3 928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	293,7	2,7	3 316,7	0,3
Juillet	4 054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	301,5	2,7	3 442,7	0,3
Août	4 178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	319,2	3,1	3 510,0	0,3
Septembre	4 235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	333,6	2,7	3 536,6	0,4
Octobre	4 311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	343,6	2,9	3 584,6	0,4
Novembre	4 399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	352,6	2,4	3 651,4	0,3
Décembre	4 503,7	107,1	0,9	402,4	4,9	368,4	2,5	3 732,8	0,4
2013 Janvier	4 658,5	107,2	0,8	441,5	2,7	382,4	2,5	3 834,6	0,5
Février	4 643,2	107,0	0,7	416,1	2,7	376,8	2,7	3 850,3	0,3
Mars	4 645,2	106,8	0,4	380,3	2,2	380,7	2,6	3 884,1	0,0
Avril	4 747,4	106,7	0,2	410,4	0,9	406,5	2,7	3 930,5	-0,1
Mai	4 864,1	107,0	0,4	440,2	1,9	419,0	2,5	4 005,0	0,1
Juin	4 663,9	107,8	1,1	413,5	7,6	404,3	2,6	3 846,2	0,2
Juillet	4 903,7	107,9	1,0	446,6	7,9	428,6	1,8	4 028,6	0,2
Août	4 892,0	107,8	0,9	461,5	7,8	426,4	1,2	4 004,2	0,2
Septembre	5 136,7	107,8	0,9	491,7	7,8	437,7	0,8	4 207,2	0,1
Octobre	5 411,0	107,7	0,7	557,2	7,7	455,6	0,9	4 398,1	-0,1
Novembre	5 502,3	107,9	0,9	562,8	7,1	465,0	0,9	4 474,5	0,2
Décembre	5 567,9	108,0	0,9	569,0	7,3	476,0	0,6	4 522,9	0,2
2014 Janvier	5 485,2	108,2	1,0	597,7	8,9	464,7	0,6	4 422,8	0,1
Février	5 757,5	108,4	1,3	637,8	9,0	483,6	1,9	4 636,1	0,3
Mars	5 809,2	108,4	1,5	642,6	9,0	485,5	2,0	4 681,1	0,6
Avril	5 842,0	108,6	1,7	639,1	10,9	490,5	1,8	4 712,4	0,7
Mai	5 933,6	108,8	1,7	642,6	10,5	481,9	1,8	4 809,1	0,6
Juin	5 951,7	109,1	1,2	630,0	5,2	478,1	2,9	4 843,6	0,6

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

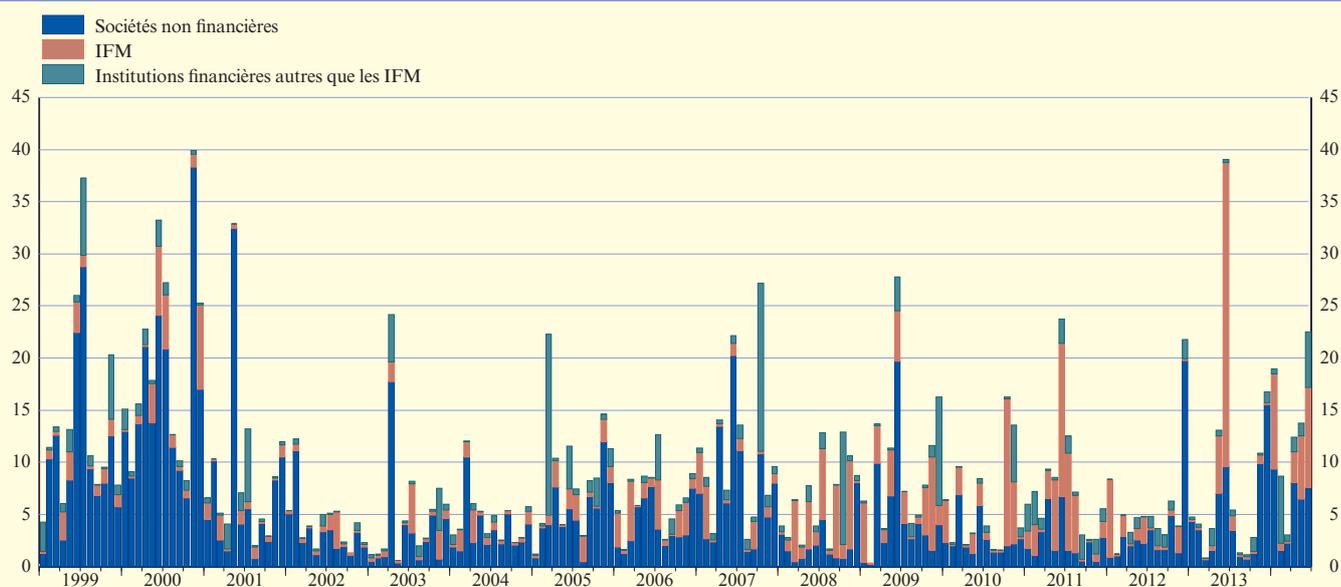
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques.

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

2. Opérations durant le mois

	Total			IFM			Institutions financières autres que les IFM			Sociétés non financières		
	Émissions brutes 1	Remboursements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Remboursements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Remboursements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Remboursements 11	Émissions nettes 12
2012 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	0,9	0,1	0,8	4,9	1,7	3,2
Novembre	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Décembre	21,6	16,2	5,4	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	15,7	4,1
2013 Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Février	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,1	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	0,1	0,5	-0,4	1,0	1,8	-0,9
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	2,6	7,5	-4,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	1,2	7,4	-6,2
Novembre	10,9	2,1	8,8	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	9,9	2,0	7,9
Décembre	16,6	9,4	7,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	9,4	6,2
2014 Janvier	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
Février	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
Mars	2,9	2,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	2,3	1,8	0,5
Avril	12,4	3,1	9,4	3,0	0,0	3,0	1,4	0,2	1,3	8,0	2,9	5,1
Mai	13,8	2,8	11,0	6,0	0,0	6,0	1,3	0,4	0,8	6,5	2,3	4,1
Juin	22,5	1,9	20,6	9,6	0,0	9,6	5,4	0,3	5,0	7,6	1,6	6,0

G20 Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs
(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois ; valeurs de marché)



Source : BCE.

4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro ¹⁾

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

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

	Dépôts des ménages						Dépôts des sociétés non financières				Pensions
	Dépôts à vue	Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis ²⁾		Dépôts à vue	Dépôts à terme			
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2013 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	1,63	1,93	1,11	1,03	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	1,57	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,70	1,24	1,60	0,28
Mai	0,27	1,42	1,31	1,72	1,05	0,96	0,34	0,61	1,26	1,38	0,29
Juin	0,27	1,35	1,24	1,74	1,04	0,92	0,31	0,57	1,13	1,52	0,20
Juillet	0,24	1,32	1,21	1,76	1,01	0,90	0,28	0,57	1,14	1,48	0,52

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit ³⁾	Prêts à la consommation				TAEG ⁴⁾	Prêts au logement				TAEG ⁴⁾	Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes		
			Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG ⁴⁾		Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG ⁴⁾		Par périodes de fixation initiale du taux		
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et > à 10 ans			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2013 Août	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,17	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	7,22	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	7,15	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	3,18	3,80	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	3,23	3,97	3,07	
Mars	7,65	17,08	5,83	5,94	7,54	7,28	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,23	4,03	3,12	
Avril	7,61	17,24	5,67	5,82	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07	
Mai	7,55	17,25	5,64	5,96	7,58	7,27	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	3,29	3,96	2,98	
Juin	7,58	17,21	5,47	5,89	7,46	7,11	2,66	2,84	2,89	3,09	3,20	3,15	3,85	2,94	
Juillet	7,43	17,03	5,56	5,80	7,38	6,96	2,63	2,75	2,80	2,99	3,10	3,00	3,79	2,88	

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

	Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts d'un montant ≤ à 250 000 euros par périodes de fixation initiale du taux						Autres prêts d'un montant > à 1 million d'euros par périodes de fixation initiale du taux					
		Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 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	4,16	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,74	2,76	2,94	3,03	3,12
Février	4,11	4,54	4,59	4,26	4,08	3,48	3,46	2,08	2,78	2,91	2,77	2,79	3,13
Mars	4,08	4,60	4,49	4,22	4,10	3,51	3,47	2,18	2,74	2,83	2,99	2,77	3,23
Avril	4,12	4,59	4,48	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,57	2,82	3,20
Mai	4,05	4,50	4,51	4,22	4,06	3,41	3,41	2,07	2,42	2,67	2,80	2,62	3,04
Juin	4,02	4,29	4,37	4,12	4,04	3,36	3,21	1,95	2,75	2,61	3,35	2,52	2,91
Juillet	3,90	4,32	4,31	3,86	3,89	3,20	3,21	1,91	2,43	2,74	2,38	2,86	3,00

Source : BCE.

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

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

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

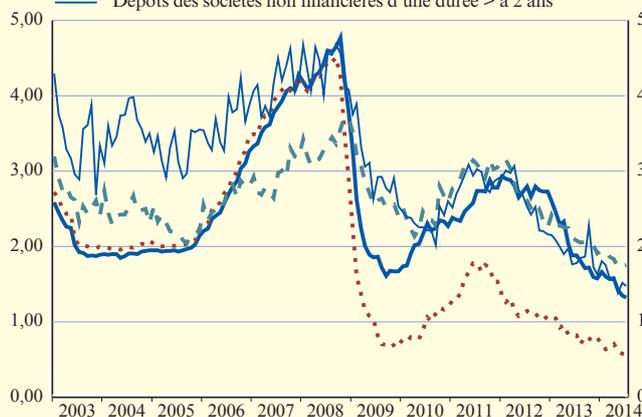
	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions
	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis ²⁾		Dépôts à vue	Dépôts à terme		
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 Août	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	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	1,87	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
Février	0,28	1,84	2,59	1,11	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08
Mars	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11
Avril	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02
Mai	0,27	1,70	2,48	1,05	0,96	0,34	1,18	2,71	0,87
Juin	0,27	1,65	2,48	1,04	0,92	0,31	1,15	2,67	0,78
Juillet	0,24	1,59	2,44	1,01	0,90	0,28	1,11	2,61	0,90

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 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	3,61	3,17	3,31	7,59	6,08	4,77	3,67	3,29	3,13
Février	3,59	3,21	3,37	7,64	6,20	4,84	3,63	3,33	3,17
Mars	3,57	3,18	3,33	7,62	6,10	4,77	3,62	3,30	3,13
Avril	3,63	3,16	3,31	7,51	6,11	4,79	3,63	3,30	3,14
Mai	3,60	3,15	3,29	7,50	6,10	4,76	3,57	3,28	3,13
Juin	3,29	3,15	3,29	7,49	6,11	4,79	3,51	3,28	3,13
Juillet	3,24	3,10	3,26	7,41	6,04	4,76	3,44	3,22	3,08

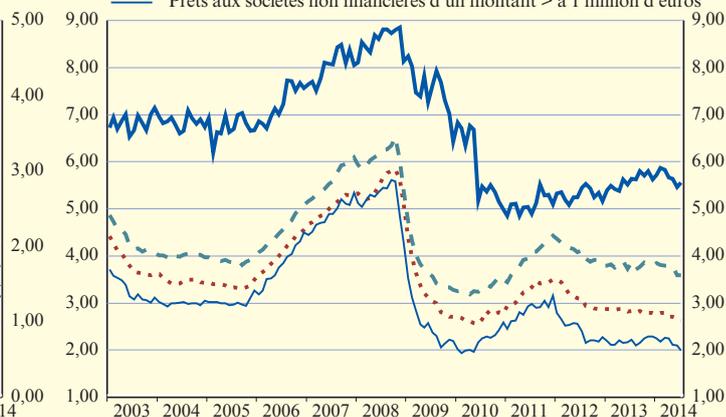
G21 Nouveaux dépôts à terme
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)

- Dépôts des ménages d'une durée ≤ à 1 an
- ... Dépôts des sociétés non financières d'une durée ≤ à 1 an
- - - Dépôts des ménages d'une durée > à 2 ans
- Dépôts des sociétés non financières d'une durée > à 2 ans



G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)

- Prêts à la consommation consentis aux ménages
- ... Prêts au logement consentis aux ménages
- - - Prêts aux sociétés non financières d'un montant ≤ à 1 million d'euros
- Prêts aux sociétés non financières d'un montant > à 1 million d'euros



Source : BCE.

* Pour la source des données du tableau et les notes de bas de page correspondantes, cf. p. S42.

4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

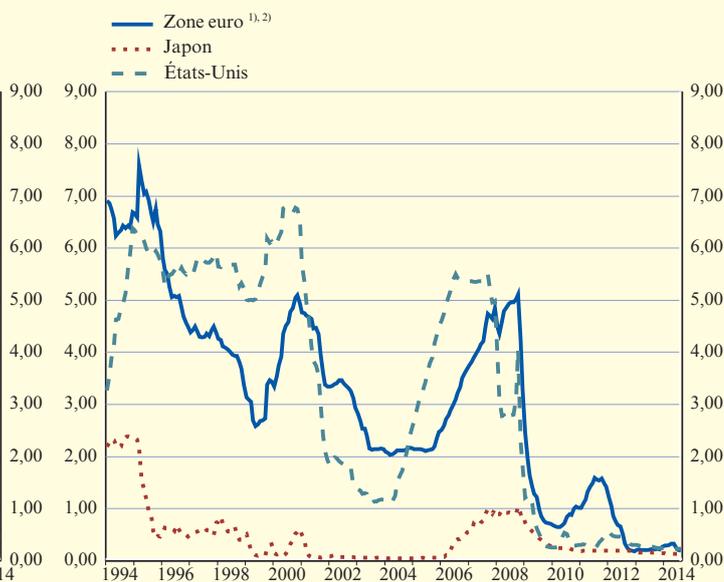
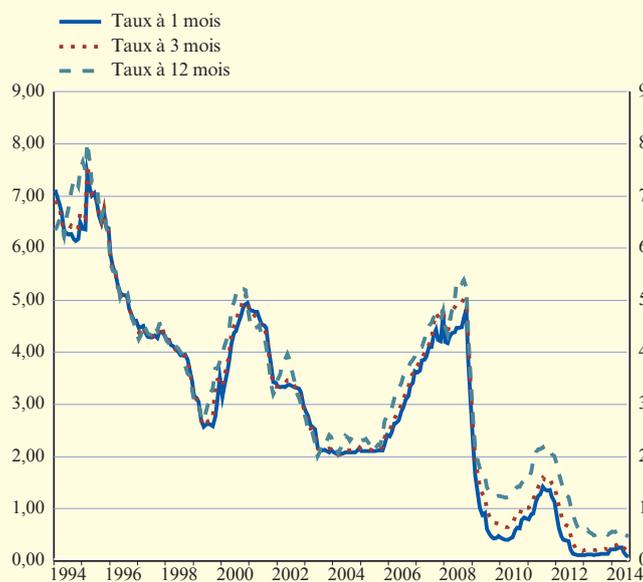
	Zone euro ^{1), 2)}					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5	Dépôts à 3 mois (Libor) 6	Dépôts à 3 mois (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 T2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
T3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
T4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
T2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
2013 Août	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Septembre	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Octobre	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Novembre	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Décembre	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Janvier	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
Février	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
Mars	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
Avril	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
Mai	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14
Juin	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13
Juillet	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13
Août	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13

G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro ^{1), 2)}

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)

G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE.

- 1) Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

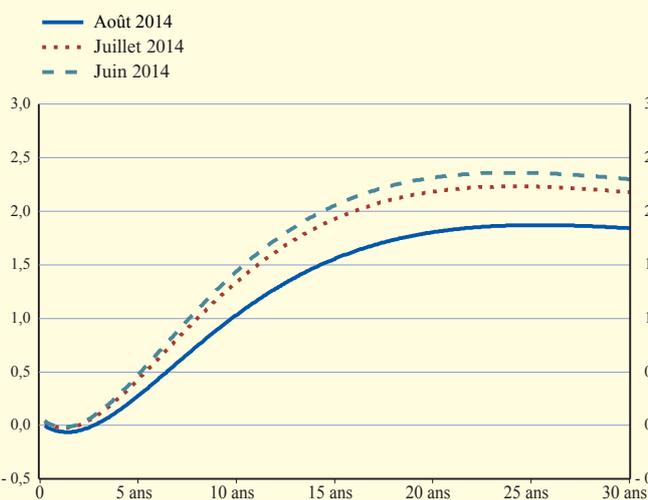
4.7 Courbes des taux de la zone euro ¹⁾

(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 T2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
T3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
T4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 T1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
T2	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
2013 Août	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Septembre	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Octobre	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Novembre	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Décembre	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Janvier	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Février	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
Mars	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
Avril	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
Mai	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23
Juin	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
Juillet	0,04	-0,02	0,01	0,43	0,81	1,34	1,30	1,33	-0,04	0,14	1,35	2,91
Août	0,00	-0,06	-0,05	0,28	0,59	1,03	1,03	1,08	-0,09	0,04	1,01	2,38

G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro ²⁾

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)



G26 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro ²⁾

(données quotidiennes ; taux en pourcentage annuel ; écarts de rendement en points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les données sous-jacentes fournies par EuroMTS et notations fournies par Fitch Ratings.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Les données se rapportent aux emprunts publics de la zone euro notés AAA.

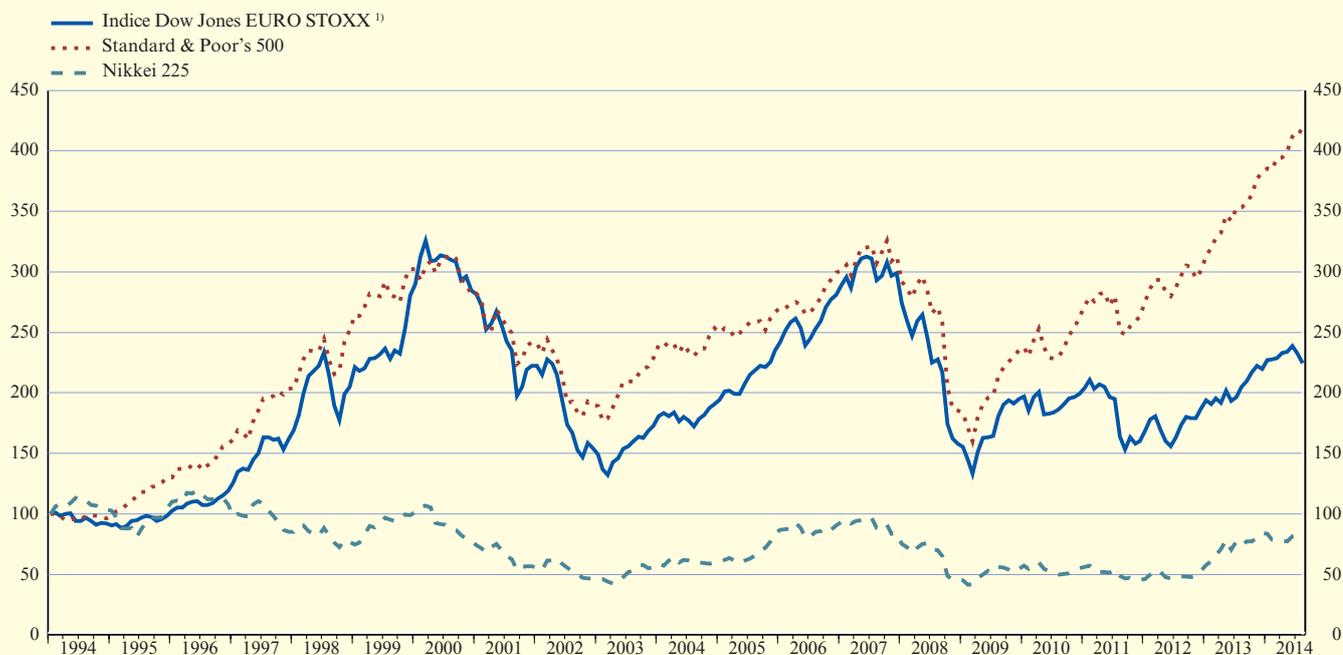
4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx ¹⁾												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										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 T2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3
T3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
T4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
2014 T1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
T2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
2013 Août	284,2	2 803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1 670,1	13 726,7
Septembre	290,6	2 864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1 687,2	14 372,1
Octobre	301,4	2 988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1 720,0	14 329,0
Novembre	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Décembre	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2
2014 Janvier	314,7	3 092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1 822,4	15 578,3
Février	315,9	3 085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1 817,0	14 617,6
Mars	317,0	3 094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1 863,5	14 694,8
Avril	323,2	3 171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1 864,3	14 475,3
Mai	324,7	3 197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1 889,8	14 343,1
Juin	331,5	3 271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1 947,1	15 131,8
Juillet	322,3	3 192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1 973,1	15 379,3
Août	311,3	3 089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1 961,5	15 358,7

G27 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE.

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



PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

1. Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés ²⁾	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transformés	Produits alimen- taires non transformés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2013 T2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,6	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3
2013 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
2013 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
2014 T2	118,2	0,6	0,9	0,0	1,3	0,0	0,2	-1,0	-0,2	-0,3	0,3	0,3	2,2
2014 Mars	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,2	2,0
2014 Avril	118,2	0,7	1,1	0,1	1,6	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,5	2,3
2014 Mai	118,1	0,5	0,8	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,1	0,2	2,2
2014 Juin	118,2	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	2,1
2014 Juillet	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8
2014 Août ³⁾	117,5	0,3	.	.	1,2	.	.	.	.	-0,6	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 T2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
2013 T3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
2013 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
2014 T2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,9	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
2014 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
2014 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
2014 Mai	0,1	1,5	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	1,4	-2,9	1,2	1,3
2014 Juin	-0,2	1,4	-2,8	0,0	-0,1	0,1	1,8	1,4	1,6	-2,9	1,6	1,4
2014 Juillet	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
2014 Août ³⁾	-0,3	.	.	.	0,3	-2,0	.	.	.	.	.	.

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/hicpl/introduction>).
- 3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie.

5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier

	Prix à la production hors construction											Construc- tion ¹⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ³⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Secteur manufac- turier	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
				Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables					
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,2	1,9	0,9	-0,3	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,9	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,8	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	-1,0	
2013 T2	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4	-1,1	
T3	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,5	-1,0	
T4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,8	-1,6	-0,9	
2014 T1	107,6	-1,5	-1,1	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,9	0,5	-4,1	0,4	-0,6	.	
T2	107,2	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-2,8	.	.	.	
2014 Février	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,4	-	-	-	
Mars	107,3	-1,6	-1,2	-0,5	-1,9	0,3	0,5	0,8	0,4	-4,4	-	-	-	
Avril	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,4	-	-	-	
Mai	107,1	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,8	0,5	-2,7	-	-	-	
Juin	107,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,3	1,0	0,3	-2,2	-	-	-	
Juillet	107,1	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7	0,4	0,2	1,0	0,1	-3,5	-	-	-	

3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole ⁴⁾ (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Déflateurs du PIB							
		Pondération fondée sur les importations ⁵⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ⁶⁾			Total (cvs ; indice 2005 = 100)	Total	Demande intérieure				Exporta- tions ⁷⁾	Importa- tions ⁷⁾
		Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe		
% du total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	112,5	1,5	1,1	1,2	1,2	0,3	-0,3	-1,3
2013 T2	79,0	-8,3	-6,4	-9,2	-6,5	-3,6	-8,6	112,5	1,6	1,2	1,3	1,0	0,2	0,0	-1,2
T3	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6
T4	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-1,9
2014 T1	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,0	-6,7	-14,1	113,2	0,9	0,6	0,8	0,5	0,1	-1,0	-2,0
T2	79,9	-6,3	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Mars	77,8	-12,4	-3,9	-16,2	-9,5	-1,2	-15,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Avril	78,2	-7,6	0,6	-11,2	-5,4	1,3	-10,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Mai	79,4	-6,9	-2,1	-9,2	-3,9	1,4	-8,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Juin	82,3	-4,2	-2,3	-5,1	-1,7	0,4	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Juillet	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,6	-1,6	-1,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Août	77,6	-3,6	1,0	-5,6	-0,7	1,4	-2,1	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (colonnes 8 à 15 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données de Thomson Reuters (colonne 1 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données d'IPD et de sources nationales (colonne 13 du tableau 2 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 12 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 2 à 7 du tableau 3 de la section 5.1).

1) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle.

2) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

3) Les données se rapportent à l'Euro 18.

4) Brent Blend (livraison à terme à un mois).

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006.

6) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006. Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

7) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

5.1 IPCH, autres prix et coûts
(variations annuelles en pourcentage)

4. Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail
(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2005 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	1,9	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,1	1,2	1,0	1,7	1,2	0,7	2,0	1,3	-1,4	1,0	1,3	1,3
2013 T2	113,9	1,2	1,5	2,0	1,1	1,2	1,5	0,8	-1,4	1,3	0,8	1,4
T3	114,3	1,3	1,1	2,6	2,1	0,2	3,3	0,8	-1,0	0,4	1,2	0,8
T4	114,2	0,7	-1,4	-0,4	0,9	-0,7	1,6	3,1	-1,5	0,0	2,1	0,8
2014 T1	114,5	0,5	-1,4	0,5	0,9	-0,3	2,3	0,7	-0,3	1,4	0,3	0,9
Rémunération par tête												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,1	2,5	1,9	0,9	1,3	1,4	1,2	1,7	1,7	0,8
2013 T2	118,4	1,6	2,0	2,5	1,9	1,3	1,3	1,1	2,2	2,1	1,3	1,1
T3	118,9	1,7	2,6	3,2	2,7	1,0	1,6	1,1	0,8	1,5	1,5	0,9
T4	119,1	1,6	1,1	2,1	2,2	0,6	1,1	1,9	0,8	1,3	2,3	0,9
2014 T1	119,6	1,3	1,0	2,0	3,7	1,3	1,6	1,3	-0,3	1,6	0,5	1,0
Productivité par personne employée ²⁾												
2012	103,5	0,0	-3,1	-0,2	0,5	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,1	0,5	-0,6
2013	103,9	0,4	1,1	0,8	0,6	0,3	-0,7	0,1	2,7	0,7	0,4	-0,5
2013 T2	104,0	0,4	0,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	0,4	3,7	0,8	0,5	-0,3
T3	104,1	0,5	1,4	0,6	0,6	0,7	-1,6	0,3	1,9	1,0	0,3	0,1
T4	104,3	0,9	2,5	2,5	1,3	1,3	-0,5	-1,2	2,3	1,3	0,2	0,1
2014 T1	104,4	0,8	2,5	1,5	2,8	1,6	-0,6	0,6	0,0	0,2	0,2	0,1
Rémunération par heure travaillée												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	2,0	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,1	2,2	2,6	1,4	1,4	1,4	1,6	2,1	1,9	1,3
2013 T2	121,4	1,6	1,9	1,5	1,8	1,5	1,0	0,6	2,1	2,3	1,4	1,4
T3	121,9	1,8	1,9	2,1	2,4	1,3	1,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,2
T4	122,0	1,4	-0,1	1,0	2,1	0,7	0,8	1,0	1,0	1,5	2,3	0,4
2014 T1	122,8	0,8	-0,4	0,3	2,4	0,9	1,7	1,1	-0,4	1,5	0,9	-0,7
Productivité horaire du travail ²⁾												
2012	106,5	0,8	-2,1	0,9	2,0	0,7	0,1	0,5	1,9	0,2	0,7	0,1
2013	107,2	0,7	0,6	0,5	1,1	0,7	-0,6	0,2	3,3	1,1	0,6	0,0
2013 T2	107,1	0,3	-0,3	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-0,3	3,7	0,4	0,5	0,0
T3	107,3	0,7	0,7	-0,4	0,3	1,4	-1,2	0,0	2,5	1,7	0,6	0,3
T4	107,5	0,7	1,7	1,5	1,2	1,2	-1,1	-1,9	3,1	2,0	0,2	-0,2
2014 T1	107,9	0,4	1,9	-0,2	1,6	1,2	-0,7	0,2	1,6	0,5	0,6	-1,3

5. Indices de coûts de main-d'œuvre ³⁾

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ⁴⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	
2012	108,7	1,9	1,9	1,8	2,4	2,4	2,1	
2013	110,3	1,5	1,8	0,9	2,1	0,9	1,2	
2013 T3	107,4	1,2	1,4	0,7	1,6	0,0	1,1	
T4	116,8	1,6	2,0	0,4	1,6	1,2	1,0	
2014 T1	103,7	0,9	1,5	-0,8	0,7	1,9	1,3	
T2	.	.	.	.	.	.	1,9

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (tableau 4 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 8 du tableau 5 de la section 5.1).

- Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié.
- PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées).
- Indices de coûts horaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, hors agriculture, sylviculture et pêche. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.
- Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. PIB et composantes de la dépense

	PIB								
	Total	Demande intérieure				Solde extérieur ¹⁾			
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ²⁾	Total	Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Prix courants (montants en milliards d'euros)									
2010	9 185,8	9 065,0	5 282,7	2 019,9	1 741,2	21,1	120,8	3 793,9	3 673,1
2011	9 444,0	9 315,2	5 427,3	2 032,6	1 796,6	58,7	128,8	4 186,7	4 057,9
2012	9 505,4	9 259,5	5 464,4	2 041,9	1 744,9	8,4	245,9	4 362,6	4 116,7
2013	9 602,5	9 271,4	5 496,2	2 069,8	1 698,5	6,9	331,2	4 410,3	4 079,2
2013 T1	2 385,7	2 311,4	1 367,7	516,3	422,8	4,6	74,3	1 085,5	1 011,2
T2	2 400,9	2 311,8	1 371,7	517,1	422,8	0,2	89,1	1 107,0	1 017,9
T3	2 405,8	2 326,3	1 377,7	519,5	425,8	3,3	79,6	1 105,5	1 026,0
T4	2 415,5	2 325,5	1 380,4	517,0	430,8	-2,7	90,0	1 118,6	1 028,6
2014 T1	2 429,6	2 345,0	1 385,4	522,4	430,6	6,5	84,6	1 116,7	1 032,1
<i>en pourcentage du PIB</i>									
2013	100,0	96,6	57,2	21,6	17,7	0,1	3,4	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)									
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>									
2013 T2	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,1	-	-	2,3	1,5
T3	0,1	0,5	0,1	0,3	0,5	-	-	0,1	1,1
T4	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,9	-	-	1,4	0,6
2014 T1	0,2	0,5	0,2	0,7	0,2	-	-	0,2	0,8
T2	0,0	.	.	.	.	-	-	.	.
<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 T2	-0,6	-1,3	-0,7	0,1	-3,4	-	-	1,6	0,0
T3	-0,3	-0,4	-0,4	0,6	-2,4	-	-	1,0	0,8
T4	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-	3,0	2,5
2014 T1	0,9	0,9	0,5	0,7	1,7	-	-	4,0	4,1
T2	0,7	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2013 T2	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
T3	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
T4	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-	-
2014 T1	0,2	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	-	-
T2	0,0	.	.	.	.	.	.	-	-
<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 T2	-0,6	-1,3	-0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,7	-	-
T3	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,2	0,1	-	-
T4	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
2014 T1	0,9	0,9	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	-	-
T2	0,7	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- 1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Elles ne sont pas entièrement compatibles avec la section 3.1, le tableau 1 de la section 7.1, le tableau 3 de la section 7.2 ou les tableaux 1 ou 3 de la section 7.5.
- 2) Incluant les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2010	8 242,3	137,1	1 581,8	499,2	1 552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1 615,1	300,6	943,4
2011	8 468,0	142,0	1 643,3	502,0	1 593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1 639,7	308,1	975,9
2012	8 525,3	144,6	1 643,8	492,1	1 606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1 661,6	313,6	980,2
2013	8 610,9	144,0	1 660,7	478,1	1 622,3	358,1	440,0	1 004,8	895,7	1 686,9	320,3	991,7
2013 T1	2 140,1	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,6	79,3	245,6
T2	2 150,3	36,3	415,3	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,9	79,7	250,5
T3	2 157,4	35,7	415,6	119,4	407,4	88,9	110,4	251,7	225,3	422,2	80,7	248,4
T4	2 168,5	36,0	419,8	120,1	409,0	88,8	110,1	253,8	226,4	423,4	81,0	247,0
2014 T1	2 177,3	36,7	418,1	120,6	410,1	88,7	112,6	254,2	226,8	427,7	81,8	252,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2013 T1	-0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,3	-0,4
T2	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,0	0,5
T3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,3
T4	0,4	1,3	0,6	0,2	0,4	0,3	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,4
2014 T1	0,1	1,7	-0,2	0,4	0,4	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2010	2,0	-2,9	9,5	-5,6	0,7	1,5	0,1	-0,1	2,6	1,1	0,4	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,6	1,6	2,1	2,7	0,9	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,9	-1,1	-4,2	-0,9	0,6	-0,3	0,7	0,7	0,2	0,0	-1,9
2013	-0,3	-0,4	-0,6	-4,0	-0,5	-0,7	-0,6	0,8	1,0	0,1	-0,5	-1,4
2013 T1	-0,9	-2,7	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,2	-0,9	-2,8
T2	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,8	0,8	1,2	0,0	-0,4	-1,2
T3	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,3	0,0	0,8	1,3	0,2	-0,1	-0,9
T4	0,6	1,9	1,5	-1,8	1,1	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 T1	1,0	3,3	1,0	-0,2	1,6	-0,2	0,3	0,6	1,7	0,8	0,3	0,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2013 T1	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 T1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013 T1	-0,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T3	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T4	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 T1	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5.2 Production et demande

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

3. Production industrielle

	Total		Industrie hors construction								Construction	
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Secteur manufacturier	Industrie hors construction et énergie						Énergie		
				Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation					
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables			
% 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	2,1	103,5	3,5	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,6	1,0	-4,3	-3,4
2012	-3,0	101,0	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,5	-4,9	-2,2	-0,4	-5,0
2013	-1,1	100,3	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-3,7	0,1	-0,8	-2,8
2013 T3	-1,1	100,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-1,3	-0,7	-3,8	-0,2	-2,1	-1,2
T4	1,0	100,9	1,6	2,0	2,1	2,5	2,7	0,5	-2,4	1,1	-1,3	-1,3
2014 T1	2,2	101,1	1,3	3,1	3,2	3,2	4,1	2,1	-0,2	2,3	-9,1	6,6
T2	1,0	101,1	0,8	1,5	1,6	1,3	0,7	3,1	-0,9	3,8	-4,9	2,8
2014 Février	2,5	101,3	1,9	3,9	4,0	3,8	4,3	3,8	0,4	4,3	-9,7	6,9
Mars	1,1	100,8	0,3	2,3	2,5	2,7	2,7	2,1	-0,9	2,4	-12,2	6,3
Avril	2,3	102,0	1,8	3,2	3,2	3,4	1,0	5,9	0,3	6,9	-7,7	7,3
Mai	0,8	100,8	0,6	1,1	1,2	0,2	1,2	2,5	-1,1	3,0	-3,3	4,4
Juin	-0,4	100,5	0,0	0,4	0,4	0,2	-0,1	1,1	-1,8	1,7	-3,4	-2,3
<i>variations mensuelles en pourcentage (données cvs)</i>												
2014 Février	-0,1	-	0,1	0,5	0,5	0,2	-0,1	1,6	1,3	1,5	-2,5	0,0
Mars	-0,5	-	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	0,6	-0,5
Avril	0,8	-	1,1	1,2	1,2	0,5	0,5	2,9	-0,3	3,6	1,3	0,3
Mai	-1,2	-	-1,1	-1,6	-1,9	-2,0	-1,0	-1,8	-2,5	-1,8	2,9	-1,4
Juin	-0,2	-	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,0	-1,6	2,3	-1,9	-0,7	-0,7

4. Entrées de commandes et chiffre d'affaires dans l'industrie, ventes au détail et nouvelles immatriculations de voitures particulières

	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie ¹⁾		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants							Nouvelles immatriculations de voitures particulières		
	Industrie manufacturière		Industrie manufacturière (à prix courants)		Prix courants	Prix constants						Total (cvs ; milliers) ²⁾	Total	
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires		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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,4	0,0	107,3	-1,4	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,5	-1,4	-2,6	-0,9	713	-4,4
2013 T3	105,3	1,1	107,6	-1,4	-0,1	97,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,6	-0,1	709	-2,2
T4	106,2	2,8	107,9	0,3	0,2	96,9	0,3	-0,3	1,0	0,5	-0,7	0,3	744	5,3
2014 T1	107,1	4,4	108,8	1,7	0,6	97,5	1,0	-0,4	2,2	3,5	0,6	0,8	725	5,0
T2	107,4	3,9	108,3	1,5	0,8	97,9	1,4	1,2	1,7	1,8	0,1	-0,5	737	3,9
2014 Mars	107,0	3,5	108,4	0,7	0,6	97,6	1,0	-0,9	3,0	6,2	0,6	1,2	730	4,0
Avril	108,6	5,8	108,8	2,3	1,2	97,6	1,7	2,0	1,5	0,1	0,6	-0,6	743	5,1
Mai	107,5	4,4	107,6	0,6	0,1	97,8	0,6	0,0	1,4	3,1	-0,1	-0,5	731	3,3
Juin	106,1	1,7	108,4	1,5	1,2	98,1	1,9	1,7	2,3	2,3	-0,1	-0,3	738	3,3
Juillet	.	.	.	.	0,1	97,7	0,8	-0,2	1,5	.	.	-2,9	.	.
<i>variations mensuelles en pourcentage (données cvs)</i>														
2014 Mars	-	-0,2	-	-0,5	0,0	-	0,0	0,2	0,0	-0,4	-0,8	1,2	-	-0,9
Avril	-	1,5	-	0,4	0,0	-	0,1	0,4	-0,4	-1,9	0,2	-0,6	-	1,9
Mai	-	-1,0	-	-1,1	0,1	-	0,2	0,0	0,5	2,2	0,0	0,3	-	-1,6
Juin	-	-1,3	-	0,7	0,3	-	0,3	0,5	0,2	0,0	-0,7	0,2	-	0,9
Juillet	-	.	-	.	-0,3	-	-0,4	-0,6	-0,2	.	.	0,5	-	.

Sources : Eurostat sauf les colonnes 1 et 2 (qui représentent des statistiques empiriques de la BCE reposant sur des données nationales) et les colonnes 13 et 14 du tableau 4 (qui représentent les calculs de la BCE à partir de données de l'ACEA – Association des constructeurs européens d'automobiles).

1) Pour plus de détails, cf. G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova et I. Vincze, *Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders*, Occasional Paper n° 149 de la BCE, juin 2013.

2) Les chiffres annuels et trimestriels correspondent à la moyenne des données mensuelles pour la période de référence.

5.2 Production et demande

(soldes d'opinions ¹⁾, sauf indication contraire ; données cvs)

5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique ²⁾ (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier					Indicateur de confiance des consommateurs				
		Indicateur de confiance dans l'industrie				Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)	Total ⁴⁾	Situation financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois
		Total ⁴⁾	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2013 T2	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6
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
2014 T2	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,0	79,7	-7,7	-3,5	-2,9	16,6	-8,0
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	102,6	-3,1	-14,6	3,5	8,9	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4
2014 Juin	102,1	-4,3	-15,9	4,0	6,9	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,2	-8,1
2014 Juillet	102,1	-3,8	-15,5	4,1	8,2	79,8	-8,4	-3,1	-4,1	19,2	-7,1
2014 Août	100,6	-5,3	-15,6	4,4	3,9	-	-10,0	-4,0	-7,3	21,4	-7,5

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				Secteur des services				
	Total ⁴⁾	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total ⁴⁾	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Indicateur de confiance dans le secteur des services				Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)
								Total ⁴⁾	Climat des affaires	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-3,9	-6,1	7,4	1,8	3,9	1,4	3,0	7,3	.
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,4	-5,3	11,6	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3	.
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,5	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0	86,6
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,8	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2	86,9
2013 T2	-31,5	-38,5	-24,3	-16,4	-24,5	11,2	-13,7	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9	86,8
2013 T3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,3	-16,2	8,6	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8	87,1
2013 T4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,3	-1,3	-4,2	-3,4	3,6	87,1
2014 T1	-29,0	-39,6	-18,5	-3,1	-5,7	5,6	2,1	3,4	1,0	1,9	7,2	87,2
2014 T2	-30,7	-40,2	-21,2	-2,3	-3,5	6,7	3,3	3,9	2,7	1,9	7,1	87,3
2014 Mars	-28,7	-39,9	-17,6	-2,6	-4,5	5,0	1,6	4,5	3,2	3,5	6,7	-
2014 Avril	-30,4	-40,0	-20,7	-2,6	-5,9	6,2	4,2	3,5	2,3	1,5	6,7	87,3
2014 Mai	-30,1	-40,4	-19,7	-2,5	-3,0	8,0	3,6	3,8	3,2	2,2	5,9	-
2014 Juin	-31,7	-40,1	-23,3	-1,9	-1,7	6,0	2,1	4,4	2,6	1,9	8,6	-
2014 Juillet	-28,2	-39,0	-17,3	-2,3	-1,6	6,8	1,5	3,6	1,7	3,1	6,1	87,3
2014 Août	-28,4	-39,7	-17,0	-4,6	-5,9	7,3	-0,4	3,1	1,0	2,4	6,0	-

Source : Commission européenne (DG Affaires économiques et financières).

- 1) Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives.
- 2) L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance dans l'industrie et les services, de celui des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans la construction et le commerce de détail ; l'indicateur de confiance dans l'industrie a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- 3) Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- 4) Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.

5.3 Marché du travail ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. Emploi

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2013	145 877	124 718	21 159	4 971	22 791	9 109	35 881	4 066	4 046	1 278	18 396	34 488	10 851
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,2	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6
2013	-0,8	-0,8	-0,9	-1,4	-1,4	-4,6	-0,8	0,0	-0,7	-1,9	0,4	-0,2	0,0
2013 T2	-1,0	-1,0	-0,9	-1,4	-1,4	-5,6	-0,9	-0,1	-1,1	-2,8	0,4	-0,4	-0,1
2013 T3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,9	-1,6	-4,2	-0,8	0,3	-0,3	-1,0	0,2	-0,2	-0,2
2013 T4	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	-0,9	-3,1	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	0,7	0,0	-0,3
2014 T1	0,1	0,2	-0,3	0,7	-0,5	-2,9	0,0	0,5	-0,3	0,6	1,5	0,6	0,3
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T2	-0,1	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,4
2013 T3	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,2	0,3
2013 T4	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,6	-0,1	-1,2	0,1	0,3	0,1
2014 T1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-1,0	-0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	0,2	0,4
Heures travaillées													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2013	228 826	184 226	44 600	9 973	35 904	15 797	59 447	6 518	6 375	1 961	28 561	49 108	15 183
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,8	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,1	0,5	-0,5	-0,1
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-5,0	-1,2	-0,1	-0,8	-2,4	-0,1	-0,5	-0,5
2013 T2	-0,9	-1,0	-0,5	-0,7	-0,6	-5,1	-1,2	0,1	-0,5	-2,9	0,8	-0,4	-0,4
2013 T3	-0,9	-0,8	-1,4	-0,2	-0,7	-3,9	-1,4	-0,2	0,0	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4
2013 T4	-0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-3,0	-0,1	0,6	0,4	-2,3	0,0	0,1	0,0
2014 T1	0,5	0,7	-0,3	1,3	1,1	-1,8	0,4	0,5	0,1	-1,0	1,2	0,2	1,7
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T2	0,6	0,6	0,7	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3	1,0	0,4	-0,2
2013 T3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,1	0,1	0,3
2013 T4	0,1	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,9	0,1	0,7	-0,1	-1,5	-0,3	0,6	0,1
2014 T1	-0,1	-0,1	-0,3	0,7	0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,4	1,3	0,4	-1,0	1,5
Heures travaillées par personne employée													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2013	1 569	1 477	2 108	2 006	1 575	1 734	1 657	1 603	1 576	1 535	1 553	1 424	1 399
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,5	0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5
2013 T2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,2	0,7	-0,1	0,4	0,0	-0,3
2013 T3	-0,2	0,0	-0,8	0,7	0,9	0,3	-0,6	-0,4	0,3	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2
2013 T4	0,2	0,2	0,0	0,7	1,0	0,1	0,1	0,5	0,7	-0,8	-0,7	0,1	0,3
2014 T1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,6	1,2	0,4	0,0	0,3	-1,6	-0,3	-0,4	1,4
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T2	0,7	0,7	0,6	-0,8	1,6	1,4	0,6	0,4	0,7	0,3	0,5	0,5	0,2
2013 T3	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,1	0,0
2013 T4	0,0	0,0	-0,4	0,4	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,4	0,0
2014 T1	-0,2	-0,2	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-1,2	1,1

Sources : Calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat.

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

5.3 Marché du travail

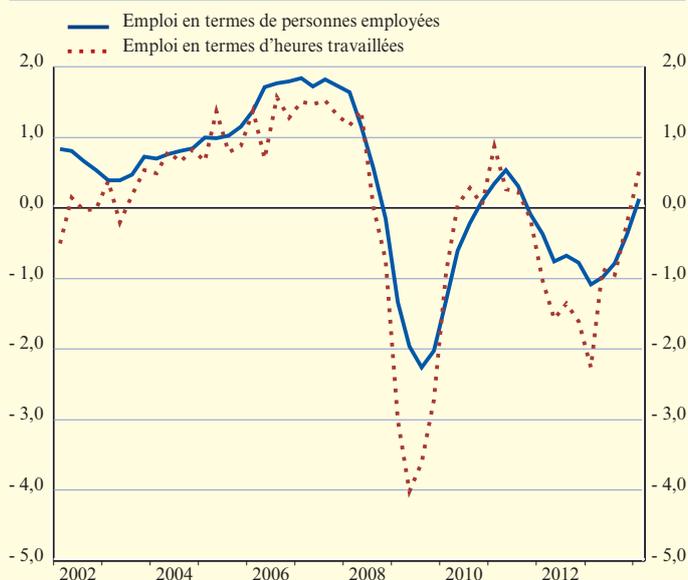
(données cvs, sauf indication contraire)

2. Chômage et taux d'emplois vacants ¹⁾

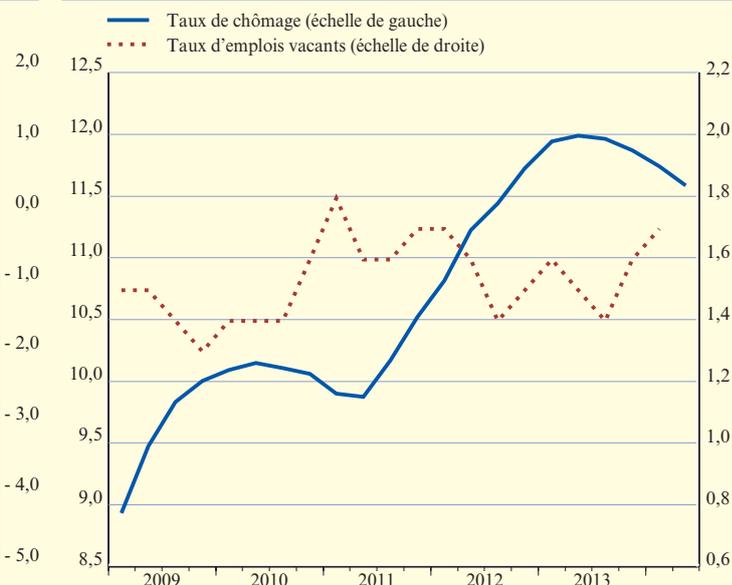
	Chômage										Taux d'emplois vacants ²⁾
	Total		Par âge ³⁾				Par sexe ⁴⁾				
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	
% du total en 2010	100,0		79,3		20,7		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,995	10,1	12,684	8,9	3,311	21,0	8,667	10,0	7,328	10,2	1,5
2011	16,067	10,1	12,828	8,9	3,239	20,9	8,595	9,9	7,472	10,4	1,7
2012	18,079	11,3	14,560	10,1	3,519	23,2	9,732	11,2	8,347	11,4	1,6
2013	19,116	11,9	15,557	10,7	3,559	23,9	10,280	11,9	8,836	12,0	1,5
2013 T2	19,198	12,0	15,626	10,8	3,572	23,9	10,320	11,9	8,878	12,1	1,5
T3	19,162	12,0	15,613	10,7	3,549	24,0	10,338	11,9	8,824	12,0	1,4
T4	18,995	11,9	15,504	10,7	3,491	23,8	10,175	11,8	8,819	12,0	1,6
2014 T1	18,767	11,7	15,313	10,5	3,453	23,7	10,093	11,7	8,674	11,8	1,7
T2	18,522	11,6	15,158	10,4	3,365	23,3	9,915	11,5	8,607	11,7	.
2014 Février	18,767	11,7	15,327	10,6	3,440	23,7	10,115	11,7	8,653	11,8	-
Mars	18,681	11,7	15,255	10,5	3,426	23,6	10,041	11,6	8,640	11,8	-
Avril	18,590	11,6	15,203	10,5	3,387	23,5	10,005	11,6	8,585	11,7	-
Mai	18,572	11,6	15,202	10,5	3,371	23,3	9,933	11,5	8,639	11,8	-
Juin	18,405	11,5	15,068	10,4	3,337	23,2	9,808	11,4	8,596	11,7	-
Juillet	18,409	11,5	15,082	10,4	3,327	23,2	9,813	11,4	8,595	11,7	-

G28 Emploi – Personnes employées et heures travaillées

(variations annuelles en pourcentage)



G29 Chômage et taux d'emplois vacants ²⁾



Source : Eurostat.

- 1) Les données sur le chômage font référence à des personnes et suivent les recommandations de l'OIT.
- 2) Industrie, construction et services (à l'exclusion des ménages employeurs et des organismes extraterritoriaux) ; données brutes.
- 3) Adultes : 25 ans et plus ; jeunes : moins de 25 ans ; les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque tranche d'âge.
- 4) Les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque sexe.



FINANCES PUBLIQUES

6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédent ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes										Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ²⁾
		Impôts directs			Impôts indirects		Cotisations sociales			Cessions	Impôts en capital			
		Ménages	Sociétés	Perçus par les institutions de l'UE	Employeurs	Salariés								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 ³⁾		
		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 ⁴⁾						Consommation collective	Consommation individuelle
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	Total		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (néгатif)			
													1		
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 (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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.

1) Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations faisant intervenir le budget de l'UE sont incluses et consolidées. Les opérations entre administrations des États membres ne sont pas consolidées.

2) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

3) Comprend les dépenses totales moins le service de la dette.

4) Correspond aux dépenses de consommation finale (P.3) des administrations publiques dans le SEC 95.

5) Y compris les règlements opérés dans le cadre de swaps et de contrats de garantie de taux.

6.2 Dette ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – dette par instruments financiers et par secteurs détenteurs

	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents ²⁾				Autres créanciers ³⁾
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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 ⁴⁾				Échéance			Durée résiduelle			Devises	
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	Taux d'intérêt variable	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
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 ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

	Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs			Autres créanciers ⁶⁾
		Besoin de financement ²⁾	Effets de valorisation ³⁾	Autres variations de volume ⁴⁾	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux ⁵⁾	IFM	Autres institutions financières	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 ⁷⁾										Autres ⁸⁾	
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques						Effets de valorisation	Effets de volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres ⁹⁾	Actions et autres titres de participation	Privatisations					Dotations en capital	Effets liés aux taux de change
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes trimestrielles

		Total	Recettes courantes					Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ²⁾	
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	Impôts en capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	13,0	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
	T3	43,4	43,1	12,2	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,7	48,1	13,8	13,3	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009	T1	42,5	42,4	10,5	12,0	15,6	2,3	1,1	0,1	0,2	38,3
	T2	45,5	45,0	12,0	12,5	15,7	2,5	1,5	0,6	0,5	40,7
	T3	42,8	42,4	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7
	T4	48,4	47,6	12,8	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,3
2010	T1	42,4	42,2	10,1	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,2
	T2	45,3	44,9	12,0	12,7	15,4	2,6	1,4	0,4	0,3	40,4
	T3	43,1	42,8	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
	T4	48,3	47,5	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0
2011	T1	43,1	42,8	10,6	12,6	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,9
	T2	45,6	45,2	12,3	12,7	15,3	2,5	1,5	0,3	0,3	40,6
	T3	43,6	43,3	11,3	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
	T4	48,9	47,8	13,2	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,5
2012	T1	43,7	43,4	10,9	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,4
	T2	46,4	46,1	12,8	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,5
	T3	44,6	44,1	11,8	12,7	15,5	2,6	0,7	0,4	0,3	40,3
	T4	50,1	49,4	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,8
2013	T1	44,3	44,0	11,3	12,8	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,0
	T2	47,5	47,1	13,3	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,4
	T3	45,0	44,5	11,9	12,8	15,5	2,6	0,7	0,5	0,4	40,6
	T4	50,2	49,4	14,1	13,6	16,9	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0
2014	T1	44,6	44,4	11,5	12,9	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,4

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
2008	T1	45,4	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	4,9	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
	T3	45,7	42,0	9,8	5,0	2,9	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,3	0,6
	T4	51,4	46,8	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	-6,8	-4,0
	T2	50,6	46,4	11,2	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,1	-2,1
	T3	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,4	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,3	-4,5
	T4	54,7	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,2	-3,4
2010	T1	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-8,0	-5,3
	T2	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,3	-1,3
	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	2,8	2,0	-5,3	-2,4
2011	T1	48,4	45,3	10,3	4,9	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
	T2	48,5	45,2	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,0	0,2
	T3	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,8	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,4	-1,5
	T4	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,6	23,6	1,5	4,0	2,6	1,8	-3,8	-0,7
2012	T1	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,4	-1,4
	T2	49,1	45,8	10,6	5,3	3,3	26,6	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,7	0,6
	T3	48,5	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,9	-1,0
	T4	53,9	48,7	11,1	6,6	3,1	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,8	-0,6
2013	T1	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,6	1,8	1,0	-4,6	-1,8
	T2	49,4	46,0	10,5	5,4	3,0	27,1	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-1,9	1,1
	T3	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,2	1,0	-3,5	-0,7
	T4	52,1	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,3	-2,0	0,9
2014	T1	48,7	46,0	10,2	4,9	2,7	28,2	23,8	1,4	2,7	1,9	0,7	-4,1	-1,4

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 ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

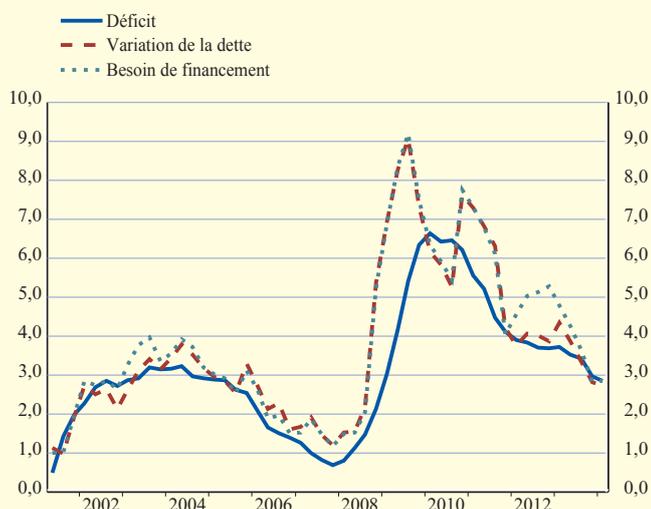
1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers

	Total	Instruments financiers			
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme
	1	2	3	4	5
2011 T2	87,4	2,5	15,2	7,5	62,2
T3	87,0	2,5	15,4	7,8	61,4
T4	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0
2012 T1	88,4	2,6	16,0	7,6	62,3
T2	90,1	2,5	16,9	7,3	63,3
T3	90,2	2,6	16,8	7,2	63,6
T4	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 T1	92,5	2,6	17,2	7,0	65,7
T2	93,6	2,5	17,2	6,9	67,0
T3	92,9	2,6	16,9	6,9	66,5
T4	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8
2014 T1	93,9	2,6	16,8	6,4	68,1

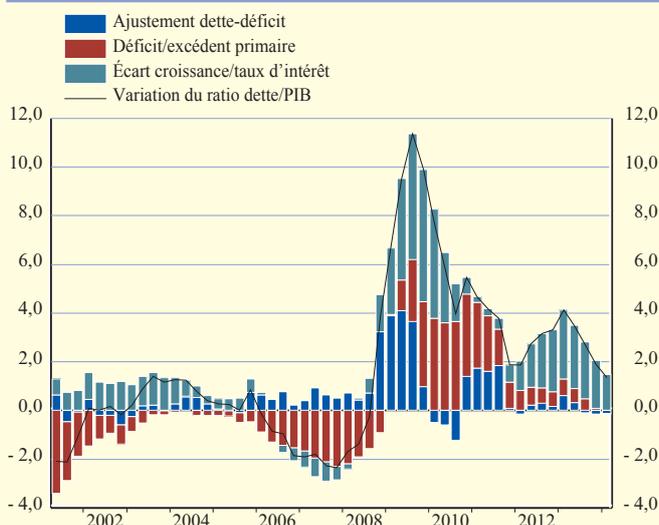
2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	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 T2	5,9	-3,0	2,9	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,2	5,7
T3	0,9	-4,4	-3,5	-3,8	-3,7	-0,5	0,1	0,2	0,5	-0,2	0,3
T4	2,8	-3,8	-1,1	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,7	0,2	3,5
2012 T1	5,5	-4,4	1,1	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,2	0,9	8,7
T2	7,1	-2,7	4,4	4,0	1,8	0,9	0,5	0,7	-0,5	0,9	7,6
T3	0,7	-3,9	-3,2	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,0	-1,1	0,7
T4	2,2	-3,8	-1,5	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,9	0,7	4,1
2013 T1	7,4	-4,6	2,8	1,5	1,4	-0,6	-0,2	0,9	0,7	0,6	6,8
T2	5,2	-1,9	3,3	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,1	5,5
T3	-1,4	-3,5	-4,9	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,8	-1,7
T4	0,2	-2,0	-1,8	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,7	1,7	0,9
2014 T1	7,0	-4,1	2,9	2,7	3,4	-0,4	-0,3	0,0	0,2	-0,1	6,7

G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette (somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

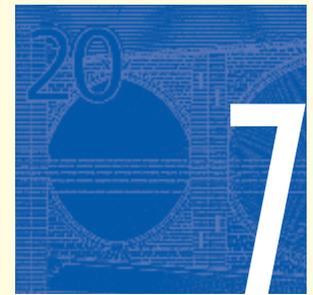


G31 Dette au sens de Maastricht (variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)



Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales.

1) Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.

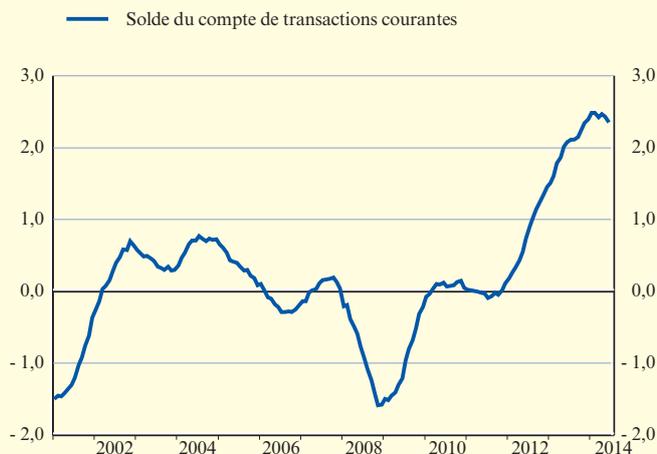


BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

7.1 État récapitulatif de la balance des paiements ¹⁾ (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/ besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier						Erreurs et omissions
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	227,8	165,3	113,2	69,8	-120,5	21,5	249,3	-252,9	-32,2	110,3	17,3	-343,9	-4,4	3,5
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	87,7	48,1	30,5	23,6	-14,4	9,3	97,0	-101,6	-16,3	59,0	3,4	-147,3	-0,3	4,6
2014 T1	31,6	36,9	19,6	17,6	-42,6	5,5	37,1	-31,8	-24,4	63,8	0,7	-69,3	-2,6	-5,3
2014 T2	48,9	43,2	34,7	0,1	-29,2	2,7	51,6	-64,4	-0,1	-20,5	6,0	-49,5	-0,3	12,8
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	26,4	17,4	10,0	6,8	-7,9	3,0	29,4	-19,8	17,9	-4,5	3,5	-37,6	0,9	-9,6
2013 Novembre	28,8	17,7	8,9	6,7	-4,5	3,7	32,5	-32,9	-23,2	57,5	-1,4	-66,0	0,2	0,4
2013 Décembre	32,5	12,9	11,5	10,0	-2,0	2,6	35,1	-48,9	-11,0	6,0	1,3	-43,7	-1,3	13,7
2014 Janvier	2,8	1,8	7,3	4,4	-10,9	0,9	3,7	7,1	-9,2	45,1	0,2	-26,3	-2,7	-10,7
2014 Février	9,3	15,9	6,1	5,6	-18,4	2,6	11,9	-12,0	-0,5	35,0	2,5	-49,5	0,5	0,1
2014 Mars	19,5	19,2	6,2	7,5	-13,3	2,0	21,5	-26,8	-14,6	-16,4	-2,0	6,5	-0,3	5,3
2014 Avril	18,8	15,7	9,4	4,5	-10,8	1,2	20,0	-19,1	-18,7	-86,5	2,9	83,5	-0,3	-0,9
2014 Mai	9,3	13,1	13,8	-10,8	-6,8	0,2	9,5	-3,9	10,6	60,0	-0,5	-79,0	-0,5	-0,1
2014 Juin	20,8	14,4	11,5	6,4	-11,6	1,4	22,2	-35,9	8,0	6,0	3,6	-53,9	0,5	13,7
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2014 Juin	219,6	166,3	118,3	55,3	-120,3	22,1	241,7	-253,6	-53,4	107,1	17,7	-319,0	-6,0	11,9
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2014 Juin	2,3	1,7	1,2	0,6	-1,2	0,2	2,5	-2,6	-0,6	1,1	0,2	-3,3	-0,1	0,1

G32 Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes
(données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



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.

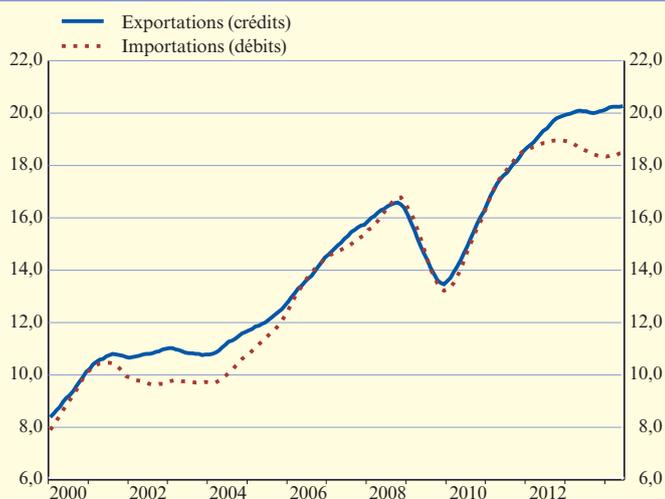
7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

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	Transferts de fonds des travailleurs migrants	Débit	Transferts de fonds des travailleurs migrants		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2011	3 028,7	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	3 019,2	227,8	1 936,2	1 770,9	663,1	549,9	547,9	478,1	99,8	6,7	220,3	24,4	33,9	12,4
2013 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	749,9	87,7	496,4	448,3	173,3	142,9	133,2	109,7	34,7	1,7	49,1	6,1	13,1	3,8
2014 T1	797,4	765,9	31,6	482,5	445,6	158,3	138,7	128,2	110,6	28,4	1,6	71,0	6,0	7,6	2,1
T2	824,2	775,3	48,9	488,8	445,6	170,8	136,1	144,8	144,7	19,7	.	48,9	.	6,2	3,4
2014 Avril	267,8	249,0	18,8	162,1	146,4	54,0	44,6	45,9	41,4	5,9	–	16,7	–	2,0	0,8
Mai	274,2	264,9	9,3	163,1	149,9	57,4	43,6	47,0	57,8	6,7	–	13,5	–	1,7	1,6
Juin	282,2	261,4	20,8	163,7	149,3	59,4	47,9	52,0	45,5	7,1	–	18,7	–	2,4	1,0
	Données cvs														
2013 T4	819,2	752,5	66,7	492,2	445,8	170,0	138,8	132,0	115,3	25,1	–	52,5	–	–	–
2014 T1	828,7	773,1	55,6	495,8	448,9	173,6	147,7	133,8	120,3	25,6	–	56,2	–	–	–
T2	820,8	766,3	54,5	489,3	448,9	170,5	138,9	136,9	124,4	24,1	–	54,0	–	–	–
Avril	272,6	251,0	21,6	162,6	145,6	56,5	46,5	45,9	40,5	7,6	–	18,3	–	–	–
Mai	273,6	253,7	19,8	162,7	150,9	57,9	45,1	44,9	42,6	8,1	–	15,1	–	–	–
Juin	274,7	261,7	13,1	164,0	152,4	56,1	47,3	46,2	41,3	8,4	–	20,6	–	–	–
	flux cumulés sur 12 mois														
2014 Juin	3 277,2	3 050,6	226,7	1 957,4	1 786,2	680,8	562,7	539,4	483,4	99,7	–	218,3	–	–	–
	flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2014 Juin	34,0	31,6	2,3	20,3	18,5	7,1	5,8	5,6	5,0	1,0	–	2,3	–	–	–

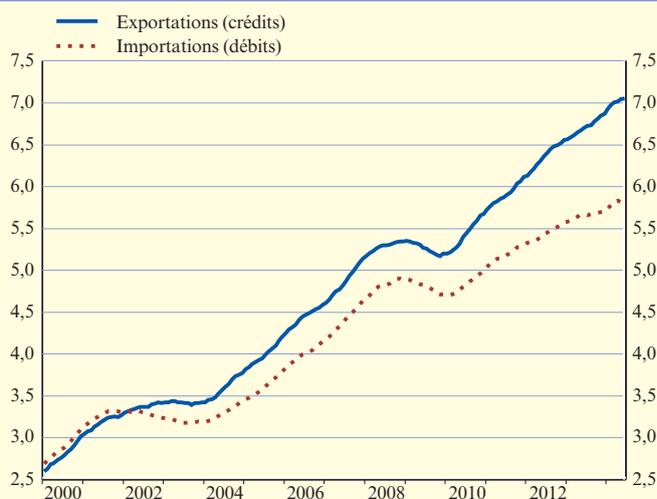
G34 Balance des paiements de la zone euro : biens

(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	30,0	14,0	518,0	464,1	267,5	40,0	143,1	34,6	45,8	58,9	44,8	104,4	99,2	108,1	60,7	49,6
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	125,5	106,1	65,1	-4,5	34,2	-0,1	11,8	15,6	9,7	18,1	24,7	26,5	14,2	11,7
2014 T1	7,5	2,7	120,7	107,9	59,4	15,7	35,1	4,9	12,8	13,4	11,2	19,6	23,7	28,2	13,4	11,7

3. Ventilation géographique

(flux cumulés)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro						Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays
		Total	Dane-mark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE									
T2 2013 à T1 2014	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Crédit																
Compte de transactions courantes	3 267,1	1 042,8	56,3	101,3	504,5	315,4	65,3	63,2	45,1	163,2	38,2	68,7	121,8	278,0	445,7	1 000,6
Biens	1 948,1	622,0	36,9	59,8	276,0	249,2	0,2	33,8	24,2	123,9	27,2	43,8	83,9	126,0	227,4	635,9
Services	674,9	208,7	12,7	21,3	130,8	36,9	7,0	10,8	11,1	25,1	8,6	15,3	21,6	67,1	104,7	201,9
Revenus	543,6	146,9	5,7	18,1	86,3	25,5	11,3	18,2	9,1	13,5	2,2	8,5	15,3	75,8	107,0	147,1
Revenus d'investissements	513,4	139,0	4,8	18,0	84,5	24,9	6,8	18,2	9,0	13,4	2,2	8,5	15,3	59,9	105,5	142,4
Transferts courants	100,5	65,2	1,0	2,2	11,4	3,8	46,8	0,5	0,7	0,7	0,2	1,0	0,9	9,1	6,5	15,8
Compte de capital	35,3	29,3	0,0	0,0	1,9	0,2	27,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	2,6	0,4	2,7
Débit																
Compte de transactions courantes	3 036,3	956,5	48,6	96,2	404,4	288,9	118,4	39,6	30,2	-	34,8	91,3	152,3	235,4	408,4	-
Biens	1 775,2	510,3	31,3	52,2	198,2	228,5	0,0	25,7	14,7	198,8	25,9	43,0	137,0	108,7	152,3	559,0
Services	561,0	163,4	8,1	16,8	94,4	43,8	0,3	5,2	7,3	16,1	7,2	9,2	10,7	54,8	116,6	170,5
Revenus	478,4	148,6	8,0	25,3	100,5	10,5	4,3	7,5	6,3	-	0,8	38,4	3,5	62,1	132,7	-
Revenus d'investissements	464,4	141,0	7,9	25,2	98,9	4,8	4,3	7,4	6,1	-	0,6	38,2	3,3	61,7	131,6	-
Transferts courants	221,6	134,3	1,2	1,9	11,3	6,1	113,8	1,3	1,8	2,4	0,9	0,7	1,1	9,7	6,8	62,5
Compte de capital	10,4	3,6	0,0	0,0	2,8	0,4	0,4	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,7	0,5	4,8
Net																
Compte de transactions courantes	230,8	86,2	7,6	5,1	100,1	26,5	-53,1	23,6	14,9	-	3,3	-22,6	-30,5	42,6	37,3	-
Biens	172,9	111,8	5,5	7,6	77,8	20,7	0,2	8,1	9,5	-74,9	1,3	0,9	-53,1	17,3	75,1	76,9
Services	113,9	45,3	4,6	4,5	36,4	-6,9	6,7	5,6	3,8	9,0	1,4	6,1	11,0	12,2	-11,9	31,4
Revenus	65,1	-1,7	-2,3	-7,2	-14,2	15,0	7,0	10,7	2,8	-	1,4	-29,8	11,8	13,6	-25,7	-
Revenus d'investissements	48,9	-2,1	-3,1	-7,2	-14,4	20,1	2,5	10,8	2,9	-	1,5	-29,7	11,9	-1,8	-26,0	-
Transferts courants	-121,1	-69,0	-0,2	0,3	0,2	-2,3	-67,0	-0,8	-1,2	-1,7	-0,7	0,2	-0,2	-0,6	-0,3	-46,8
Compte de capital	24,9	25,7	0,0	0,0	-0,9	-0,2	26,9	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	1,9	0,0	-2,0

Source : BCE.

7.3 Compte financier

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

1. État récapitulatif du compte financier

	Total ¹⁾			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours (position extérieure)														
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 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
2013 T4	17 128,0	18 280,8	-1 152,7	178,4	190,4	-12,0	6 396,8	4 943,7	5 556,0	8 830,8	-39,4	4 672,5	4 506,3	542,1
2014 T1	17 438,1	18 615,0	-1 176,9	180,8	193,0	-12,2	6 458,4	4 857,3	5 647,3	9 109,7	-85,9	4 847,7	4 648,1	570,6
Variation des encours														
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	207,6	106,5	101,1	2,2	1,1	1,1	271,2	309,5	301,3	407,1	7,4	-225,0	-610,2	-147,3
2013 T4	166,4	42,4	123,9	6,7	1,7	5,0	215,8	223,9	102,5	150,5	2,1	-109,3	-332,0	-44,7
2014 T1	310,1	334,3	-24,2	13,1	14,1	-1,0	61,5	-86,4	91,3	278,9	-46,5	175,2	141,7	28,6
Flux														
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	533,3	280,4	252,9	5,6	2,9	2,6	360,7	328,6	250,5	360,8	-17,3	-65,0	-408,9	4,4
2013 T4	212,8	111,2	101,6	8,6	4,5	4,1	188,4	172,1	50,7	109,7	-3,4	-23,2	-170,6	0,3
2014 T1	264,6	232,8	31,8	11,2	9,8	1,3	-2,7	-27,1	74,5	138,3	-0,7	190,9	121,6	2,6
2014 T2	214,3	149,9	64,4	.	.	.	32,3	32,2	151,7	131,2	-6,0	36,0	-13,5	0,3
2014 Février	49,3	37,3	12,0	.	.	.	-19,0	-19,5	13,0	48,0	-2,5	58,3	8,8	-0,5
2014 Mars	9,8	-17,0	26,8	.	.	.	-22,0	-36,6	44,5	28,2	2,0	-15,0	-8,5	0,3
2014 Avril	133,9	114,8	19,1	.	.	.	-15,4	-3,3	75,6	-10,8	-2,9	45,5	128,9	0,3
2014 Mai	101,6	92,3	9,3	.	.	.	15,1	25,8	37,6	97,6	0,5	47,9	-31,1	0,5
2014 Juin	-21,2	-57,1	35,9	.	.	.	1,8	9,8	38,5	44,4	-3,6	-57,4	-111,3	-0,5
Autres variations														
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
Autres variations résultant des évolutions de taux de change														
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
Autres variations résultant des évolutions de prix														
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
Autres variations résultant d'autres ajustements														
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
Taux de croissance des encours														
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 T4	3,2	1,5	.	.	.	.	5,9	7,1	4,8	4,3	.	-1,3	-8,0	0,7
2014 T1	3,6	1,9	.	.	.	.	5,0	5,9	4,1	4,6	.	1,8	-6,1	1,2
2014 T2	4,3	2,6	.	.	.	.	4,4	4,6	6,4	5,2	.	2,6	-3,9	1,1

Source : BCE.

1) Les produits financiers dérivés nets sont inclus dans les avoirs.

7.3 Compte financier

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

2. Investissements directs

	Des résidents à l'étranger							Des non-résidents dans la zone euro						
	Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)			Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)		
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM		Total	Dans les IFM	Dans les non-IFM	Total	Vers les IFM	Vers les non-IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Encours (position extérieure)														
2011	5 708,5	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 T4	6 396,8	4 781,7	271,6	4 510,1	1 615,1	13,1	1 602,0	4 943,7	3 527,6	108,9	3 418,7	1 416,1	12,3	1 403,8
2014 T1	6 458,4	4 818,8	276,4	4 542,5	1 639,5	10,7	1 628,9	4 857,3	3 468,5	112,2	3 356,4	1 388,8	6,1	1 382,7
Flux														
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	360,7	325,0	6,7	318,3	35,7	0,9	34,8	328,6	314,8	7,5	307,4	13,7	1,3	12,4
2013 T4	188,4	214,6	4,0	210,6	-26,1	0,5	-26,7	172,1	189,9	2,1	187,8	-17,8	0,5	-18,3
2014 T1	-2,7	-9,7	3,1	-12,7	7,0	1,0	6,0	-27,1	-24,7	2,3	-27,0	-2,3	-3,6	1,2
2014 T2	32,3	31,3	1,6	29,6	1,1	-0,5	1,6	32,2	18,4	2,4	16,0	13,8	0,3	13,5
2014 Février	-19,0	-21,4	4,1	-25,4	2,4	0,5	1,9	-19,5	-24,3	0,6	-24,9	4,9	-0,2	5,1
2014 Mars	-22,0	-11,3	-0,7	-10,7	-10,7	0,1	-10,8	-36,6	-24,8	0,5	-25,3	-11,9	-0,2	-11,7
2014 Avril	15,4	7,3	1,6	5,7	8,0	-0,1	8,2	-3,3	1,7	0,6	1,0	-5,0	0,0	-5,0
2014 Mai	15,1	16,3	0,7	15,5	-1,1	-0,2	-0,9	25,8	8,9	1,0	8,0	16,8	0,0	16,9
2014 Juin	1,8	7,7	-0,7	8,4	-5,9	-0,3	-5,6	9,8	7,8	0,8	7,0	2,0	0,3	1,7
Taux de croissance														
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 T4	5,9	7,2	2,4	7,5	2,2	7,5	2,2	7,1	9,9	7,0	10,0	0,9	11,5	0,9
2014 T1	5,0	5,9	4,0	6,0	2,3	6,6	2,3	5,9	8,1	6,6	8,2	1,0	-25,4	1,2
2014 T2	4,4	6,4	3,6	6,6	-1,4	7,4	-1,4	4,6	6,8	8,0	6,7	-0,3	-23,5	-0,1

G36 Position extérieure de la zone euro

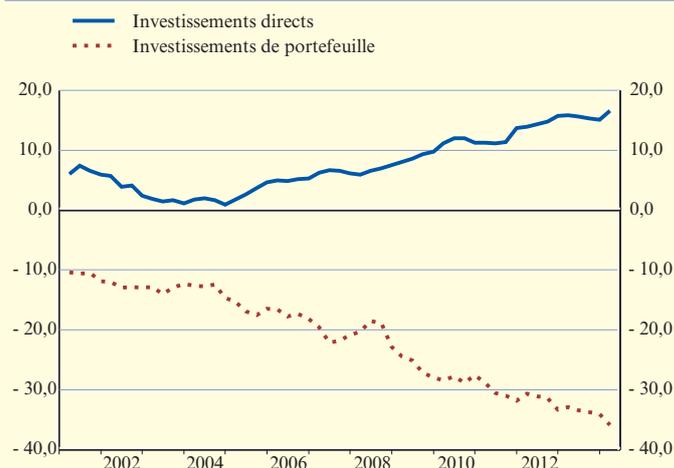
(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



7.3 Compte financier

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

3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total		Actions				Titres de créance									
	1	2	Total	IFM		Non-IFM	Obligations						Instruments du marché monétaire			
				3	Euro-système		4	5	Total	IFM		Non-IFM	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM
										6	8						9	10	11	12	13	14	15	16
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 T4	5 556,0	2 293,7	123,1	3,4	2 170,7	48,3	2 809,6	601,5	17,0	2 208,2	88,9	452,7	288,5	55,0	164,2	0,0
2014 T1	5 647,3	2 362,3	111,2	3,2	2 251,1	48,4	2 814,9	634,2	19,2	2 180,7	277,9	470,1	264,2	59,8	205,9	12,8
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	250,5	163,7	39,8	0,5	123,8	3,6	78,6	-47,7	1,7	126,3	-7,0	8,3	13,3	14,8	-5,0	-0,7
2013 T4	50,7	39,6	5,7	0,3	33,9	-0,8	12,4	-10,3	0,6	22,7	-4,5	-1,3	5,7	2,0	-7,0	-0,1
2014 T1	74,5	23,5	-9,8	-0,1	33,3	-0,5	36,3	11,3	0,7	24,9	-7,3	14,8	-2,8	1,3	17,6	0,5
2014 T2	151,7	58,4	-0,7	-0,1	59,0	.	64,2	8,6	0,8	55,7	.	29,1	14,0	3,1	15,1	.
2014 Février	13,0	-3,8	-15,8	-0,1	12,0	–	7,0	-0,8	0,1	7,9	–	9,7	-0,9	-1,9	10,6	–
2014 Mars	44,5	21,6	10,4	-0,2	11,1	–	24,8	9,0	2,2	15,8	–	-1,9	-1,6	2,4	-0,2	–
2014 Avril	75,6	33,2	0,8	0,0	32,4	–	30,2	5,6	0,7	24,6	–	12,2	1,1	-0,6	11,2	–
2014 Mai	37,6	20,5	1,9	0,0	18,6	–	3,0	-6,4	0,2	9,4	–	14,1	9,5	4,3	4,6	–
2014 Juin	38,5	4,7	-3,4	-0,1	8,0	–	31,0	9,3	-0,1	21,7	–	2,8	3,4	-0,5	-0,7	–
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 T4	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-7,2	1,8	4,7	29,3	-3,0	-90,8
2014 T1	4,1	5,8	18,5	7,3	5,3	-0,7	2,9	-2,9	8,5	4,6	-15,4	3,4	2,0	30,8	5,8	204,5
2014 T2	6,4	7,7	12,9	2,8	7,5	.	4,8	-0,6	17,1	6,4	.	9,9	9,5	7,0	10,2	.

4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total		Actions				Titres de créance							
	1	2	Total	IFM		Non-IFM	Obligations						Instruments du marché monétaire	
				3	4		Total	IFM		Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	
								5	6					7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)														
2011	7 741,7	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 T4	8 830,8	3 970,0	536,0	3 433,9	4 391,5	1 103,6	3 287,9	1 952,1	469,3	115,5	353,8	289,1		
2014 T1	9 109,7	4 161,0	574,9	3 586,1	4 479,4	1 104,0	3 375,4	2 056,2	469,3	120,9	348,3	277,5		
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	360,8	241,8	-21,5	263,3	77,8	-48,5	126,3	96,0	41,1	30,4	10,7	20,7		
2013 T4	109,7	63,6	-7,2	70,7	87,6	9,8	77,8	59,0	-41,5	-11,5	-30,0	-24,1		
2014 T1	138,3	74,4	13,6	60,8	72,4	-1,9	74,2	70,2	-8,5	7,8	-16,3	-16,1		
2014 T2	131,2	108,8	18,5	90,4	43,2	-20,4	63,6	.	-20,8	-2,0	-18,8	.		
2014 Février	48,0	15,7	10,9	4,8	50,8	-0,1	50,9	–	-18,5	-8,4	-10,1	–		
2014 Mars	28,2	56,9	-7,2	64,1	-9,8	-3,4	-6,4	–	-18,9	-7,2	-11,7	–		
2014 Avril	-10,8	24,7	5,1	19,6	-1,0	-10,9	9,9	–	-34,5	-15,7	-18,9	–		
2014 Mai	97,6	28,9	10,1	18,7	64,2	8,1	56,1	–	4,6	9,3	-4,7	–		
2014 Juin	44,4	55,3	3,3	52,0	-20,0	-17,6	-2,4	–	9,2	4,4	4,8	–		
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 T4	4,3	6,8	-3,9	8,7	1,8	-4,0	3,9	5,0	8,9	31,7	2,9	7,1		
2014 T1	4,6	6,7	0,1	7,9	3,4	-3,1	5,8	7,7	-1,9	16,8	-7,6	-7,1		
2014 T2	5,2	7,6	6,7	7,7	4,4	-3,0	6,9	.	-5,9	15,2	-12,1	.		

Source : BCE.

7.3 Compte financier

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

5. Autres investissements : avoirs

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Encours (position extérieure)															
2011	4 927,3	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 T4	4 672,5	17,1	15,5	1,6	2 753,7	2 722,7	31,1	157,2	4,1	109,6	27,2	1 744,5	246,3	1 267,1	564,3
2014 T1	4 847,7	9,9	8,7	1,3	2 903,5	2 862,4	41,2	154,2	3,7	107,8	32,7	1 780,1	247,1	1 262,4	586,4
Flux															
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	-65,0	-19,8	-19,8	0,0	-53,3	-70,2	16,9	-11,0	-1,3	-11,8	-2,3	19,1	2,7	-22,0	4,9
2013 T4	-23,2	-8,3	-8,3	0,0	-13,0	-8,3	-4,8	5,6	-0,9	5,8	4,2	-7,5	0,8	-11,0	-11,8
2014 T1	190,9	-6,7	-6,7	0,0	140,1	131,7	8,4	0,3	-0,3	5,1	5,5	57,2	0,8	28,8	49,7
2014 T2	36,0	-1,5	.	.	49,3	.	.	0,0	.	.	1,2	-11,8	.	.	11,6
2014 Février	58,3	0,1	-	-	31,5	-	-	1,5	-	-	4,3	25,3	-	-	18,7
Mars	-15,0	-3,5	-	-	-21,7	-	-	0,9	-	-	1,3	9,3	-	-	10,5
Avril	45,5	5,6	-	-	48,8	-	-	-2,1	-	-	-1,6	-6,9	-	-	-4,8
Mai	47,9	-5,1	-	-	36,9	-	-	1,5	-	-	1,8	14,7	-	-	21,1
Juin	-57,4	-2,1	-	-	-36,3	-	-	0,5	-	-	1,0	-19,5	-	-	-4,7
Taux de croissance															
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 T4	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	24,0	-6,5	-24,0	-9,7	-7,9	1,1	1,1	-1,7	0,6
2014 T1	1,8	-63,0	-66,0	3,3	2,6	1,8	52,9	-0,3	-26,0	4,3	34,4	1,8	0,2	-0,6	5,3
2014 T2	2,6	-53,8	.	.	4,0	.	.	2,8	.	.	40,5	0,9	.	.	6,2

6. Autres investissements : engagements

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Encours (position extérieure)															
2011	5 284,5	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 T4	4 506,3	340,7	340,1	0,6	2 531,3	2 512,9	18,4	223,5	0,2	215,7	7,7	1 410,8	230,7	939,7	240,4
2014 T1	4 648,1	311,6	309,6	2,0	2 615,1	2 589,5	25,6	223,1	0,2	216,0	6,9	1 498,2	229,8	960,3	308,2
Flux															
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	-408,9	-78,8	-78,4	-0,4	-320,6	-322,6	2,0	-3,8	0,0	-3,4	-0,5	-5,7	5,0	-6,4	-4,3
2013 T4	-170,6	-17,6	-16,6	-1,0	-125,5	-123,5	-2,0	-8,4	0,0	-8,2	-0,2	-19,1	2,1	-9,1	-12,1
2014 T1	121,6	-30,2	-30,3	0,1	73,7	66,0	7,7	2,1	0,0	2,2	-0,1	76,0	-1,6	29,4	48,2
2014 T2	-13,5	-18,2	.	.	-21,7	.	.	1,1	.	.	.	25,4	.	.	.
2014 Février	8,8	-12,2	-	-	-18,2	-	-	1,2	-	-	-	38,0	-	-	-
Mars	-8,5	-11,4	-	-	-16,8	-	-	0,0	-	-	-	19,6	-	-	-
Avril	128,9	1,8	-	-	93,7	-	-	-0,3	-	-	-	33,8	-	-	-
Mai	-31,1	-0,5	-	-	-28,0	-	-	-2,0	-	-	-	-0,6	-	-	-
Juin	-111,3	-19,5	-	-	-87,3	-	-	3,4	-	-	-	-7,8	-	-	-
Taux de croissance															
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 T4	-8,0	-18,5	-18,5	.	-10,8	-11,2	3,0	-1,7	.	-1,6	-6,1	-0,3	2,2	-0,6	-0,8
2014 T1	-6,1	-20,2	-20,2	.	-8,2	-8,9	47,2	-0,5	.	-0,8	10,4	0,7	0,2	-0,9	6,9
2014 T2	-3,9	-20,6	.	.	-6,1	.	.	0,0	.	.	.	3,9	.	.	.

Source : BCE.

7.3 Compte financier

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

7. Avoirs de réserve ¹⁾

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Allocations de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
	Auprès des autorités monétaires et de la BRI			Auprès des banques	Total		Actions	Obligations	Instruments du marché monétaire								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
	Encours (position extérieure)																
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 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 T1	569,9	324,9	346,790	49,7	28,0	166,3	6,5	7,7	152,0	0,3	139,6	12,1	0,1	1,0	22,9	-31,4	52,8
2014 Juin	583,0	333,8	346,721	50,8	28,1	168,0	4,9	8,5	154,7	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,3	23,0	-28,7	53,4
Juillet	585,1	333,1	346,722	51,4	28,4	169,8	4,6	13,0	152,4	0,3	136,5	15,6	-0,2	2,4	25,4	-32,4	53,9
	Flux																
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	15,0	0,0	-	-0,3	2,1	12,5	1,8	1,2	9,1	-0,4	0,4	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013	4,4	0,0	-	-0,6	-1,7	6,3	0,2	-2,6	9,6	0,0	15,8	-6,2	-1,0	0,4	-	-	-
2013 T4	0,3	0,0	-	0,4	-1,2	1,0	1,5	-3,3	2,9	0,0	6,1	-3,3	-0,1	0,1	-	-	-
2014 T1	2,6	0,0	-	-0,2	-0,7	3,5	-0,4	2,0	2,1	0,1	1,5	0,5	-0,3	0,0	-	-	-
T2	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Taux de croissance																
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,2	0,0	-	-0,5	7,1	8,0	41,6	15,2	6,3	-53,5	0,2	82,5	-	-	-	-	-
2013 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	1,2	0,0	-	-0,5	-8,8	5,9	18,4	-13,6	7,3	40,2	14,1	-35,5	-	-	-	-	-
T2	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Dette extérieure brute

	Total	Par instruments					Par secteurs (hors investissements directs)				
		Prêts, monnaie fiduciaire et dépôts	Instruments du marché monétaire	Obligations	Crédits commerciaux	Autres engagements	Investissements directs : prêts intragroupes	Administrations publiques	Eurosystème	IFM (hors Eurosystème)	Autres secteurs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Encours (position extérieure)										
2010	10 848,6	4 724,7	441,4	3 756,0	203,3	200,2	1 523,0	2 067,8	270,3	4 751,7	2 235,8
2011	11 972,5	4 799,2	444,4	4 222,4	227,3	258,0	2 021,1	2 258,8	410,3	4 569,0	2 713,2
2012	12 245,7	4 564,1	452,9	4 446,3	229,8	322,5	2 230,0	2 448,4	423,9	4 270,2	2 873,3
2013 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	11 608,3	4 008,4	469,3	4 391,5	230,9	267,1	2 241,1	2 464,7	340,7	3 750,4	2 811,3
2014 T1	11 826,0	4 075,5	469,3	4 479,4	229,9	342,6	2 229,3	2 556,8	311,6	3 840,0	2 888,3
	Encours en pourcentage du PIB										
2010	118,2	51,5	4,8	40,9	2,2	2,2	16,6	22,5	2,9	51,8	24,4
2011	126,8	50,8	4,7	44,7	2,4	2,7	21,4	23,9	4,3	48,4	28,7
2012	128,8	48,0	4,8	46,8	2,4	3,4	23,5	25,8	4,5	44,9	30,2
2013 T3	125,2	44,4	5,4	45,5	2,4	3,8	23,8	25,8	3,8	41,7	30,2
T4	120,8	41,7	4,9	45,7	2,4	2,8	23,3	25,7	3,5	39,0	29,3
2014 T1	122,5	42,2	4,9	46,4	2,4	3,5	23,1	26,5	3,2	39,8	29,9

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
2012	Encours (position extérieure)														
Investissements directs	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
Investissements de portefeuille – avoirs	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
Autres investissements	-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
T2 2013 à T1 2014	Flux cumulés														
Investissements directs	31,4	132,3	1,9	-8,3	139,3	-0,5	0,0	11,7	2,6	-23,4	25,6	-201,3	48,7	-0,3	35,5
À l'étranger	305,8	83,9	2,4	-3,0	79,0	5,5	0,0	18,6	7,4	-17,2	35,2	65,0	31,2	-0,3	82,0
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	268,9	87,4	1,8	-0,1	78,6	7,2	0,0	18,0	6,4	-17,0	8,5	90,3	25,6	0,0	49,5
Autres opérations	36,8	-3,6	0,6	-2,9	0,4	-1,7	0,0	0,6	0,9	-0,2	26,7	-25,3	5,5	-0,3	32,5
Dans la zone euro	274,4	-48,5	0,6	5,3	-60,3	6,0	0,0	7,0	4,8	6,2	9,6	266,3	-17,5	0,0	46,5
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	260,0	-39,3	0,4	-0,1	-42,3	2,6	0,0	5,0	3,9	6,6	4,7	229,9	22,7	0,0	26,5
Autres opérations	14,4	-9,2	0,1	5,3	-18,0	3,4	0,0	2,0	0,9	-0,4	4,9	36,4	-40,2	0,1	20,0
Investissements de portefeuille – avoirs	218,7	67,5	-4,3	7,6	42,7	3,8	17,6	12,9	4,3	33,3	10,7	38,2	-7,8	2,3	57,2
Actions	123,2	34,3	2,3	5,0	26,3	0,5	0,2	6,3	2,1	18,2	5,6	51,8	-4,6	0,0	9,5
Titres de créance	95,5	33,2	-6,7	2,6	16,5	3,4	17,4	6,6	2,2	15,2	5,1	-13,6	-3,2	2,3	47,7
Obligations	80,0	34,6	-5,5	6,6	13,4	1,9	18,2	10,4	1,4	0,7	4,6	-4,1	-12,5	3,0	41,9
Instruments du marché monétaire	15,5	-1,4	-1,2	-4,0	3,1	1,5	-0,8	-3,8	0,8	14,5	0,5	-9,5	9,3	-0,7	5,8
Autres investissements	404,6	114,6	13,3	3,2	94,5	-7,2	10,8	0,9	-0,6	47,8	54,8	103,8	40,5	4,0	38,7
Avoirs	83,7	-104,9	-1,8	8,5	-105,3	-6,9	0,6	-0,8	6,3	43,7	21,1	97,0	23,8	5,9	-8,5
Administrations publiques	-0,6	4,6	-0,4	-1,5	7,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	-4,3
IFM	52,7	-116,0	-4,8	8,7	-113,5	-7,4	0,9	3,8	4,9	37,8	15,0	62,6	65,6	5,2	-26,2
Autres secteurs	31,5	6,5	3,4	1,3	0,8	0,9	0,1	-4,5	1,5	5,6	6,2	34,8	-41,1	0,5	22,0
Engagements	-320,9	-219,5	-15,1	5,3	-199,8	0,4	-10,2	-1,7	6,9	-4,1	-33,7	-6,8	-16,7	1,9	-47,2
Administrations publiques	-1,1	0,9	0,1	0,3	-0,6	0,0	1,0	-0,2	0,0	0,0	0,4	-5,5	-0,2	1,1	2,5
IFM	-326,1	-192,8	-14,2	5,8	-171,0	0,4	-13,7	-2,3	3,5	-4,8	-35,8	-8,8	-20,2	0,0	-64,9
Autres secteurs	6,2	-27,5	-1,0	-0,8	-28,3	0,0	2,5	0,9	3,4	0,6	1,7	7,5	3,7	0,7	15,2

Source : BCE.

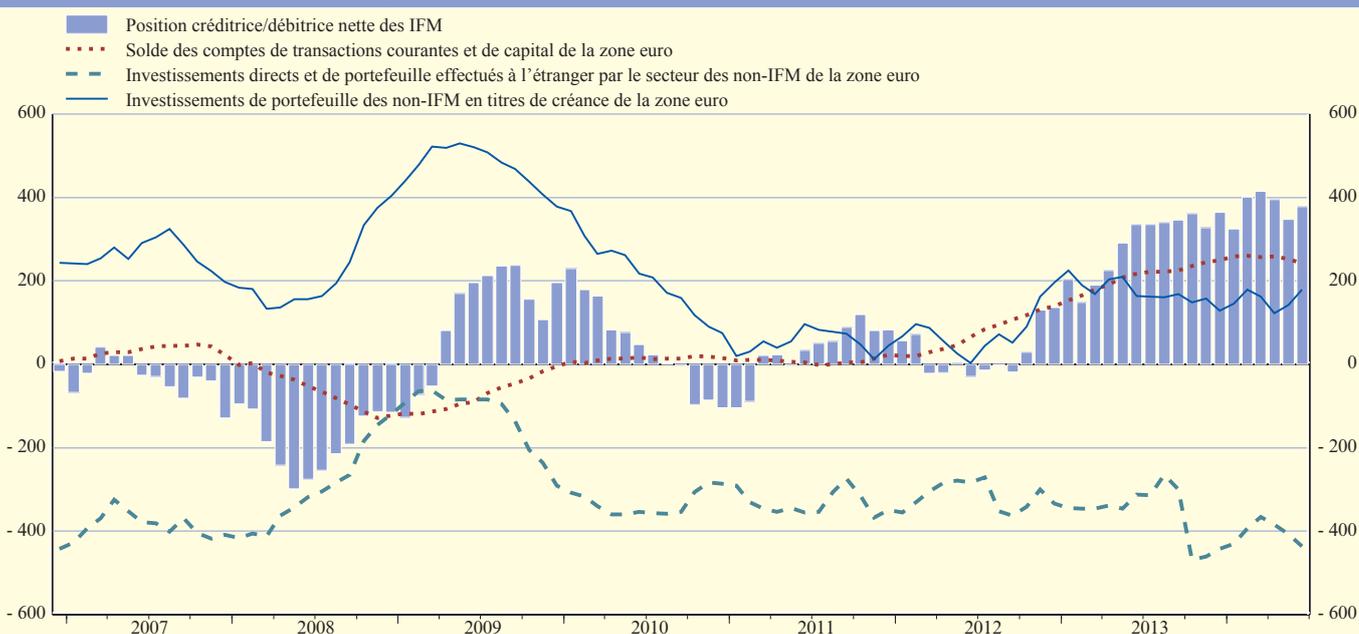
7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements ¹⁾

(flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM											Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM										
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements				
			Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements			
Actions	Titres de créance	Actions			Titres de créance								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	82,6	22,6	-479,1	387,4	55,7	-47,0	44,7	44,6	-149,3	180,7	-5,6	27,8	
2012	136,4	139,9	-413,5	330,2	-55,0	-193,4	181,4	196,0	-81,2	1,4	5,2	25,5	
2013	364,6	250,0	-353,1	319,4	-123,8	-121,4	264,2	128,5	-8,3	-9,4	17,2	1,2	
2013 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	134,3	96,9	-183,9	169,4	-33,9	-15,7	70,8	48,4	2,0	-27,5	3,2	4,7	
2014 T1	76,9	37,1	6,8	-25,8	-33,3	-42,6	60,8	57,9	-57,5	78,1	0,7	-5,3	
T2	112,3	51,6	-31,2	29,6	-59,0	-70,8	90,4	44,8	11,8	26,4	6,0	12,8	
2013 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	21,3	29,4	-157,3	174,9	-13,7	-5,7	8,3	-1,0	-0,4	-6,3	3,4	-10,3	
Novembre	33,7	32,6	-28,2	4,6	-3,9	-11,5	19,6	52,1	-27,7	-3,0	-1,4	0,5	
Décembre	79,3	35,0	1,6	-10,1	-16,3	1,5	42,8	-2,8	30,1	-18,2	1,2	14,4	
2014 Janvier	-7,1	3,7	-38,2	31,0	-10,2	-8,6	-8,0	35,2	-20,6	19,2	0,2	-10,7	
Février	45,9	11,9	23,5	-19,8	-12,0	-18,4	4,8	40,8	-26,7	39,3	2,5	0,1	
Mars	38,2	21,5	21,5	-37,0	-11,1	-15,6	64,1	-18,1	-10,1	19,6	-2,0	5,3	
Avril	-10,8	20,0	-13,9	-4,0	-32,4	-35,7	19,6	-9,0	9,0	33,5	2,9	-0,9	
Mai	37,9	9,5	-14,6	24,9	-18,6	-14,0	18,7	51,4	-16,1	-2,6	-0,5	-0,1	
Juin	85,3	22,2	-2,7	8,7	-8,0	-21,0	52,0	2,3	19,0	-4,4	3,6	13,7	
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2014 Juin	377,3	242,0	-257,6	209,1	-155,7	-156,7	254,7	179,1	-20,7	54,0	17,5	11,7	

G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur ¹⁾

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

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

7.5 Échanges de biens

 1. Valeurs et volumes par groupes de produits ¹⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :			
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2012	7,6	1,8	1 880,6	934,3	386,5	516,7	1 524,0	1 794,0	1 152,0	243,4	372,9	1 090,1	360,8
2013	1,0	-3,1	1 896,9	932,7	385,1	532,5	1 537,9	1 738,8	1 098,2	236,3	373,9	1 077,5	336,9
2013 T3	0,2	-1,8	472,3	231,7	95,2	133,7	383,6	436,4	275,3	60,2	94,3	270,7	84,2
T4	1,1	-2,2	474,3	231,8	96,4	133,9	386,8	430,9	268,5	58,0	95,7	271,3	81,3
2014 T1	1,2	0,2	479,3	235,0	95,3	136,6	389,6	436,2	272,0	60,4	95,4	276,8	79,8
T2	0,6	0,0	479,9	.	.	.	394,3	436,1	.	.	.	278,4	.
2014 Janvier	1,2	-2,6	158,7	78,8	31,5	45,7	128,3	145,3	91,7	19,9	31,4	91,6	27,3
Février	3,3	0,2	160,7	79,1	31,9	45,9	131,6	145,8	90,3	20,3	32,0	93,1	25,8
Mars	-0,7	3,0	160,0	77,0	31,8	44,9	129,8	145,0	90,0	20,2	31,9	92,2	26,6
Avril	-1,5	-2,3	159,5	78,8	31,7	45,7	130,7	144,6	89,6	19,8	32,5	93,5	26,4
Mai	0,4	-0,1	160,6	77,7	32,6	45,9	132,8	145,4	90,7	19,5	32,6	92,0	27,4
Juin	2,9	2,5	159,9	.	.	.	130,7	146,1	.	.	.	92,9	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	112,0	99,6	100,8	98,0	96,8	98,9	99,6
2013	1,7	-0,5	113,5	111,6	115,7	114,9	113,1	99,1	100,1	95,3	97,2	98,6	98,3
2013 T2	2,0	-1,1	113,4	111,0	116,3	114,1	112,9	98,9	100,9	93,8	95,5	97,5	100,9
T3	2,2	1,8	113,4	111,7	114,3	115,6	113,2	99,4	100,3	97,4	98,0	99,2	97,9
T4	2,1	1,4	113,6	111,7	115,7	114,6	113,4	99,6	99,8	95,3	99,3	99,9	96,2
2014 T1	1,5	2,0	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,1	100,3	97,6	99,0	101,7	95,6
2013 Décembre	5,2	4,9	112,7	110,0	113,4	113,2	112,8	98,7	99,1	92,8	98,8	98,9	94,5
2014 Janvier	1,1	-0,9	113,8	113,9	113,7	117,1	112,5	100,3	101,3	98,3	97,8	101,1	98,3
Février	3,6	2,0	115,6	114,3	115,5	118,6	115,9	100,2	99,8	97,9	99,7	102,6	92,0
Mars	-0,2	5,0	115,1	111,6	114,6	115,4	114,2	99,8	99,8	96,5	99,5	101,3	96,6
Avril	-0,8	1,1	115,0	114,8	113,9	118,3	115,5	101,5	101,8	96,9	101,6	103,8	97,3
Mai	0,4	1,6	115,4	112,6	116,3	118,4	116,8	101,8	103,0	95,2	101,4	102,0	99,7

 2. Prix ²⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) ³⁾							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice : 2010 = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total (indice : 2010 = 100)	Total				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 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	-0,1	-9,3	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
T2	104,2	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	-1,7	-0,7	105,4	-2,3	-2,8	-2,7	-0,6	-2,3	-2,0
2014 Janvier	104,1	-1,4	-1,6	-0,2	-0,1	-8,0	-1,1	106,4	-3,0	-2,7	-1,9	-0,3	-6,0	-1,9
Février	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,1	-11,1	-1,2	106,3	-3,4	-2,6	-1,8	-0,1	-7,8	-1,9
Mars	103,9	-1,8	-2,2	-0,6	-0,3	-8,9	-1,5	105,3	-4,2	-3,6	-3,0	-0,9	-8,2	-2,8
Avril	104,0	-1,3	-1,8	-0,6	-0,2	-3,6	-1,1	105,0	-3,3	-3,4	-3,7	-0,8	-4,1	-2,7
Mai	104,2	-0,9	-1,2	-0,3	-0,1	-2,2	-0,8	105,4	-2,3	-2,9	-2,4	-0,6	-2,0	-1,9
Juin	104,6	-0,1	-0,8	0,1	0,3	0,6	-0,1	105,9	-1,4	-2,0	-1,9	-0,3	-0,7	-1,3

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 affectées par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels exportés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

7.5 Échanges de biens

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

3. Ventilation géographique

	Total 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				
Exportations (FAB)															
2012	1 880,6	34,2	59,5	230,0	249,3	92,2	116,4	59,5	223,7	440,6	120,7	44,6	126,5	97,4	151,3
2013	1 896,9	35,3	59,5	239,2	255,3	88,7	110,7	60,4	221,5	443,9	122,1	43,9	130,4	97,8	154,2
2013 T1	475,2	8,8	14,6	58,2	62,8	23,5	28,1	15,5	55,5	110,8	29,6	11,0	34,5	24,7	38,2
T2	475,1	8,8	14,7	59,2	63,0	22,8	27,4	15,6	55,1	110,4	30,0	10,8	33,1	24,9	40,1
T3	472,3	8,9	15,0	59,8	64,3	21,7	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,7	38,1
T4	474,3	8,8	15,2	62,0	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,5	31,4	11,0	31,0	23,5	37,8
2014 T1	479,3	8,9	15,0	63,3	67,6	20,2	26,9	14,6	58,0	112,2	32,0	11,0	33,1	23,5	36,0
T2	479,9	.	.	.	.	19,5	27,4	14,0	59,3	113,6	32,3	10,6	32,6	22,7	.
2014 Janvier	158,7	3,1	5,1	20,8	22,8	6,9	9,4	5,0	18,7	37,2	10,8	3,9	10,6	7,8	11,3
Février	160,7	3,0	5,0	21,7	22,7	6,7	8,9	4,9	19,5	37,8	10,8	3,7	11,6	8,1	10,8
Mars	160,0	2,9	4,9	20,8	22,2	6,6	8,6	4,8	19,7	37,2	10,5	3,5	10,8	7,6	14,0
Avril	159,5	3,0	4,9	20,9	22,7	6,8	9,1	4,7	19,5	38,0	10,6	3,6	10,7	7,5	11,6
Mai	160,6	3,0	5,0	21,3	22,2	6,5	9,0	4,7	20,3	38,1	10,8	3,4	11,1	7,6	11,7
Juin	159,9	.	.	.	.	6,2	9,3	4,6	19,5	37,4	10,8	3,5	10,8	7,6	.
<i>part en pourcentage du total des exportations</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,5	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,2	8,1
Importations (CAF)															
2012	1 794,0	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,5	151,2	540,6	214,3	49,2	157,5	89,8	111,1
2013	1 738,8	30,1	53,7	164,2	239,8	144,9	81,8	35,8	149,2	510,0	204,3	43,6	141,3	80,3	107,8
2013 T1	437,5	7,6	13,3	41,8	58,8	37,4	20,0	8,9	35,5	127,1	52,1	11,1	37,9	20,5	28,7
T2	434,0	7,4	13,5	41,1	59,0	35,6	20,6	8,8	37,3	128,0	50,5	11,0	36,2	20,0	26,6
T3	436,4	7,8	13,7	40,8	60,7	36,5	20,7	8,9	38,1	127,8	50,6	10,7	34,6	20,1	26,6
T4	430,9	7,4	13,3	40,5	61,3	35,3	20,4	9,2	38,3	127,1	51,0	10,9	32,6	19,7	25,8
2014 T1	436,2	7,6	13,4	40,4	62,5	34,9	21,1	9,2	37,0	130,1	53,6	10,6	32,7	19,4	27,7
T2	436,1	.	.	.	.	34,5	21,5	9,4	37,4	128,7	53,0	10,2	32,6	19,8	.
2014 Janvier	145,3	2,6	4,6	13,3	20,8	11,8	6,7	3,1	12,4	43,1	17,4	3,6	11,2	6,5	9,1
Février	145,8	2,6	4,4	13,4	21,0	11,6	7,1	3,0	12,5	42,8	17,9	3,5	10,8	6,3	10,2
Mars	145,0	2,4	4,4	13,7	20,7	11,5	7,2	3,1	12,1	44,2	18,3	3,5	10,7	6,6	8,4
Avril	144,6	2,6	4,4	13,7	21,4	11,7	7,1	3,1	12,4	42,0	17,4	3,4	10,6	6,6	9,1
Mai	145,4	2,5	4,3	13,5	21,0	11,6	7,3	3,1	12,3	44,0	17,5	3,4	11,3	6,4	8,1
Juin	146,1	.	.	.	.	11,3	7,1	3,2	12,7	42,8	18,1	3,4	10,8	6,8	.
<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
Solde															
2012	86,6	5,2	6,4	62,6	16,7	-52,6	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	40,2
2013	158,1	5,2	5,8	75,0	15,5	-56,2	29,0	24,5	72,3	-66,1	-82,2	0,3	-10,9	17,5	46,5
2013 T1	37,8	1,2	1,4	16,4	4,0	-13,9	8,0	6,5	20,0	-16,3	-22,6	0,0	-3,5	4,3	9,6
T2	41,1	1,4	1,2	18,1	4,0	-12,8	6,9	6,8	17,8	-17,6	-20,5	-0,2	-3,1	4,9	13,5
T3	35,9	1,1	1,3	19,0	3,6	-14,9	7,0	5,8	17,3	-17,6	-19,5	0,5	-2,9	4,6	11,4
T4	43,4	1,5	1,9	21,5	3,9	-14,7	7,0	5,4	17,2	-14,7	-19,7	0,1	-1,5	3,8	12,0
2014 T1	43,2	1,4	1,6	22,8	5,1	-14,7	5,8	5,4	21,0	-18,0	-21,6	0,4	0,4	4,1	8,3
T2	43,8	.	.	.	.	-15,0	5,9	4,6	21,8	-15,1	-20,8	0,4	0,0	2,9	.
2014 Janvier	13,4	0,5	0,5	7,5	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-6,0	-6,6	0,3	-0,5	1,3	2,1
Février	14,9	0,4	0,6	8,2	1,7	-4,8	1,8	1,9	7,0	-5,1	-7,1	0,2	0,9	1,8	0,5
Mars	14,9	0,5	0,5	7,1	1,4	-5,0	1,4	1,7	7,6	-6,9	-7,8	-0,1	0,1	1,0	5,6
Avril	14,8	0,4	0,5	7,2	1,4	-4,9	2,0	1,6	7,1	-3,9	-6,8	0,2	0,1	0,9	2,5
Mai	15,2	0,5	0,7	7,8	1,2	-5,0	1,8	1,6	8,0	-5,9	-6,7	0,0	-0,2	1,2	3,6
Juin	13,8	.	.	.	.	-5,1	2,2	1,5	6,7	-5,3	-7,3	0,1	0,1	0,8	.

Source : Eurostat.

TAUX DE CHANGE

8.1 Taux de change effectifs ¹⁾

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,7	97,2	95,0	106,2	96,8	112,2	97,7	
2012	97,9	95,6	92,9	89,8	101,1	91,6	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,4	93,4	103,6	93,8	112,0	96,2	
2013 T2	100,8	98,3	95,7	93,1	104,3	94,5	110,6	95,0	
T3	101,9	99,2	96,6	93,5	104,9	95,2	112,9	96,8	
T4	103,1	100,0	97,5	94,3	100,1	91,0	114,7	97,8	
2014 T1	103,9	100,7	97,9	95,5	102,4	93,3	116,6	99,1	
T2	103,8	100,1	97,8	-	-	-	116,0	97,9	
2013 Août	102,2	99,5	96,8	-	-	-	113,4	97,3	
Septembre	102,0	99,1	96,6	-	-	-	113,3	97,0	
Octobre	102,8	99,8	97,3	-	-	-	114,2	97,4	
Novembre	102,6	99,5	97,1	-	-	-	114,2	97,3	
Décembre	103,9	100,7	98,2	-	-	-	115,8	98,6	
2014 Janvier	103,4	100,3	97,5	-	-	-	115,9	98,6	
Février	103,6	100,4	97,6	-	-	-	116,3	98,9	
Mars	104,6	101,3	98,5	-	-	-	117,5	99,6	
Avril	104,5	101,0	98,5	-	-	-	117,0	98,9	
Mai	103,8	100,1	97,9	-	-	-	116,1	97,8	
Juin	103,0	99,2	97,1	-	-	-	115,1	96,9	
Juillet	102,6	98,7	96,8	-	-	-	114,6	96,2	
Août	101,9	98,0	96,1	-	-	-	114,0	95,6	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2014 Août	-0,7	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,5	-0,7	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2014 Août	-0,3	-1,5	-0,7	-	-	-	0,5	-1,8	

G39 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— TCE-20 nominal
 - - - TCE-20 réel déflaté de l'IPC



G40 Taux de change bilatéraux

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— EUR/USD
 - - - EUR/JPY
 - - - EUR/GBP



Source : BCE.

- 1) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales.
- 2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-19 de partenaires commerciaux.

8.2 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Lev bulgare	Couronne tchèque	Couronne danoise	Kuna croate	Litas lituanien	Forint hongrois	Zloty polonais	Nouveau leu roumain	Couronne suédoise	Livre sterling	Nouvelle livre turque
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 T4	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 T1	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2014 T2	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
2014 Février	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
2014 Mars	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
2014 Avril	1,9558	27,450	7,4656	7,6267	3,4528	307,37	4,1853	4,4620	9,0329	0,82520	2,9393
2014 Mai	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
2014 Juin	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
2014 Juillet	1,9558	27,458	7,4564	7,6146	3,4528	309,81	4,1444	4,4098	9,2327	0,79310	2,8699
2014 Août	1,9558	27,816	7,4551	7,6326	3,4528	313,91	4,1919	4,4252	9,1878	0,79730	2,8784
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Août	0,0	1,3	0,0	0,2	0,0	1,3	1,1	0,4	-0,5	0,5	0,3
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Août	0,0	7,7	0,0	1,3	0,0	4,8	-0,9	-0,3	5,6	-7,2	10,2
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 T4	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15 682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 T1	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16 179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2014 T2	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15 935,34	4,7517	140,00	4,4352	
2014 Février	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16 270,18	4,8043	139,35	4,5194	
2014 Mars	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15 785,89	4,8087	141,48	4,5361	
2014 Avril	1,4831	3,0864	1,5181	8,5984	10,7107	83,3624	15 801,66	4,8010	141,62	4,4989	
2014 Mai	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15 830,12	4,7600	139,74	4,4337	
2014 Juin	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16 167,87	4,6966	138,72	4,3760	
2014 Juillet	1,4420	3,0109	1,4524	8,3940	10,4935	81,3058	15 789,65	4,6325	137,72	4,3100	
2014 Août	1,4306	3,0219	1,4548	8,1965	10,3207	81,0709	15 603,10	4,6569	137,11	4,2310	
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Août	-0,8	0,4	0,2	-2,4	-1,6	-0,3	-1,2	0,5	-0,4	-1,8	
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Août	-3,0	-3,1	5,0	0,6	0,0	-3,4	10,1	-2,2	5,2	-3,0	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des Etats-Unis
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 T4	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1 445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 T1	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1 465,34	1,2237	44,722	1,3696
2014 T2	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1 410,80	1,2192	44,510	1,3711
2014 Février	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1 462,51	1,2212	44,568	1,3659
2014 Mars	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1 479,99	1,2177	44,765	1,3823
2014 Avril	18,0485	1,6049	8,2506	61,646	49,2978	1,7345	14,5815	1 441,28	1,2189	44,657	1,3813
2014 Mai	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1 407,13	1,2204	44,686	1,3732
2014 Juin	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1 385,45	1,2181	44,195	1,3592
2014 Juillet	17,5834	1,5578	8,3880	58,844	46,9984	1,6825	14,4366	1 382,29	1,2150	43,470	1,3539
2014 Août	17,5051	1,5783	8,2522	58,320	48,1781	1,6622	14,2052	1 364,17	1,2118	42,644	1,3316
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Août	-0,4	1,3	-1,6	-0,9	2,5	-1,2	-1,6	-1,3	-0,3	-1,9	-1,6
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Août	1,8	-6,2	4,0	-0,3	9,6	-1,9	5,9	-8,2	-1,8	1,4	0,0

Source : BCE.



ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

9.1 Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Bulgarie	République tchèque	Danemark	Croatie	Lituanie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Suède	Royaume-Uni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IPCH										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2014 T1	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
T2	-1,6	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,7
2014 Mai	-1,8	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0	0,3	1,3	0,1	1,5
Juin	-1,8	0,0	0,4	0,5	0,3	-0,1	0,3	0,9	0,5	1,9
Juillet	-1,1	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	1,5	0,4	1,6
Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB										
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
Dettes publique brute en pourcentage du PIB										
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
Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2014 Février	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
Mars	3,54	2,20	1,61	4,51	3,33	5,83	4,25	5,31	2,16	2,34
Avril	3,44	2,00	1,57	4,41	3,26	5,56	4,10	5,15	2,06	2,30
Mai	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
Juin	3,11	1,55	1,38	3,94	2,92	4,50	3,54	4,48	1,80	2,35
Juillet	3,38	1,49	1,24	3,72	2,90	4,33	3,34	4,16	1,60	2,31
Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2014 Février	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
Mars	0,83	0,37	0,29	0,86	0,41	3,24	2,71	2,83	0,93	0,52
Avril	0,83	0,37	0,31	0,83	0,41	2,94	2,72	2,74	0,91	0,53
Mai	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
Juin	0,81	0,35	0,36	0,89	0,38	2,50	2,69	2,24	0,85	0,54
Juillet	0,76	0,35	0,38	0,87	0,35	2,29	2,68	1,97	0,52	0,56
PIB en volume										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-2,2	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-0,9	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 T4	1,2	1,1	0,7	-0,6	3,4	2,9	2,5	5,0	3,0	2,7
2014 T1	1,2	2,9	1,3	-0,6	3,1	3,2	3,5	3,7	1,8	3,0
T2	1,6	2,7	0,0	.	3,1	.	3,3	1,5	1,9	3,1
Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB										
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	7,1	1,3	3,7	6,8	1,0	1,2	6,2	-4,2
2013 T4	-2,7	1,1	8,6	-6,7	3,8	8,5	1,1	0,5	5,2	-5,3
2014 T1	1,6	9,9	3,9	-16,0	2,6	7,0	0,8	5,2	6,8	-3,4
T2	4,6	-0,3	5,1	.	8,1	.	4,6	-0,4	4,7	.
Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB										
2012	94,6	62,0	181,8	102,7	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2013	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	357,1
2013 T3	93,9	64,6	174,4	103,0	69,5	122,9	72,8	71,9	197,4	365,3
T4	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	357,1
2014 T1	95,2	70,1	172,2	107,5	70,5	123,1	69,4	65,4	202,8	353,2
Coûts unitaires de main-d'œuvre										
2012	4,4	3,3	1,5	-0,2	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,1	1,4	3,8	3,9	0,1	2,5	0,8	1,3
2013 T4	1,9	-2,7	0,9	1,8	2,7	3,3	-3,7	0,9	-0,8	0,9
2014 T1	1,4	1,0	0,5	-5,5	5,5	3,0	-3,2	1,3	1,1	2,1
T2	0,8	.	1,7	.	.	.	.	.	2,8	.
Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)										
2012	12,3	7,0	7,5	16,1	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,3	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2014 T1	12,2	6,6	6,8	17,4	11,6	8,0	9,8	7,2	8,1	6,7
T2	11,8	6,2	6,4	16,6	11,4	8,1	9,2	7,2	8,0	.
2014 Mai	11,8	6,2	6,4	16,6	11,4	8,1	9,2	7,3	7,8	6,4
Juin	11,6	6,0	6,5	16,3	11,4	8,1	9,1	7,1	8,0	.
Juillet	11,5	6,0	6,6	16,2	11,5	.	9,0	7,0	7,7	.

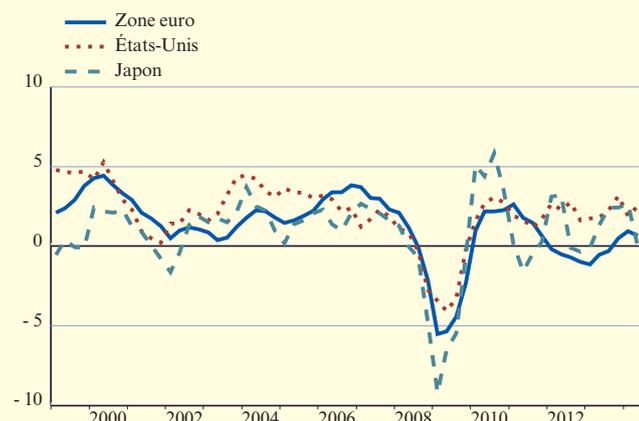
Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) ²⁾	Agrégat monétaire large ³⁾	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois ⁴⁾	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans ⁴⁾ ; fin de période	Taux de change ⁵⁾ des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/excédent (+) public (en % du PIB)	Dettes publiques ⁶⁾ (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,3	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,1	1,6	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,7	2,3	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,0	86,5
2013	1,5	0,3	2,2	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	-5,7	87,8
2013 T2	1,4	1,6	1,8	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,2	87,0
T3	1,6	1,2	2,3	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-6,3	86,6
T4	1,2	-2,0	3,1	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3610	-4,9	87,8
2014 T1	1,4	2,6	1,9	2,3	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-5,0	88,6
T2	2,1	1,8	2,5	3,7	6,2	6,6	0,23	2,74	1,3711	-5,1	.
2014 Avril	2,0	-	-	3,6	6,3	6,3	0,23	2,87	1,3813	-	-
Mai	2,1	-	-	3,8	6,3	6,7	0,23	2,69	1,3732	-	-
Juin	2,1	-	-	3,7	6,1	6,7	0,23	2,74	1,3592	-	-
Juillet	2,0	-	-	5,3	6,2	6,7	0,23	2,80	1,3539	-	-
Août	.	-	-	.	.	.	0,23	2,58	1,3316	-	-
Japon											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,5	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 T2	-0,3	-0,5	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
T3	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
T4	1,4	-1,0	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 T1	1,5	-2,3	2,7	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
T2	3,6	.	0,0	2,6	3,6	3,2	0,13	0,72	140,00	.	.
2014 Avril	3,4	-	-	3,8	3,6	3,5	0,14	0,81	141,62	-	-
Mai	3,7	-	-	1,0	3,5	3,3	0,14	0,75	139,74	-	-
Juin	3,6	-	-	3,1	3,7	3,0	0,13	0,72	138,72	-	-
Juillet	3,4	-	-	-0,9	.	3,0	0,13	0,67	137,72	-	-
Août	.	-	-	.	.	.	0,13	0,62	137,11	-	-

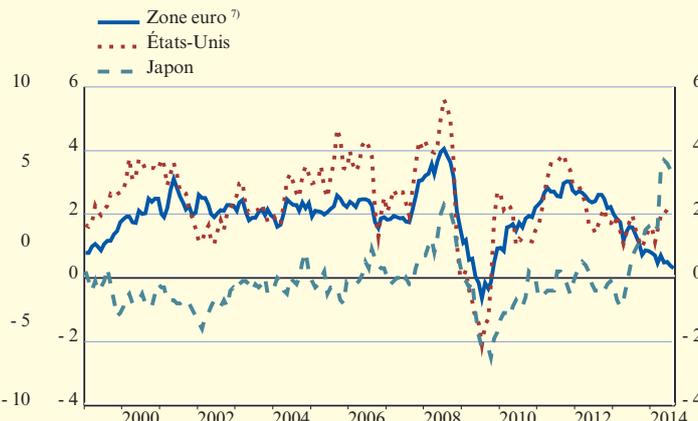
G41 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



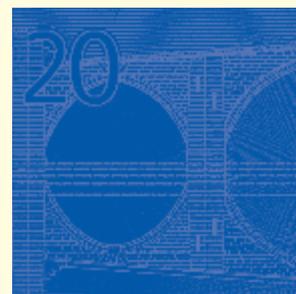
G42 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



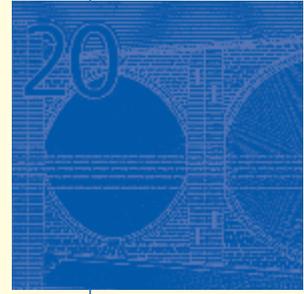
Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11).

- 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'IPCH reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.



LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension	S17
G10	Dépôts des autres intermédiaires financiers	S17
G11	Dépôts des sociétés non financières	S18
G12	Dépôts des ménages	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76



NOTES TECHNIQUES

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t est l'indice des encours corrigés à partir du mois t (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECTION 1.3

CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre D de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont $R_{1,MRO}$ (sur D_1 jours), $R_{2,MRO}$ (sur D_2 jours), etc., jusqu'à $R_{i,MRO}$ (sur D_i jours), où $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$, le taux annualisé applicable (R_{LTRO}) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

SECTIONS 2.1 À 2.6

CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si L_t représente l'encours à la fin du mois t , C_t^M l'ajustement lié aux reclassements pour le mois t , E_t^M l'ajustement de taux de change et V_t^M les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux F_t^M pour le mois t est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel F_t^Q pour le trimestre se terminant le mois t est défini comme suit :

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où L_{t-3} représente l'encours à la fin du mois $t - 3$ (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple, C_t^Q l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois t .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si F_t^M et L_t sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels a_t relatifs au mois t , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle a_t^M peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, où a_t est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si F_t^Q et L_{t-3} sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois t est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois t (c'est-à-dire a_t) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO ¹

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ². La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés ³. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTIONS 3.1 À 3.5

ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

SECTIONS 4.3 ET 4.4

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si N_t^M représente les transactions (émissions nettes) pour le mois t et L_t l'encours à la fin du mois t , l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$n) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t représente l'indice des encours corrigés à partir du mois t . De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$o) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES ⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois t , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + N_{t-i}^M / L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TABLEAU I DE LA SECTION 5.1

DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH ⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S81). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

⁴ Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1**DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

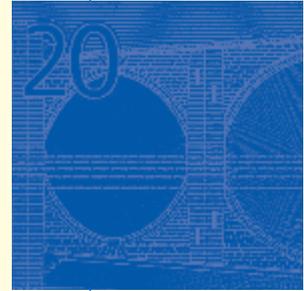
L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrignées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrignées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTION 7.3**CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES**

Le taux de croissance relatif au trimestre t est calculé à partir des flux trimestriels (F_t) et des encours (L_t) comme suit :

$$r) a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.



NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : statistics@ecb.europa.eu.

En règle générale, la date d'arrêt des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 3 septembre 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^{er} janvier 2014. Sauf indication contraire, les séries statistiques du *Bulletin mensuel* de la BCE se rapportent à la composition en vigueur au moment de la publication.

SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION CHANGEANTE

Les séries statistiques agrégées avec une composition changeante tiennent compte de la composition de la zone euro au moment de chaque observation. Par exemple, les séries statistiques agrégées reflétant les modifications de la composition de la zone euro sont constituées par les données relatives à l'Euro 11 sur la période s'achevant fin 2000, par les données relatives à l'Euro 12 sur la période allant de 2001 à fin 2006, et ainsi de suite. Avec cette approche, chaque série statistique recouvre la totalité des différentes compositions de la zone euro.

Pour l'IPCH, ainsi que pour les statistiques fondées sur le bilan du secteur des IFM (« statistiques monétaires »), les taux de variation sont calculés à partir d'indices chaînés, la nouvelle composition étant introduite par le facteur de chaînage au moment de l'élargissement. Par conséquent, si un pays rejoint la zone euro en janvier d'une année donnée, les facteurs contribuant aux indices chaînés se rapportent à la composition de la zone jusqu'à décembre inclus de l'année précédente, et ensuite à sa composition élargie. Pour plus de précisions sur les statistiques monétaires, cf. le *Manual on MFI balance sheet statistics* qui peut être consulté à la partie *Statistics* du site internet de la BCE.

Étant donné que la composition de l'unité de compte européenne (écu) ne coïncide pas avec les anciennes monnaies des pays ayant adopté l'euro, les chiffres antérieurs à 1999, exprimés initialement dans les monnaies participantes et convertis en écus aux taux de change du moment, sont affectés par le comportement des monnaies des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro. Pour éviter l'incidence de cet écart sur les statistiques monétaires, les données antérieures à 1999¹ sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Suède et le Royaume-Uni.

Dans la plupart des cas, la terminologie utilisée dans les tableaux correspond aux normes internationales, telles que figurant dans le Système européen de comptes 1995 et dans le Manuel de la balance des paiements du FMI. Les flux désignent les échanges volontaires (mesurés directement ou indirectement), tandis que les flux au sens large recouvrent également les variations des encours liées aux évolutions des prix et des taux de change, aux abandons de créances et autres changements.

VUE D'ENSEMBLE

Les évolutions des principaux indicateurs pour la zone euro sont retracées dans un tableau synthétique.

STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La section 1.4 présente les statistiques relatives aux réserves obligatoires et aux facteurs de la liquidité. Les périodes de constitution des réserves obligatoires débutent chaque mois le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs, à l'ordre du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. Elles

¹ Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

s'achèvent le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. Les observations annuelles/trimestrielles se rapportent aux moyennes de la dernière période de constitution de l'année/du trimestre.

Le tableau 1 de la section 1.4 présente les composantes de l'assiette des réserves des établissements de crédit astreints au régime des réserves obligatoires. Les engagements vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Lorsqu'un établissement de crédit ne peut justifier du montant des engagements sous la forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire de l'assiette de ses réserves un certain pourcentage de ces engagements. Le pourcentage de déduction appliqué sur les encours de ces titres inclus dans l'assiette des réserves était de 10 % jusqu'en novembre 1999 et s'élève depuis à 30 %.

Le tableau 2 de la section 1.4 contient les données moyennes relatives aux périodes de constitution achevées. Tout d'abord, le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement de crédit est calculé en appliquant au montant des engagements assujettis les taux de réserves définis pour les catégories d'engagements correspondantes, à partir des données de bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite, chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro (colonne 1). Les avoirs en compte courant (colonne 2) sont la moyenne des avoirs quotidiens de réserves agrégés des établissements de crédit, y compris ceux servant à satisfaire à l'obligation de réserves. Les excédents de réserves (colonne 3) sont la moyenne des excédents d'avoirs de réserve sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer. Les déficits de réserves (colonne 4) sont définis en termes de moyenne des déficits constatés par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution, calculés pour les établissements de crédit qui n'ont pas satisfait à leurs obligations de réserves. Le taux de rémunération des réserves obligatoires (colonne 5) est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. section 1.3).

Le tableau 3 de la section 1.4 présente la position de liquidité du système bancaire, définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Tous les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres opérations d'absorption de la liquidité (colonne 7) s'entendent hors émissions de certificats de dette effectuées par les BCN durant la phase II de l'UEM. Les autres facteurs nets (colonne 10) représentent les autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les comptes courants des établissements de crédit (colonne 11) correspondent à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10). La base monétaire (colonne 12) est calculée comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 8) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Le chapitre 2 présente les statistiques de bilan des IFM et des autres sociétés financières. Ces dernières recouvrent les OPCVM (autres que les OPCVM monétaires, qui appartiennent au secteur des IFM), les véhicules financiers *ad hoc*, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

La section 2.1 présente le bilan agrégé du secteur des IFM, c'est-à-dire la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Les IFM recouvrent les banques centrales, les établissements de crédit tels que définis par la législation de l'UE, les OPCVM monétaires et les autres institutions dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM, et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Une liste complète des IFM est publiée sur le site internet de la BCE.

La section 2.2 présente le bilan consolidé du secteur des IFM, obtenu en effectuant une compensation entre les bilans agrégés des IFM de la zone euro. En raison d'une certaine hétérogénéité des méthodes d'enregistrement, la somme des positions entre les IFM n'est pas toujours égale à zéro ; le solde figure dans la colonne 10, au passif de la section 2.2. La section 2.3 présente les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties. Ils sont tirés du bilan consolidé des IFM et comprennent les positions des non-IFM résidentes de la zone euro auprès des IFM résidentes de la zone euro ; ils englobent aussi certains avoirs/engagements monétaires de l'administration centrale. Les statistiques relatives aux agrégats monétaires et à leurs contreparties sont corrigées des variations saisonnières et de l'incidence des jours ouvrés. Dans les sections 2.1 et 2.2, le poste « Engagements envers les non-résidents » présente les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en (a) titres d'OPCVM monétaires établis dans la zone euro et (b) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. En revanche, dans la section 2.3, ces portefeuilles de titres sont exclus des agrégats monétaires et sont enregistrés dans le poste « Créances nettes sur les non-résidents ».

La section 2.4 contient une analyse, ventilée par secteurs, catégories et durées initiales, des prêts accordés par les IFM de la zone euro hors Eurosysteme (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32². Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds

² JO L 15 du 20.1.2009

ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8³ relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30⁴ depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte

³ JO L 211 du 11.8.2007

⁴ JO L 15 du 20.1.2009

d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) figurent également.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les autres intermédiaires financiers (y compris les auxiliaires financiers), et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des comptes non financiers de la zone euro (à savoir les comptes 1 à 5 présentés ci-dessus) qui suivent également la séquence de comptes simplifiée.

La section 3.3 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans les sections 3.1 et 3.2.

La section 3.4 recense des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation des sociétés non financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des flux financiers cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) et les encours des comptes de patrimoine financier des sociétés d'assurance et fonds de pension.

MARCHÉS FINANCIERS

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 17 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée (par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson⁵.

5 L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, n° 1 051, Londres (1994)

Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH, calculées par la BCE, et des indices empiriques des prix administrés fondés sur l'IPCH.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles ⁶. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév. 2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques ⁷, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév. 2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007 ⁸. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation

⁶ JO L 162 du 5.6.1998

⁷ JO L 393 du 30.12.2006

⁸ JO L 155 du 15.6.2007

de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre⁹ et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003¹⁰ en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 5 de la section 5.1) sur la base de données nationales non harmonisées.

Les composantes de coûts unitaires de main-d'œuvre (tableau 4 de la section 5.1), le PIB et ses composantes (tableaux 1 et 2 de la section 5.2), les déflateurs du PIB (tableau 3 de la section 5.1) ainsi que les statistiques de l'emploi (tableau 1 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 95¹¹. Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010¹² introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, et les carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial. La série relative à la zone euro exclut Chypre et Malte.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Les taux de chômage (tableau 4 de la section 5.3) suivent les recommandations de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ils font référence aux personnes activement à la recherche d'un emploi, rapportées à l'ensemble de la population active, sur la base de critères et de définitions

9 JO L 69 du 13.3.2003

10 JO L 169 du 8.7.2003

11 JO L 310 du 30.11.1996

12 JO L 210 du 11.8.2010

harmonisés. Les estimations relatives à la population active servant à calculer le taux de chômage ne correspondent pas à la somme des niveaux d'emploi et de chômage figurant dans la section 5.3.

FINANCES PUBLIQUES

Les sections 6.1 à 6.5 présentent la situation budgétaire des administrations publiques dans la zone euro. Les données sont en grande partie consolidées et sont établies à partir de la méthodologie du SEC 95. Les agrégats annuels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont calculés par la BCE sur la base des obligations de déclaration statistique définies dans l'orientation BCE du 31 juillet 2009 relative aux statistiques de finances publiques (BCE/2009/20)¹³. Les données harmonisées fournies par les BCN sont régulièrement mises à jour. Les agrégats annuels relatifs au déficit et à la dette de la zone euro peuvent différer de ceux publiés par la Commission européenne. Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000¹⁴ modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la procédure de déficit excessif (PDE). Les sections 6.1 et 6.2 englobent les données relatives aux déficits/excédents et à la dette des administrations publiques pour les différents pays de la zone euro 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 publiques¹⁵. La section 6.5 présente les données trimestrielles relatives à la dette brute consolidée des administrations publiques, à l'ajustement dette-déficit et au besoin de financement des administrations publiques. Les calculs sont effectués à partir des données fournies par les États membres conformément au règlement (CE) n° 501/2004 et au règlement (CE) n° 1222/2004, ainsi que des données communiquées par les BCN.

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

Les concepts et définitions utilisés pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure (sections 7.1 à 7.4) sont généralement conformes aux recommandations du Manuel de la balance des paiements du FMI (cinquième édition, octobre 1993), à l'orientation de la BCE du 16 juillet 2004 sur les obligations de déclaration statistique établies par la BCE (BCE/2004/15)¹⁶

13 JO L 228 du 1.09.2009

14 JO L 172 du 12.7.2000

15 JO L 179 du 9.7.2002

16 JO L 354 du 30.11.2004

modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)¹⁷. Des informations complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (www.cmfb.org). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de statistiques extérieures (BCE/2011/23)¹⁸ a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit de nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6). La BCE commencera à publier les statistiques de balance des paiements, de position extérieure et de réserves de change de la zone euro conformément à l'orientation BCE/2011/23 et au BPM6 en 2014, avec des données rétrospectives. Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des paiements du FMI* : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE

¹⁷ JO L 159 du 20.6.2007

¹⁸ JO L 65 du 3.3.2012

n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE et des organisations internationales (qui, mis à part la BCE et le Mécanisme européen de stabilité, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements du FMI*.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs

en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement

exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-19 n'inclut pas la Croatie. Le groupe TCE-39 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation (IPC), des indices de prix à la production (IPP), des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier (CUMIM) ainsi que dans l'ensemble de l'économie (CUME). Les TCE déflatés des CUMIM sont disponibles uniquement pour le TCE-19.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *Revisiting the effective exchange rates of the euro*, Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro et Cristina Pinheiro, Occasional paper n° 134 de la BCE, juin 2012, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies. Pour la couronne islandaise, le taux de change le plus récent est de 290,0 pour un euro et se rapporte au 3 décembre 2008.

ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. Toutefois, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute présentées dans ce tableau suivent les différents concepts nationaux et n'incluent pas les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.

ANNEXES

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME ¹



12 JANVIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

9 FÉVRIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il approuve également des critères d'éligibilité nationaux spécifiques et des mesures de contrôle des risques pour l'acceptation temporaire, dans un certain nombre de pays, de créances privées supplémentaires en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

8 MARS, 4 AVRIL, 3 MAI 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

6 JUIN 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 15 janvier 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

5 JUILLET 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 11 juillet 2012. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 1,50 % et 0,00 % avec effet au 11 juillet 2012.

2 AOÛT 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2011 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

6 SEPTEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des modalités appelées à régir les opérations monétaires sur titres (*Outright monetary transactions* – OMT) sur les marchés secondaires des obligations souveraines de la zone euro.

4 OCTOBRE, 8 NOVEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

6 DÉCEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 9 juillet 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

10 JANVIER, 7 FÉVRIER, 7 MARS, 4 AVRIL 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

2 MAI 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 8 mai 2013. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, à 1,00 %, avec effet au 8 mai 2013 et de laisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt inchangé à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 8 juillet 2014, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

6 JUIN, 4 JUILLET, 1^{ER} AOÛT, 5 SEPTEMBRE, 2 OCTOBRE 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,50 %, 1,00 % et 0,00 %.

7 NOVEMBRE 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 13 novembre 2013. En outre, le Conseil décide d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 25 points de base, à 0,75 %, avec effet au 13 novembre 2013, et de laisser inchangé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 7 juillet 2015, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

5 DÉCEMBRE 2013, 9 JANVIER, 6 FÉVRIER, 6 MARS, 3 AVRIL, 8 MAI 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,25 %, 0,75 % et 0,00 %.

5 JUIN 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,15 % à compter de l'opération devant être réglée le 11 juin 2014. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 35 points de base, à 0,40 %, et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,10 %, avec effet au 11 juin 2014. Il décide également d'adopter de nouvelles mesures non conventionnelles, notamment : (1) de conduire une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*) d'échéance septembre 2018, visant à renforcer l'activité de prêts bancaires au secteur privé non financier, dont le taux d'intérêt sera fixe, sur la durée totale de l'opération, et correspondra au taux appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment de l'obtention des fonds, plus un *spread* fixe de 10 points de base ; (2) de continuer de conduire ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves se terminant en décembre 2016 ; (3) de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir avant la fin de la période de constitution s'achevant en décembre 2016 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, avec allocation intégrale ; (4) de suspendre les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres ; (5) d'accélérer les travaux préparatoires relatifs aux achats fermes sur le marché des ABS.

3 JUILLET, 7 AOÛT 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,15 %, 0,40 % et -0,10 %.



4 SEPTEMBRE 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,05 %, à compter de l'opération devant être réglée le 10 septembre 2014. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base, à 0,30 % et - 0,20 %, respectivement, avec effet au 10 septembre 2014. Il décide également (a) de se porter acquéreur d'un large portefeuille de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS) simples et transparents, ayant pour actifs sous-jacents des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro, dans le cadre d'un programme d'achat d'ABS (*ABS purchase programme*, ABSPP) et (b) de faire également l'acquisition d'un large portefeuille d'obligations sécurisées libellées en euros et émises par les IFM domiciliées dans la zone euro, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme*, CBPP3). Les interventions au titre de ces deux programmes débiteront en octobre 2014.

LE SYSTÈME TARGET (DE TRANSFERTS EXPRESS AUTOMATISÉS TRANSEUROPEËNS À RÈGLEMENT BRUT EN TEMPS RÉEL)



TARGET2¹ est essentiel pour la réalisation d'un marché monétaire intégré dans la zone euro, une condition préalable à la conduite efficace de la politique monétaire unique. Il contribue en outre à l'intégration des marchés financiers de la zone euro. TARGET2 est accessible à un grand nombre de participants. Plus de 1 000 établissements de crédit en Europe utilisent TARGET2 pour effectuer des paiements pour leur propre compte, pour le compte d'autres participants dits « indirects » ou pour le compte de leurs clients. Si l'on prend en compte les filiales et les succursales, près de 57 000 banques dans le monde (et donc l'ensemble de leurs clients) sont accessibles *via* TARGET2.

TARGET2 est utilisé pour effectuer des paiements de montant élevé urgents, notamment les paiements visant à faciliter les règlements dans d'autres systèmes de transferts de fonds interbancaires (système *Continuous Linked Settlement* (CLS) ou EURO1, 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

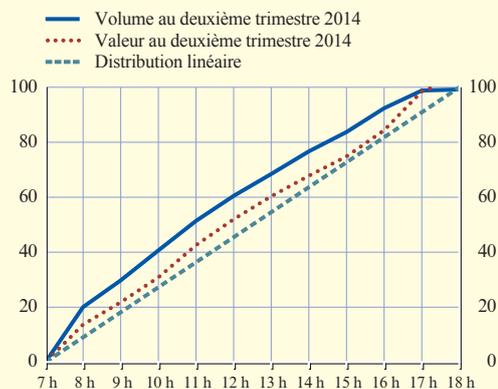
Au deuxième trimestre 2014, TARGET2 a réglé 22 676 262 paiements pour une valeur totale de 127 675 milliards d'euros, soit une moyenne quotidienne de 365 746 opérations pour une valeur de 2 059 milliards. La plus forte activité de ce trimestre a été enregistrée le 30 juin, avec 568 060 paiements traités. Avec une part de marché de 61 % en volume et de 92 % en valeur, TARGET2 a maintenu sa position dominante sur le marché des paiements de montant élevé en euros. L'importance de la part de marché de TARGET2 confirme le vif intérêt des banques pour le règlement en monnaie de banque centrale. Les paiements interbancaires ont représenté 40 % du total des paiements en volume et 91 % en valeur. La valeur moyenne d'un paiement interbancaire traité dans le système est ressortie à 12,8 millions d'euros, et celle d'un paiement de clientèle à 0,9 million. 67 % des paiements étaient d'un montant inférieur à 50 000 euros et 14 % d'un montant supérieur à 1 milliard. En moyenne, 225 paiements traités quotidiennement avaient une valeur supérieure à 1 milliard d'euros. Ces chiffres sont comparables à ceux enregistrés au trimestre précédent.

CONFIGURATION INTRAJOURNIÈRE 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 deuxième trimestre 2014. En volume, la courbe est nettement 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 environ 60 % des montants échangés à 13 h

Configuration intrajournalière

(en pourcentage)



Source : BCE.

¹ TARGET2, lancé en 2007, est la deuxième génération du système TARGET.

(heure d'Europe centrale). 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 deuxième trimestre 2014, la disponibilité de TARGET2 a atteint 100 %. Les seuls incidents retenus pour le calcul de la disponibilité de TARGET2 sont ceux qui bloquent complètement le traitement des paiements durant au moins dix minutes pendant les jours d'ouverture du système entre 7 h et 18 h 45 (heure d'Europe centrale). L'ensemble des paiements qui doivent être réglés normalement pour respecter les niveaux de service convenus² ont été traités en moins de cinq minutes ; par conséquent, les exigences définies pour le système ont été totalement satisfaites.

Tableau 1 Instructions de paiement traitées par TARGET2 et EURO1 : volume de transactions

(nombre de paiements)	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2
TARGET2					
Total	23 600 140	22 827 447	23 840 793	22 839 642	22 676 262
Moyenne quotidienne	374 605	345 870	372 512	368 381	365 746
EURO1 (ABE Clearing)					
Total	16 614 190	15 919 832	15 802 209	14 491 603	14 632 429
Moyenne quotidienne	263 717	241 210	246 910	233 736	236 007

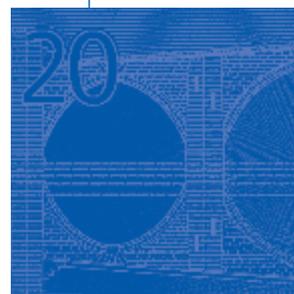
Notes : En janvier 2013, afin d'améliorer la qualité des données relatives à TARGET2, une nouvelle méthodologie a été mise en œuvre pour la collecte et la déclaration des données. Ce changement a entraîné une diminution des indicateurs fondés sur la valeur. Cela doit être pris en compte pour comparer 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 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2
TARGET2					
Total	125 266	121 184	124 076	123 842	127 675
Moyenne quotidienne	1 988	1 836	1 939	1 966	2 059
EURO1 (ABE Clearing)					
Total	12 514	11 676	11 695	11 757	11 545
Moyenne quotidienne	199	177	183	187	186

Note : Cf. les notes relatives au tableau 1.

² Les paiements découlant de procédures de règlement par l'intermédiaire de l'interface de système exogène figurent parmi les paiements exclus de la mesure des performances. Des détails supplémentaires relatifs aux indicateurs de performances peuvent être consultés en cliquant sur le lien suivant : <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>



PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

DOCUMENTS DE RECHERCHE

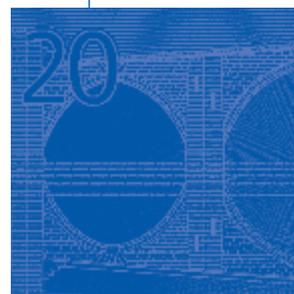
- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.



GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Abandon de créances (*Write-off*) : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

Actions (*Equities*) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administrations publiques (*General government*) : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [*Deficit-debt adjustment (general government)*] : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

Appel d'offres à taux fixe (*Fixed rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

Appel d'offres à taux variable (*Variable rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

Autres investissements (*Other investment*) : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

Avoirs de réserve internationaux (*International reserves*) : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

Balance des paiements [*Balance of payments (b.o.p.)*] : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

Besoin de financement des administrations publiques [*Borrowing requirement (general government)*] : accroissement net de la dette des administrations publiques.

Bilan consolidé du secteur des IFM (*Consolidated balance sheet of the MFI sector*) : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur

des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

Compte de capital (*Capital account*) : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

Comptes de capital (*Capital accounts*) : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

Compte financier (*Financial account*) : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

Comptes financiers (*Financial accounts*) : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

Compte de revenus (*Income account*) : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

Compte de transactions courantes (*Current account*) : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

Compte de transferts courants (*Current transfers account*) : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

Courbe des rendements (*Yield curve*) : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

Cours pivot [*Central parity (ou central rate)*] : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*) : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*) : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*] : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

Déflation (*Deflation*) : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

Désinflation (*Disinflation*) : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

Dettes (comptes financiers) [*Debt (financial accounts)*] : prêts souscrits par les ménages et prêts, titres de créance et provisions pour fonds de pension des sociétés non financières (résultant des engagements directs de l'employeur au titre de la retraite de ses salariés), comptabilisés aux prix de marché en fin de période.

Dettes des administrations publiques [*Debt (general government)*] : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

Dettes extérieures brutes (*Gross external debt*) : montant des engagements contractuels en cours effectifs (c'est-à-dire non conditionnels) d'une économie comportant obligation de remboursement du principal et/ou de paiement des intérêts à des non-résidents à un moment donné futur.

Échanges de biens (*External trade in goods*) : exportations et importations de biens avec les pays hors zone euro, mesurées en termes de valeur et d'indices de volume et de valeur unitaire. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et avec le reste du monde, et englobant les biens et les services. Elles ne sont pas plus entièrement comparables avec la rubrique des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements. Outre les ajustements méthodologiques, la principale différence réside dans le fait que, dans les statistiques relatives aux échanges de biens, les importations incluent les activités d'assurance et de fret alors qu'elles sont enregistrées franco à bord dans les statistiques de balance des paiements.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (*MFI longer-term financial liabilities*) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les IFM de la zone euro et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Enquêtes auprès des directeurs d'achat de la zone euro (*Eurozone Purchasing Managers' Surveys*) : enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services effectuées pour un certain nombre de pays de la zone euro et servant à établir des indices. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro est un indicateur pondéré calculé à partir de sous-indices relatifs aux variations de la production, aux nouvelles commandes, à l'emploi, aux délais de livraison des fournisseurs et aux stocks

de marchandises. L'enquête relative au secteur des services de la zone euro comporte des questions sur le volume d'activité, le volume d'activité escompté, le volume des affaires en cours, les nouvelles commandes reçues, l'emploi, les prix des intrants et les prix facturés. L'indice composite de la zone euro est calculé en associant les résultats respectifs des enquêtes sur l'industrie manufacturière et sur le secteur des services.

Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) [Survey of Professional Forecasters (SPF)] : enquête trimestrielle menée par la BCE depuis 1999 afin de collecter des prévisions macroéconomiques concernant l'inflation, la croissance du PIB en volume et le chômage dans la zone euro auprès d'un panel d'experts affiliés aux organismes financiers et non financiers de l'UE.

Enquêtes de la Commission européenne (European Commission surveys) : enquêtes harmonisées effectuées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs de chaque État membre de l'UE pour le compte de la Commission européenne. Ces enquêtes sous forme de questionnaire s'adressent aux chefs d'entreprise des secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce de détail et des services, ainsi qu'aux consommateurs. À l'issue de chaque enquête mensuelle, des indicateurs composites sont calculés afin de synthétiser, au sein d'un indicateur unique (indicateurs de confiance), les réponses fournies à un certain nombre de questions.

Enquête sur la distribution du crédit bancaire [Bank lending survey (BLS)] : enquête trimestrielle, menée par l'Eurosystème depuis janvier 2003, concernant les politiques du crédit. Elle consiste à poser à un échantillon prédéfini de banques de la zone euro des questions qualitatives concernant l'évolution des critères d'octroi des prêts, des modalités de prêt et de la demande de prêts émanant à la fois des entreprises et des ménages.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour) [EONIA (Euro overnight index average)] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (Euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque dite de premier rang est disposée à prêter des fonds (libellés en euros) à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement, à partir des taux d'un échantillon représentatif d'établissements bancaires, pour différentes échéances inférieures ou égales à douze mois.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale composé de la BCE et des BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Excédent de liquidité (Excess liquidity) : montant des réserves de banque centrale détenu par les banques en sus des besoins de l'ensemble du système bancaire, qui sont déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles d'effectuer, de leur propre initiative, des dépôts à 24 heures auprès de la BCN de leur juridiction respective. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé qui représente généralement un plancher pour les taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles, à leur propre initiative, d'obtenir des crédits à 24 heures

auprès de la BCN de leur juridiction à un taux prédéterminé sous forme d'une opération de cession temporaire. Le taux d'intérêt appliqué aux prêts accordés dans le cadre de la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facteurs autonomes de la liquidité (*Autonomous liquidity factors*) : facteurs de la liquidité ne résultant pas normalement de l'utilisation des instruments de politique monétaire. Il s'agit notamment des billets en circulation, des dépôts de l'administration publique auprès de la banque centrale et des réserves nettes de change de la banque centrale.

Forward guidance (**Indications sur l'orientation de la politique monétaire**) : communication du Conseil des gouverneurs sur l'orientation conditionnelle de la politique monétaire en ce qui concerne la trajectoire future des taux directeurs de la BCE.

Garanties (*Collateral*) : actifs mis en nantissement ou transférés en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés dans le cadre d'accords de pension. Les garanties utilisées dans les opérations de cession temporaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité.

IFM (Institutions financières monétaires) [MFIs (*monetary financial institutions*)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent (a) l'Eurosystème, (b) les établissements de crédit résidents (tels que définis par la législation européenne), (c) les autres institutions financières dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières, ainsi que les établissements de monnaie électronique dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière sous la forme d'émission de monnaie électronique et (d) les OPCVM monétaires, c'est-à-dire des organismes de placement collectif qui investissent dans des instruments à court terme et à faible risque.

Indice des coûts horaires de main-d'œuvre (*Hourly labour cost index*) : mesure des coûts de main-d'œuvre comprenant les salaires et traitements bruts (en numéraire ou en nature, y compris les primes) et les autres coûts de main-d'œuvre (les cotisations sociales patronales plus les taxes sur la masse salariale moins les subventions perçues par les employeurs) par heure effectivement travaillée (y compris les heures supplémentaires).

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*] : mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Indice des salaires négociés (*Index of negotiated wages*) : mesure de l'issue directe des négociations dans le cadre des conventions collectives en termes de rémunération de base (c'est-à-dire hors primes) au niveau de la zone euro. Cet indice fait référence à la variation moyenne attendue des salaires et traitements mensuels.

Inflation (*Inflation*) : augmentation du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

Investissements directs (*Direct investment*) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions

ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes. Ce poste enregistre les transactions/positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux actifs à l'étranger (« investissements directs des résidents à l'étranger ») et les transactions/positions nettes des non-résidents relatives aux actifs de la zone euro (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »).

Investissements de portefeuille (*Portfolio investment*) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire). Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part du capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des IFM et de l'administration centrale (par exemple : Poste, Trésor).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant M1 plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des IFM et de l'administration centrale.

M3 : agrégat monétaire large comprenant M2 plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (*exchange rate mechanism II*)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'UEM.

Obligations d'État indexées (*Inflation-indexed government bonds*) : titres de créance émis par les administrations publiques, dont les versements de coupons et la valeur du principal sont liés à un indice de prix à la consommation spécifique.

Offres d'emploi (*Job vacancies*) : terme collectif désignant à la fois les créations d'emploi récentes, les emplois non pourvus ou ceux appelés à être vacants dans un avenir proche et ayant donné lieu, sur la période récente, à des démarches actives de la part de l'employeur, en vue de trouver un candidat répondant au profil du poste.

OPCVM (hors OPCVM monétaires) [*Investment funds (except money market funds)*] : institutions financières qui regroupent les capitaux levés auprès du public et les investissent dans des actifs financiers et non financiers. Cf., également, IFM.

Opération de cession temporaire (*Reverse transaction*) : opération par laquelle la BCN achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Opération d'*open market* (*Open market operation*) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. Ces opérations recouvrent les opérations de cession temporaire,

les opérations ferme ainsi que les reprises de liquidité en blanc, l'émission de certificats de dette et les *swaps* de change. Les opérations d'*open market* peuvent fournir ou absorber de la liquidité.

Opération principale de refinancement [Main refinancing operation (MRO)] : opération d'*open market* effectuée par l'Eurosystème de manière régulière sous forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme [Longer-term refinancing operations (LTRO)] : opération d'*open market* d'une durée supérieure à une semaine effectuée par l'Eurosystème sous forme d'une opération de cession temporaire. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'une échéance allant d'une période de constitution de réserves à 36 mois ont été effectuées, selon des fréquences variables.

Opération de retrait de liquidité (Liquidity-absorbing operation) : opération par laquelle l'Eurosystème absorbe de la liquidité pour réduire l'excédent de liquidité, ou afin de créer une pénurie de liquidité. Ces opérations peuvent être réalisées sous forme d'émission de certificats de dette ou de reprises de liquidité en blanc.

Parité de pouvoir d'achat [Purchasing power parity (PPP)] : taux auquel une monnaie est convertie dans une autre pour égaliser le pouvoir d'achat des deux monnaies en éliminant les différences des niveaux de prix prévalant dans les deux pays concernés. Dans leur forme la plus simple, les parités de pouvoir d'achat montrent le rapport entre des prix exprimés dans la monnaie nationale pour le même bien ou service dans différents pays.

Point mort d'inflation (Break-even inflation rate) : écart entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation d'échéance comparable (ou qui s'en rapproche le plus).

Population active (Labour force) : somme totale des personnes occupant un emploi et des chômeurs.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères — billets et pièces — les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

Position extérieure [International investment position (i.i.p.)] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

Prix à la production (Industrial producer prices) : prix sortie d'usine (hors coûts de transport) de tous les produits vendus par l'industrie hors construction sur le marché intérieur des pays de la zone euro, à l'exclusion des importations.

Procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale (Fixed rate full-allotment tender procedure) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale (taux fixe) et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles

souhaitent obtenir à ce taux, en sachant à l'avance que toutes leurs soumissions seront satisfaites (allocation intégrale).

Production industrielle (*Industrial production*) : valeur ajoutée brute créée par l'industrie à prix constants.

Productivité du travail (*Labour productivity*) : production pouvant être réalisée avec une quantité donnée de facteur travail. Elle peut être mesurée de plusieurs façons mais correspond généralement au PIB en volume divisé soit par l'emploi total, soit par le nombre total d'heures travaillées.

Produit intérieur brut (PIB) [*Gross domestic product (GDP)*] : valeur totale des biens et services produits dans une économie moins les consommations intermédiaires, moins les impôts indirects plus les subventions d'exploitation. Le PIB peut s'entendre dans l'optique produit, dépense ou revenu. Les principaux agrégats de dépense du PIB sont la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, la variation des stocks, les exportations nettes de biens et services (y compris les échanges intra-zone euro).

Ratio de déficit (administrations publiques) [*Deficit ratio (general government)*] : rapport entre le déficit des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [*Debt-to-GDP ratio (general government)*] : rapport entre la dette des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif.

Réduction de créances (*Write-down*) : ajustement à la baisse de la valeur des prêts enregistrés dans les bilans des IFM lorsqu'il est reconnu que les prêts sont devenus en partie irrécouvrables.

Rémunération par tête ou par heure travaillée (*Compensation per employee or per hour worked*) : rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, heures supplémentaires et les cotisations de sécurité sociale versées par l'employeur, divisée par le nombre total de salariés ou par le nombre total d'heures travaillées.

Réserves obligatoires (*Reserve requirement*) : obligation faite aux établissements de crédit de constituer un montant minimum de réserves auprès de la banque centrale sur une période de constitution. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement sur la période de constitution.

Sociétés d'assurance et fonds de pension (*Insurance corporations and pension funds*) : sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques.

Solde budgétaire structurel (administrations publiques) [*Structural fiscal balance (general government)*] : solde budgétaire effectif corrigé des facteurs conjoncturels (c'est-à-dire solde corrigé du cycle) et des mesures budgétaires exceptionnelles.

Soutien renforcé du crédit (*Enhanced credit support*) : mesures non conventionnelles prises par la BCE/l'Eurosysteme au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

Stabilité des prix (*Price stability*) : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*] : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*) : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

Taux d'intérêt des IFM (*MFI interest rates*) : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de soumission maximal (*Maximum bid rate*) : taux d'intérêt maximal auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations de retrait de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Taux de soumission minimal (*Minimum bid rate*) : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations d'apport de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Titre de créance (*Debt security*) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Titrisation (*Securitisation*) : opération ou montage permettant la cession d'un actif ou d'un portefeuille de créances, souvent constitué de prêts (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.), du cédant (généralement un établissement de crédit) à un véhicule financier. Celui-ci transforme ces actifs en titres négociables en émettant des titres souscrits par les investisseurs. Les flux d'intérêts et de remboursement sur le portefeuille de créances qu'il a achetées aux banques permettent le service de la dette qu'il émet.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (*Reference value for M3 growth*) : taux de croissance annuel de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

Véhicule financier *ad hoc* [Financial vehicle corporation (FVC)] : entité dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de titrisation. Un véhicule financier *ad hoc* émet généralement des titres négociables qui sont commercialisés auprès du grand public, ou vendus sous forme de placements privés. Ces titres sont adossés à un portefeuille d'actifs (habituellement des prêts) qui sont détenus par le véhicule financier *ad hoc*. Dans certains cas, l'opération de titrisation peut faire intervenir plusieurs véhicules financiers *ad hoc*, l'un détenant les actifs titrisés et un autre émettant les titres adossés à ces actifs.

Volatilité (*Volatility*) : degré de fluctuation d'une variable donnée.

Volatilité implicite (*Implied volatility*) : volatilité attendue (c'est-à-dire l'écart type) des taux de variation du prix d'un actif, notamment d'une obligation ou d'une action. Elle peut être calculée à partir du prix d'un actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options, tel que le modèle Black-Scholes.

Zone euro (*Euro area*) : zone constituée par les États membres de l'UE dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE
Secrétaire général

Impression : Banque de France

Dépôt légal : Septembre 2014

