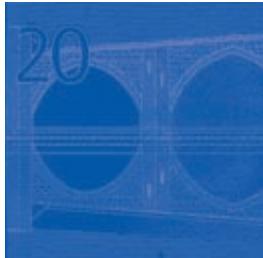


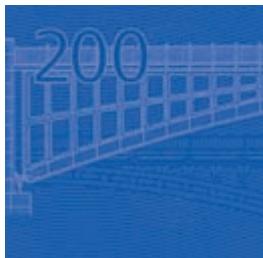


BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME



## BULLETIN MENSUEL FÉVRIER 2012



En 2012, toutes les publications de la BCE comportent un motif figurant sur le billet de 50 euros.

© Banque centrale européenne, 2012

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

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

**Téléphone**  
+49 69 13 44 0

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

**Télécopie**  
+49 69 13 44 60 00

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

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

*La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 8 février 2012.*

ISSN 1561-0306 (version papier)  
ISSN 1725-2989 (internet)

## TABLE DES MATIÈRES

<b>ÉDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES</b>	<b>7</b>
Environnement extérieur de la zone euro	7
Évolutions monétaires et financières	13
Prix et coûts	49
Production, demande et marché du travail	64
 Encadrés :	
1 Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le quatrième trimestre 2011	17
2 Mise en œuvre de nouvelles règles en matière de garanties et régime des réserves obligatoires	29
3 Analyse des déséquilibres de la zone euro à partir des comptes sectoriels	37
4 Les comptes intégrés de la zone euro au troisième trimestre 2011	44
5 Effets de base et incidence sur l'IPCH en 2012	49
6 Les hausses moyennes de prix depuis le passage à l'euro fiduciaire	53
7 Résultats de l'enquête du premier trimestre 2012 auprès des prévisionnistes professionnels	59
<b>ARTICLES</b>	
La croissance de la monnaie et du crédit après une crise économique et financière : une perspective historique mondiale	71
L'endettement des entreprises dans la zone euro	89
Les flux financiers transfrontières au sein de la zone euro	107
<b>STATISTIQUES DE LA ZONE EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANNEXES</b>	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Publications de la Banque centrale européenne	V
Glossaire	VII

## ABRÉVIATIONS

### PAYS

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

### AUTRES

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

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



## ÉDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 9 février, de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Les informations devenues disponibles depuis mi-janvier confirment globalement l'évaluation antérieure du Conseil des gouverneurs. L'inflation devrait rester supérieure à 2 % au cours des prochains mois, avant de revenir en deçà de ce niveau. Les données d'enquête disponibles confirment les premiers signes d'une stabilisation de l'activité économique à un niveau bas en fin d'année, mais les perspectives économiques demeurent soumises à une incertitude élevée et à des risques à la baisse importants. Le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie reste modéré. Pour l'avenir, il est essentiel que la politique monétaire garantisse la stabilité des prix pour la zone euro dans son ensemble et assure ainsi un ancrage solide des anticipations d'inflation à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cet ancrage est une condition indispensable pour que la politique monétaire contribue à la croissance économique et à la création d'emplois dans la zone euro. Une analyse très approfondie de l'ensemble des données et des évolutions au cours des mois à venir s'impose.

Par ses mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs continue de soutenir le fonctionnement du secteur financier de la zone euro, et donc le financement de l'économie réelle. Depuis que la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans a été effectuée en décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a approuvé 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, ce qui devrait accroître la disponibilité des garanties<sup>1</sup>. À compter de la période actuelle de constitution de réserves, qui a débuté le 18 janvier 2012, le taux des réserves obligatoires a été réduit, ce qui a libéré des garanties supplémentaires. Comme souligné à plusieurs reprises, toutes les mesures non conventionnelles sont de nature temporaire.

S'agissant de l'analyse économique, la croissance du PIB en volume au quatrième trimestre 2011 a probablement été très faible. Les données d'enquête pour les deux derniers mois laissent entrevoir une stabilisation de l'activité économique à un bas niveau. Le Conseil des gouverneurs s'attend à un redressement très progressif de l'économie de la zone euro courant 2012. Le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et l'ensemble des mesures prises pour favoriser le bon fonctionnement du secteur financier soutiennent l'économie de la zone. De plus, les tensions sur les marchés financiers se sont atténuées en réponse aux mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, mais également aux progrès réalisés dans la mise en place d'un cadre de gouvernance renforcé de la zone euro et à l'intensification de l'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone. Toutefois, la croissance atone de la demande mondiale, les tensions persistantes sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier continuent de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Des risques à la baisse pèsent sur ces perspectives. Ils sont liés, notamment, aux tensions sur les marchés de la dette de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone. Ils ont également trait à la possibilité d'évolutions défavorables de l'économie mondiale, à un renchérissement plus important que prévu des matières premières, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à l'éventualité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,7 % en janvier 2012, sans changement par rapport à décembre. Le taux d'inflation moyen pour 2011 est ressorti à 2,7 %, principalement en raison du renchérissement de l'énergie et des autres matières premières. L'inflation devrait rester supérieure à 2 % au cours des prochains mois, avant de revenir en deçà de ce niveau. Ce scénario reflète les anticipations selon lesquelles, dans un contexte

<sup>1</sup> Pour plus de détails, cf. le communiqué de presse du 9 février 2012 intitulé *Le Conseil des gouverneurs de la BCE approuve des critères d'éligibilité pour des créances privées supplémentaires*

de croissance faible dans la zone euro et à l'échelle mondiale, les tensions sous-jacentes sur les prix dans la zone euro devraient rester limitées.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme demeurent globalement équilibrés. Parmi les facteurs haussiers, ces risques ont trait à des augmentations plus importantes que prévu de la fiscalité indirecte et des prix administrés ainsi qu'à des hausses des cours des matières premières. Les principaux risques à la baisse sont liés à l'incidence d'une croissance plus faible qu'espérée dans la zone euro et dans le monde.

L'analyse monétaire montre que le rythme d'expansion monétaire sous-jacent demeure modéré. Le taux de croissance annuel de M3 est revenu à 1,6 % en décembre 2011, après 2,0 % en novembre, reflétant un nouvel affaiblissement de la dynamique monétaire vers la fin de l'année.

Les taux de croissance annuels des prêts accordés aux sociétés non financières et aux ménages, corrigés des cessions de prêts et de la titrisation, ont également continué de fléchir en décembre, ressortant à 1,2 % et 1,9 % respectivement. Le volume des prêts consentis par les IFM à ces deux secteurs a diminué en décembre, le recul étant particulièrement prononcé dans le cas des sociétés non financières. De plus, des éléments indiquent que les conditions d'octroi des prêts bancaires se sont encore durcies, affectant l'offre de crédit dans plusieurs pays de la zone euro fin 2011. Il n'est pas encore possible de tirer de conclusions définitives de ces évolutions, dans la mesure, notamment, où l'incidence de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans sur le financement bancaire continue de se faire sentir et ne s'est sans doute pas reflétée en totalité dans la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire. De plus, d'autres mesures non conventionnelles de politique monétaire annoncées en décembre n'ont pas encore été mises en œuvre. En conséquence, un suivi attentif des évolutions du crédit s'impose au cours de la période à venir.

La solidité des bilans des banques sera un facteur essentiel pour faciliter un apport approprié de financements à l'économie sur la durée. Il est

primordial que la mise en œuvre des plans de recapitalisation des banques ne nuise pas au financement de l'activité économique dans la zone euro.

En résumé, l'analyse économique indique que les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées et que les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont globalement équilibrés. Un recouplement avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme ce scénario.

Des réformes structurelles conjuguées à la discipline budgétaire sont essentielles pour renforcer la confiance et fournir un environnement favorable à une croissance soutenable. S'agissant des politiques budgétaires, tous les gouvernements de la zone euro doivent continuer à faire le maximum pour garantir la soutenabilité budgétaire. Il est essentiel que l'ensemble des pays respectent les objectifs budgétaires qu'ils ont annoncés pour 2012. Cela devrait permettre d'ancrer des anticipations de politiques budgétaires solides et de renforcer la confiance. Les règles guidant la conception et la mise en œuvre des politiques budgétaires nationales sont actuellement en train d'être renforcées au niveau de l'UE ainsi que dans les cadres juridiques de plusieurs États membres. Il s'agit d'étapes importantes qui vont dans le bon sens. S'agissant des réformes structurelles, elles sont fondamentales pour accroître la capacité d'ajustement et la compétitivité des pays de la zone euro, renforçant ainsi les perspectives de croissance et la création d'emplois. En particulier, des réformes ambitieuses et de grande ampleur doivent être mises en œuvre afin de favoriser la concurrence sur les marchés de produits, notamment dans les secteurs des services, tandis que les rigidités des marchés du travail doivent être réduites et que la flexibilité des salaires doit être accentuée.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient trois articles. Le premier analyse les profils de croissance moyenne de la monnaie et du crédit aux alentours des crises économiques et financières passées. Le deuxième décrit les évolutions des ratios de dette des sociétés non financières dans la zone euro. Le troisième article examine le rôle de la zone euro dans la finance transfrontière mondiale avant et après la crise financière internationale.

# ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

## I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

Les derniers indicateurs tirés d'enquêtes montrent que des signes de stabilisation de l'activité économique mondiale continuent d'apparaître. La dynamique de l'inflation demeure contenue dans les économies avancées. Dans les économies émergentes, les taux d'inflation ont continué de s'inscrire en légère baisse, en dépit de la persistance de tensions inflationnistes.

### 1.1 ÉVOLUTIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Bien que la dynamique de la croissance mondiale se soit modérée au second semestre 2011, des signes de stabilisation de l'activité économique continuent d'apparaître. Toutefois, le nécessaire processus d'ajustement des bilans en cours et l'atonie des marchés du travail et de l'immobilier résidentiel dans certaines grandes économies avancées continuent de peser sur les perspectives de croissance. Dans les économies émergentes, la croissance demeure solide, mais se ralentit en raison d'un fléchissement de la demande tant extérieure qu'intérieure.

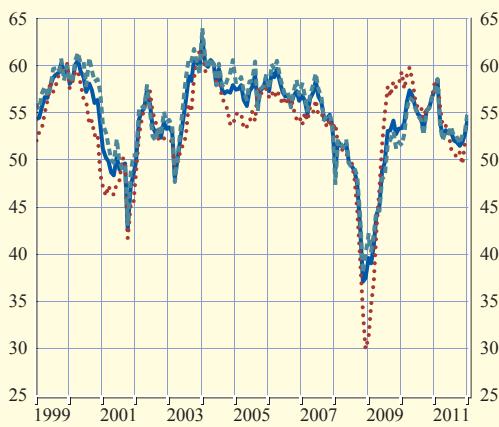
En janvier 2012, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a progressé pour s'inscrire à 54,6, contre 52,7 en décembre, soit le résultat le plus élevé depuis février 2011. L'indice relatif à l'activité dans les services a enregistré son niveau le plus élevé en onze mois, et celui relatif à la production dans le secteur manufacturier est resté supérieur au seuil de 50 qui délimite la frontière entre expansion et contraction, tout en demeurant inférieur à sa moyenne de long terme (cf. graphique 1). La composante « nouvelles commandes » de l'indice des directeurs d'achat a également augmenté en janvier, tant pour le secteur manufacturier que pour les services.

La dynamique de l'inflation demeure relativement contenue dans les économies avancées. Dans la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation est ressortie à 2,9 % en décembre 2011, après 3,1 % en novembre. Hors produits alimentaires et énergie, le taux d'inflation annuel est demeuré inchangé en décembre, à 2,0 % (cf. graphique 2). Dans les économies émergentes, les taux d'inflation se sont inscrits en légère baisse récemment, à partir de niveaux élevés.

**Graphique 1 Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale**

(indice de diffusion ; cvs ; données mensuelles)

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



Source : Markit

**Graphique 2 Évolution des prix à l'échelle internationale**

(données mensuelles ; variations annuelles en pourcentage)

- Prix à la consommation dans l'OCDE (ensemble)
- Prix à la consommation dans l'OCDE (hors alimentation et énergie)



Source : OCDE

## ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, l'activité économique a continué de s'accélérer progressivement au quatrième trimestre 2011, après une croissance faible au premier semestre (cf. graphique 3). Selon l'estimation provisoire du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), la croissance du PIB en volume s'est établie à 2,8 % en termes annualisés au quatrième trimestre 2011, après 1,8 % le trimestre précédent. L'expansion observée au quatrième trimestre a principalement résulté des dépenses de consommation et de la variation des stocks du secteur privé, qui ont contribué pour près des deux tiers à la croissance du PIB. L'investissement résidentiel a fortement augmenté, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance. La progression du revenu réel disponible des ménages s'est redressée, tout en restant inférieure à celle de la consommation réelle. Les données mensuelles disponibles indiquent une poursuite de l'expansion de l'économie au premier trimestre 2012, mais à un rythme plus lent qu'au dernier trimestre 2011.

S'agissant de l'évolution des prix, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC a fléchi pour s'établir à 3,0 % en décembre 2011, contre 3,4 % le mois précédent. Il s'agit de la troisième baisse consécutive après le pic de 3,9 % enregistré en septembre, sous l'effet principalement de la détente des prix de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation sous-jacente mesurée par l'IPC est restée inchangée par rapport au mois précédent, s'établissant à 2,2 % en rythme annuel. Les évolutions récentes de l'inflation sous-jacente reflètent en partie une certaine stabilisation de l'augmentation des coûts du logement et du transport.

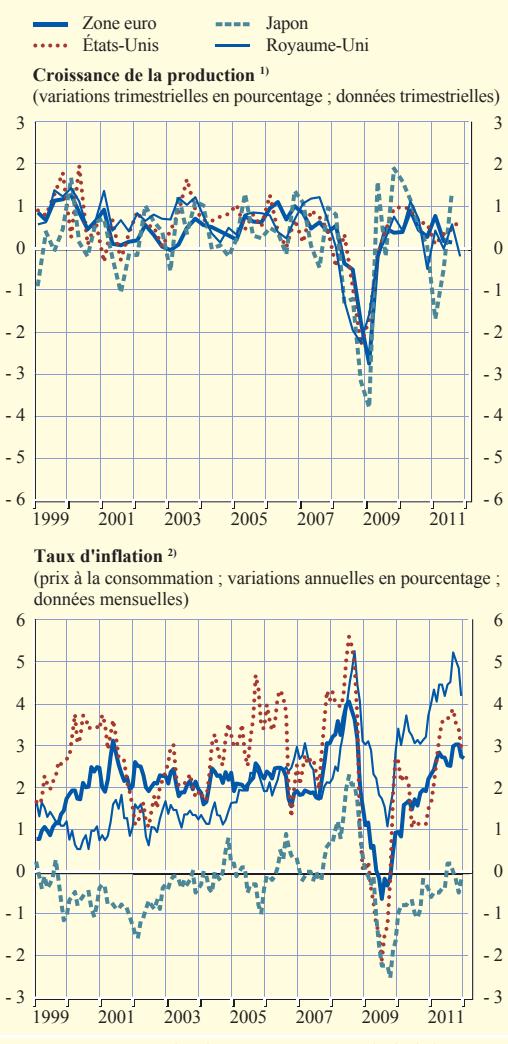
Le 25 janvier 2012, le Comité fédéral de l'*open market*

a déclaré que, en dépit d'un ralentissement de la croissance mondiale, les indicateurs récents font état d'une expansion modérée de l'économie américaine et d'une poursuite de l'amélioration de la situation globale sur le marché du travail. Le Comité a décidé de maintenir la fourchette de son taux objectif des fonds fédéraux entre 0,0 % et 0,25 % et a estimé que la situation économique justifierait probablement le maintien du taux de ces fonds à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'à fin 2014.

## JAPON

Au Japon, après le rebond observé au troisième trimestre, l'activité économique a légèrement fléchi au dernier trimestre 2011, principalement sous l'effet d'un ralentissement de la demande mondiale, de l'appréciation du yen et de perturbations de l'offre résultant des inondations en Thaïlande. La production

**Graphique 3 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées**



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

1) Les données relatives à la zone euro sont celles d'Eurostat ; pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, les données nationales sont utilisées. Les chiffres concernant le PIB sont corrigés des variations saisonnières.

2) IPCH pour la zone euro et le Royaume-Uni ; IPC pour les États-Unis et le Japon

industrielle a reculé de 0,4 % en rythme trimestriel au dernier trimestre 2011, en dépit d'une hausse plus forte que prévu en décembre (4 % en rythme mensuel). Les exportations de biens en volume ont également progressé en décembre (de 1,1 % en rythme mensuel), mais cette augmentation n'a pas été suffisante pour inverser les reculs des mois précédents et les exportations ont chuté de près de 4 % au dernier trimestre 2011. En termes nominaux, toutefois, le déficit commercial mensuel s'est de nouveau creusé en décembre (en données corrigées des variations saisonnières), le solde commercial annuel pour 2011 ressortant à - 2 500 milliards de yens, soit le premier déficit annuel depuis 1980 (sur la base des données douanières). Les dernières publications de données font largement état d'un raffermissement de l'activité début 2012. L'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier pour janvier 2012 indique un retour à la croissance de la production manufacturière pour la première fois depuis trois mois, bien qu'à un rythme modéré.

S'agissant de l'évolution des prix, l'IPC global s'est accentué en rythme annuel en décembre, ressortant à - 0,2 % après - 0,5 % le mois précédent. Hors produits alimentaires frais, l'IPC annuel s'est établi à - 0,1 % en décembre, contre - 0,2 % en novembre, tandis que hors produits alimentaires et énergie il est demeuré à - 1,1 %. Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 24 janvier 2012, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangé, dans une fourchette comprise entre 0,0 % et 0,1 %, son taux objectif de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc.

## ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, l'activité économique est demeurée atone. Au quatrième trimestre 2011, le PIB en volume a diminué de 0,2 % en rythme trimestriel, principalement en raison de la faiblesse de la production industrielle et de l'activité dans la construction. Les indicateurs disponibles tirés des enquêtes menées auprès des entreprises et des ménages se sont légèrement améliorés début 2012. Toutefois, ils ont continué d'aller dans le sens d'une reprise très modérée de l'activité économique à court terme, même si les mesures de relance monétaire devraient, à terme, la soutenir. Aucun signe d'amélioration n'a été observé sur le marché du travail et les indicateurs relatifs à la croissance de la monnaie et du crédit sont restés faibles. La progression de la demande intérieure devrait rester limitée par le caractère restrictif des conditions d'octroi des prêts, l'ajustement en cours des bilans des ménages et l'ampleur du resserrement budgétaire, tandis que les perspectives peu favorables de la demande extérieure devraient entraver la croissance des exportations.

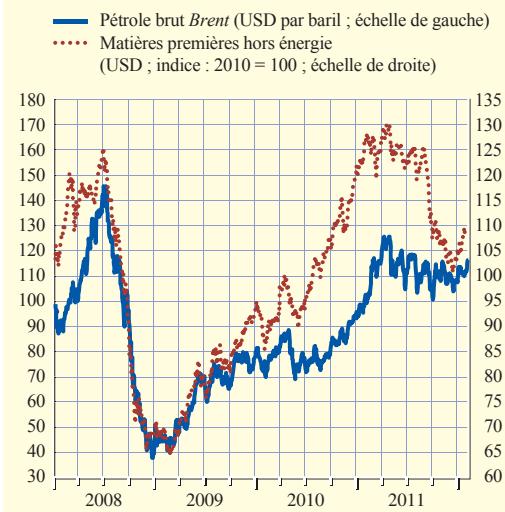
L'inflation a continué de se ralentir, tout en demeurant élevée. La hausse annuelle de l'IPC est revenue à 4,2 % en décembre, contre 4,8 % en novembre, tandis que hors énergie et produits alimentaires non transformés, elle a fléchi de 0,2 point de pourcentage, ressortant à 3,4 %. L'atténuation progressive de certains facteurs temporaires (à savoir les hausses antérieures des prix des matières premières, les augmentations importantes des prix de l'électricité à l'automne 2011 et le relèvement de la TVA intervenu en janvier 2011) ainsi que l'existence de capacités de production non utilisées devraient contribuer à modérer les tensions inflationnistes. Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 0,5 %, mais a décidé d'accroître de 50 milliards de livres sterling le montant de son programme de rachats d'actifs financés par l'émission de réserves de banque centrale, le portant au total à 325 milliards en février.

## CHINE

En Chine, la croissance du PIB en volume a fléchi à 8,9 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2011, après 9,1 % au troisième trimestre. Ce ralentissement résulte essentiellement de l'affaiblissement de la demande extérieure et de mesures nationales restrictives visant à freiner l'investissement dans le secteur immobilier. Les déséquilibres extérieurs ont continué de se réduire fin 2011, sous l'effet de la diminution de l'excédent commercial et de sorties nettes de capitaux, qui se sont intensifiées dans un contexte de

baisse des anticipations d'appréciation du renminbi et d'inquiétudes relatives aux perspectives de croissance et à la stabilité financière. Par conséquent, au quatrième trimestre 2011, les réserves de change ont diminué pour la première fois depuis 1998. La hausse annuelle de l'IPC est revenue à 4,1 % en décembre, niveau proche de l'objectif annuel de 4,0 % fixé par les autorités. Le ralentissement de l'IPC au quatrième trimestre 2011 résulte essentiellement des prix des produits alimentaires mais aussi, dernièrement, des prix des produits non alimentaires. Les prix à la production ont aussi fortement décéléré en rythme annuel, revenant à 1,7 % en décembre. L'orientation de la politique monétaire a commencé à s'assouplir. Après la décision de la Banque populaire de Chine d'abaisser le coefficient des réserves obligatoires de 50 points de base fin novembre, l'octroi de prêts aux résidents et la croissance de M2 se sont légèrement renforcés en décembre.

**Graphique 4 Principales évolutions des prix des matières premières**



Sources : Bloomberg et HWWI

## 1.2 MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Les cours du pétrole se sont inscrits en hausse en janvier et début février. Le 8 février, le cours du *Brent* se situait à 116,3 dollars le baril, soit un niveau supérieur de 8,1 % à celui de début janvier 2012 et de 24,8 % à celui de début 2011 (cf. graphique 4). Les intervenants de marché s'attendent toutefois à une baisse des cours du pétrole à moyen terme, les contrats à terme décembre 2013 se négociant à 107,7 dollars le baril.

Du côté de la demande, on observe des signes de faiblesse liés aux inquiétudes quant à l'environnement macroéconomique mondial. C'est particulièrement le cas dans les économies développées, la demande se montrant en revanche plus résistante dans les économies émergentes. Dans ce contexte, l'Agence internationale de l'énergie a plusieurs fois revu à la baisse ses projections relatives à la demande pour 2012. Dans le même temps, des inquiétudes du côté de l'offre ont soutenu le niveau élevé des prix. L'UE ayant imposé un embargo sur les exportations iraniennes de pétrole à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2012, le marché devrait connaître des tensions par la suite.

Au total, les cours des matières premières hors énergie ont légèrement augmenté en janvier. Plus précisément, les prix des produits alimentaires sont restés globalement stables et les prix des métaux ont été soutenus par la vigueur des importations des économies émergentes. Fin janvier, l'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie libellés en dollars se situait environ 14 % en dessous de son niveau de début 2011.

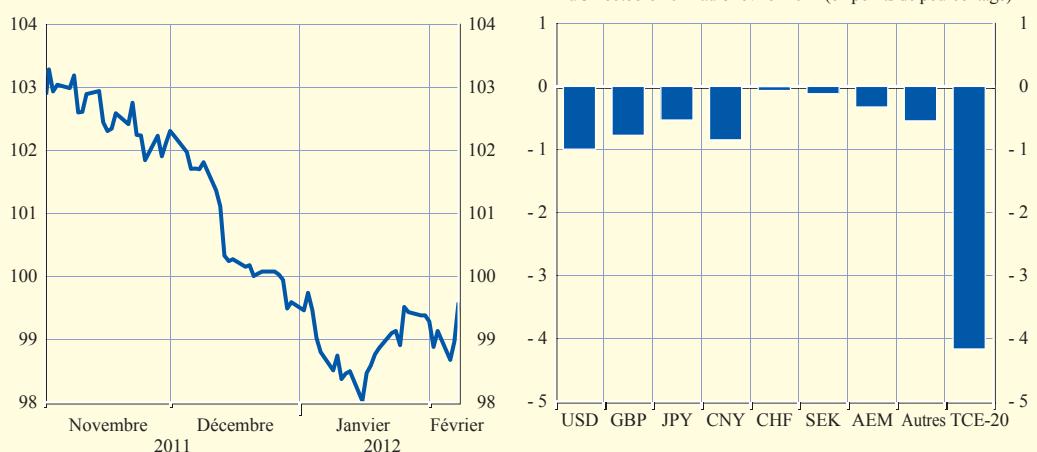
## 1.3 TAUX DE CHANGE

Entre fin octobre 2011 et début février 2012, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est globalement déprécié dans un contexte de forte baisse de la volatilité. Cette dépréciation a pris fin mi-janvier 2012

**Graphique 5 Taux de change effectif de l'euro (TCE-20) et contributions par devises<sup>1)</sup>**

(données quotidiennes)

Indice : T1 1999 = 100



Source : BCE

1) Une hausse de l'indice correspond à une appréciation de l'euro vis-à-vis des monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro (dont les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro).

2) Les contributions par devises aux variations du TCE-20 sont présentées pour chacune des monnaies des six principaux partenaires commerciaux de la zone euro. La catégorie « AEM » (Autres États membres) désigne la contribution agrégée des monnaies des États membres de l'UE hors zone euro (à l'exception de la livre sterling et de la couronne suédoise). La catégorie « Autres » désigne la contribution agrégée des monnaies des six autres partenaires commerciaux de la zone euro compris dans l'indice TCE-20. Les variations sont calculées à partir des pondérations globales correspondantes dans l'indice TCE-20.

avec l'inversion de la tendance baissière de l'euro. Le 8 février 2012, le taux de change effectif nominal de l'euro se situait 4,2 % au-dessous de son niveau de fin octobre 2011 et 3,0 % au-dessous de sa moyenne de 2011 (cf. graphique 5).

En termes bilatéraux, l'euro s'est affaibli vis-à-vis de la plupart des principales devises au cours des trois derniers mois. Entre le 31 octobre 2011 et le 8 février 2012, l'euro s'est déprécié de 5,2 % face au dollar, de 4,4 % vis-à-vis de la livre sterling, de 6,5 % contre le yen et de 6,1 % vis-à-vis du renminbi chinois.

**Tableau I Évolutions du taux de change de l'euro<sup>1)</sup>**

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

	Pondération dans le TCE-20	Valeur au 8 février 2012	Appréciation (+)/Dépréciation (-) de l'euro au 8 février 2012 depuis le : 31 octobre 2011			comparé à : moyenne 2011
			31 octobre 2011	3 janvier 2011		
Dollar des États-Unis	19,4	1,327	- 5,2	- 0,6		- 0,4
Livre sterling	17,8	0,835	- 4,4	- 3,1		- 2,5
Yuan renminbi chinois	13,6	8,361	- 6,1	- 4,9		- 5,0
Yen japonais	8,3	102,1	- 6,5	- 6,1		- 6,5
Franc suisse	6,4	1,211	- 0,6	- 2,8		- 3,7
Zloty polonais	4,9	4,177	- 3,9	5,5		6,2
Couronne suédoise	4,9	8,829	- 2,0	- 1,2		- 1,3
Couronne tchèque	4,1	24,81	0,0	- 1,1		- 0,6
Won sud-coréen	3,9	1,481	- 4,6	- 1,3		- 1,1
Forint hongrois	3,1	289,7	- 4,6	4,0		4,5
TCEN <sup>2)</sup>		99,6	- 4,2	- 2,0		- 3,0

Source : BCE

1) Taux de change bilatéraux par ordre décroissant des pondérations des devises correspondant à la structure du commerce extérieur dans l'indice TCE-20

2) Taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis des monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro (TCE-20)

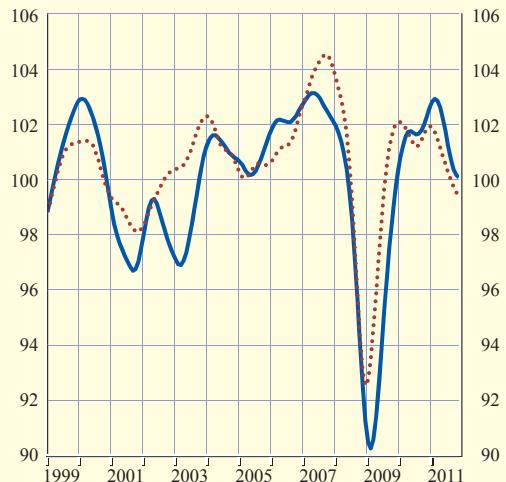
L'euro s'est également déprécié par rapport à d'autres devises asiatiques, en particulier le won sud-coréen, le dollar de Hong-Kong et le dollar de Singapour, de, respectivement, 4,6 %, 5,3 % et 5,6 %, ainsi que contre les monnaies de certains pays exportateurs de matières premières. La monnaie unique s'est également dépréciée vis-à-vis de certaines autres devises européennes, notamment le forint hongrois et le zloty polonais, de 4,6 % et 3,9 %, respectivement, ainsi que vis-à-vis du franc suisse, de 0,6 % (cf. tableau 1). La volatilité de marché, tirée des prix des options de change, a fortement baissé au cours de la période sous revue pour la plupart des couples de devises et s'establit actuellement à des niveaux proches de ses moyennes de long terme.

Entre le 31 octobre 2011 et le 8 février 2012, les devises qui participent au MCE II sont restées globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot respectif ou à des niveaux proches. Le lats letton s'est échangé le plus souvent dans la partie supérieure de sa marge de fluctuation unilatérale de  $\pm 1\%$ .

**Graphique 6 Indicateurs composites avancés de l'OCDE**

(données mensuelles corrigées des amplitudes)

— Pays de l'OCDE  
.... Marchés émergents



Source : OCDE

Note : L'indicateur des marchés émergents correspond à la moyenne pondérée des indicateurs composites avancés pour le Brésil, la Russie et la Chine.

#### 1.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

La croissance mondiale devrait rester modérée en raison de l'incertitude accrue, des tensions sur les marchés financiers mondiaux ainsi que du processus d'ajustement économique en cours dans les grandes économies avancées. En novembre 2011, l'indicateur composite avancé de l'OCDE a continué d'indiquer un ralentissement de l'activité dans les pays de l'OCDE et dans les autres grandes économies. Toutefois, au niveau des différents pays, les derniers résultats indiquent une variation positive de la dynamique aux États-Unis et au Japon.

Dans un environnement marqué par une incertitude élevée, les risques pesant sur l'activité demeurent orientés à la baisse. Ces risques sont liés notamment à un renchérissement plus important que prévu des matières premières, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

## 2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

### 2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

*La croissance annuelle de M3 s'est encore ralentie en décembre 2011. Le fléchissement de la croissance de l'agrégat large était perceptible dans toutes les grandes composantes de M3 et dans tous les secteurs. La faiblesse des évolutions monétaires en décembre est apparue dans un nouveau ralentissement de la progression annuelle des prêts des IFM au secteur privé notamment les prêts aux sociétés non financières et aux autres intermédiaires financiers (AIF). Les statistiques monétaires de décembre ont été affectées par divers facteurs exceptionnels, notamment les opérations de fin d'année des banques et la persistance d'une incertitude élevée relative à la situation économique et aux marchés financiers, dont les effets vont probablement être temporaires quoique difficiles à évaluer. Les données les plus récentes doivent donc être interprétées avec prudence. Cela étant, les données font généralement état d'une dynamique modérée de la monnaie et du crédit dans la zone euro au dernier trimestre 2011.*

#### AGRÉGAT LARGE M3

Le taux de croissance annuel de M3 a encore fléchi en décembre 2011, revenant à 1,6 % après 2,0 % en novembre (cf. graphique 7). Cette évolution a reflété une nouvelle hausse significative des sorties mensuelles au détriment de l'agrégat large, le taux de croissance mensuel de M3 ressortant à – 0,5 % en décembre. Le résultat de décembre est une nouvelle fois largement imputable à une contraction des pensions, qui a reflété une nouvelle baisse prononcée des emprunts interbancaires garantis effectués via les contreparties centrales établies dans la zone euro. Après correction de l'incidence des pensions réalisées par l'intermédiaire de contreparties centrales, les avoirs inclus dans M3 n'ont que légèrement diminué par rapport au mois précédent et le rythme annuel de variation de la série M3 ajustée est demeuré inchangé à 1,6 % en décembre.

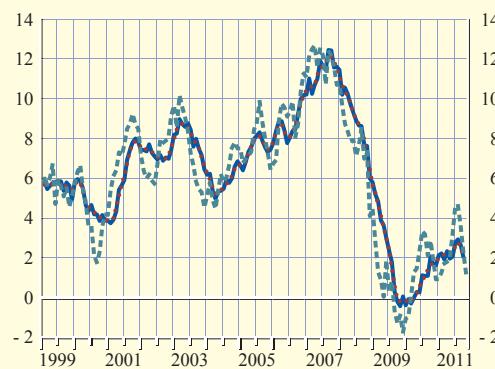
Du côté des composantes, les composantes de l'agrégat monétaire large ont toutes enregistré d'importantes sorties mensuelles en décembre, particulièrement marquées pour les pensions, dont la plupart ont été effectuées par le biais de contreparties centrales. Une diminution des avoirs en dépôts inclus dans M3 a été observée pour tous les secteurs. Comme les mois précédents, cette baisse a de nouveau été particulièrement prononcée pour les AIF, mais, à la différence des mois précédents, une forte réduction a également été observée pour les ménages, notamment sous forme de retraits des dépôts à vue. Ces derniers se sont concentrés pour une large part dans certains des pays les plus durement affectés par la crise de la dette souveraine.

Du côté des contreparties, la croissance annuelle des prêts des IFM au secteur privé (corrigée des cessions de prêts et de l'activité de titrisation) s'est encore ralentie en décembre, revenant à 1,2 %, contre 1,9 % en novembre, après avoir fluctué autour de 3 % entre janvier et octobre 2011. Le recul de décembre reflète de fortes sorties mensuelles pour l'ensemble des secteurs, mais particulièrement pour les prêts aux sociétés non financières et aux AIF (réflétant pour partie la baisse des transactions via les contreparties centrales). Ces évolutions ont résulté dans une large

Graphique 7 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

mesure des contributions négatives de quelques pays, notamment ceux dont les systèmes bancaires étaient soumis à des tensions. À cet égard, divers facteurs exceptionnels ont vraisemblablement joué un rôle pour expliquer les statistiques de prêts de décembre, notamment les opérations de fin d'année visant à ajuster les bilans bancaires.

Les principaux actifs détenus par les IFM de la zone euro (hors Eurosystème) ont faiblement progressé en décembre, après avoir diminué au cours des deux mois précédents. Cette hausse ressort en particulier des importants achats de titres de créance émis par les IFM et les administrations publiques, qui ont compensé la baisse significative des prêts au secteur privé et aux autres IFM. Le renversement des tendances observées au cours des mois précédents s'agissant des avoirs en titres des IFM et des administrations publiques est probablement en partie le résultat de la liquidité fournie par le biais de l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans. Cependant, la période qui s'est écoulée entre l'adjudication de cette opération de refinancement et la diffusion des statistiques monétaires a été trop brève pour déterminer l'existence d'incidences significatives sur les flux de prêts.

### PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

Le fléchissement du taux de croissance annuel de M3 en décembre a reflété principalement un nouveau recul important de la croissance annuelle des instruments négociables. Tandis que la croissance annuelle de l'agrégat étroit M1 s'est également ralentie sensiblement par rapport à novembre, celle des autres dépôts à court terme est demeurée inchangée.

Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en baisse à 1,6 % en décembre, après 2,1 % le mois précédent. Il a ainsi continué à fluctuer dans une fourchette relativement étroite comprise entre 1,6 % et 2,1 %, comme c'est le cas depuis août 2011. Tant les dépôts à vue que les billets et pièces en circulation ont enregistré des flux mensuels négatifs, provoquant une baisse de leur taux de croissance annuels respectifs. En ce qui concerne les dépôts à vue, des retraits ont été enregistrés notamment pour les ménages. Cette tendance dénote dans une certaine mesure la persistance d'arbitrages de portefeuille réalisés par les ménages au profit d'autres instruments inclus ou non dans M3. En revanche, les AIF et les sociétés non financières ont renforcé leurs avoirs sous forme de dépôts à vue. S'agissant des AIF, cette évolution continue probablement de refléter l'accumulation, par les investisseurs institutionnels, notamment les OPCVM, de liquidité résultant de la cession de titres et la nécessité de détenir des instruments liquides dans l'éventualité de remboursements, comme il est ressorti également des retraits importants observés avant le mois d'août, effectués notamment par les OPCVM.

Le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue est demeuré inchangé à 2,1 % en décembre. Cette stabilité masque toutefois des évolutions divergentes des rythmes de progression annuels des deux sous-composantes. Le taux de croissance annuel des dépôts à court terme (d'une durée inférieure ou égale à deux ans) s'est renforcé, en dépit d'un flux mensuel affichant globalement une stagnation. Le taux de croissance annuel des dépôts d'épargne à court terme (remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) a diminué, les retraits opérés par les AIF, les sociétés non financières et les ménages s'étant traduits par un flux mensuel globalement négatif.

Le taux de croissance annuel des instruments négociables a encore fléchi, ressortant à -0,2 % en décembre, niveau nettement inférieur au taux de 1,1 % enregistré en novembre. Cette baisse a résulté en totalité d'un flux mensuel négatif extrêmement important sur les pensions, reflétant principalement le recul des opérations interbancaires effectuées par l'intermédiaire de contreparties centrales. Le fléchissement du taux de croissance annuel de M3 en décembre a été presque entièrement attribuable aux pensions associées aux contreparties centrales. En revanche, les titres d'OPCVM monétaires, et notamment les titres de créance à court terme des IFM, ont été achetés par le secteur détenteur de monnaie pour des montants conséquents.

Cette évolution pourrait être l'indication de nouveaux reports au détriment des titres d'OPCVM vers les titres d'OPCVM monétaires, ces transactions pouvant être réalisées sans commissions.

Le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3, qui recouvrent les dépôts à court terme et les pensions, et représentent l'agrégat monétaire le plus large pour lequel une ventilation sectorielle est rapidement disponible, s'est inscrit en baisse à 1,4 % en décembre, taux nettement inférieur à celui de 2,1 % enregistré le mois précédent. Comme en novembre, cette évolution a reflété principalement un nouveau flux négatif important concernant le secteur des AIF. Toutefois, contrairement au mois précédent, des flux mensuels négatifs sur les dépôts inclus dans M3 ont également été observés pour l'ensemble des autres secteurs en décembre.

### PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

En ce qui concerne les contreparties de M3, le taux de croissance annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a augmenté en décembre, ressortant à 1,0 %, après 0,8 % en novembre (cf. tableau 2). Cette évolution masque un renforcement notable de la progression des créances sur les administrations publiques et un nouveau fléchissement de la croissance des concours au secteur privé.

Le renforcement de la croissance des créances sur les administrations publiques résulte des achats de titres de dette émis par ces administrations (y compris ceux réalisés par l'Eurosystème), qui ont été partiellement contrebalancés par une diminution du taux de croissance annuel des prêts qui leur sont consentis.

Le taux de croissance annuel des financements accordés au secteur privé a diminué pour s'établir à 0,4 % en décembre, après 1,0 % le mois précédent. Cette évolution résulte de la cession d'actions et de titres de créance par les IFM, ainsi que d'une diminution des prêts des IFM. Le flux mensuel négatif auquel ont donné lieu les prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions et de la titrisation) n'est pas dû à une importante activité de cession de prêts et de titrisation en décembre, mais plutôt à la sortie (en données brutes) enregistrée au titre des prêts consentis au secteur privé, elle-même découlant de la réduction des prêts des IFM aux sociétés non financières et aux AIF. Les prêts effectués par l'intermédiaire de contreparties centrales se sont fortement contractés en décembre, en raison d'un recul plus généralisé des opérations de pension négociées via ces entités dans certains pays de la zone euro.

**Tableau 2 Tableau synthétique des variables monétaires**

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

	Encours en pourcentage de M3 <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4	2011 Nov.	2011 Déc.
<b>M1</b>	<b>49,2</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>
Billets et pièces en circulation	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,5	6,1
Dépôts à vue	40,5	2,9	1,2	0,8	1,0	1,2	0,6
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	39,0	1,3	3,4	3,4	2,3	2,1	2,1
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	18,8	- 2,7	2,3	3,2	2,1	1,6	2,1
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	20,2	5,4	4,5	3,7	2,6	2,6	2,0
<b>M2</b>	<b>88,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
M3 – M2 (= instruments négociables)	11,8	- 1,7	- 0,3	3,0	3,8	1,1	- 0,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
<b>Créances sur les résidents de la zone euro</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	
Créances sur les administrations publiques	10,9	6,5	5,1	1,4	0,3	3,6	
Prêts aux administrations publiques	17,7	10,7	7,0	- 2,2	- 5,7	- 4,7	
Créances sur le secteur privé	2,1	2,3	1,7	1,3	1,0	0,4	
Prêts au secteur privé	2,4	2,6	2,5	2,1	1,7	1,0	
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>	2,9	2,8	2,7	2,3	1,9	1,2	
<b>Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>	

Source : BCE

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

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

**Tableau 3 Prêts des IFM au secteur privé**

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

	Encours en pourcentage du total <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4	2011 Nov.	2011 Déc.
<b>Sociétés non financières</b>	<b>42,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
Corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>	—	1,5	1,9	2,2	1,9	1,9	1,2
≤ à 1 an	24,4	- 1,2	1,6	4,1	3,9	3,9	2,5
> à 1 an et ≤ à 5 ans	18,2	- 2,4	- 2,9	- 3,6	- 3,4	- 3,2	- 3,6
> à 5 ans	57,4	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,1
<b>Ménages <sup>3)</sup></b>	<b>46,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>
Corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>	—	3,1	3,0	2,7	2,3	2,3	1,9
Crédits à la consommation <sup>4)</sup>	11,7	- 0,9	- 1,0	- 2,0	- 2,0	- 2,2	- 2,2
Prêts au logement <sup>4)</sup>	72,2	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0	2,1
Autres prêts	16,2	2,4	2,0	2,4	1,9	1,6	1,4
<b>Sociétés d'assurance et fonds de pension</b>	<b>0,8</b>	<b>7,5</b>	<b>2,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
<b>Autres intermédiaires financiers non monétaires</b>	<b>10,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,5</b>	<b>- 2,0</b>

Source : BCE

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

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

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

3) Conformément à la définition du SEC 95

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

Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a fléchi pour s'établir à 1,2 % en décembre, après 1,9 % le mois précédent. Cette évolution reflète un important flux mensuel négatif, qui fait suite à trois mois d'activité d'emprunt relativement soutenue des sociétés non financières entre août et octobre et à une faible sortie en novembre. La diminution des prêts a été observée sur l'ensemble des échéances, la sortie mensuelle étant attribuable pour l'essentiel aux prêts à court terme ( assortis d'une échéance initiale inférieure ou égale à un an), tandis que les prêts à long terme ( assortis d'une échéance initiale supérieure à cinq ans) ont donné lieu à une sortie plus modérée. Fin 2011, les critères d'octroi des prêts bancaires se sont encore durcis et l'offre de crédit s'est détériorée dans certains pays de la zone euro (cf. l'encadré 1). Dans le même temps, la diminution des prêts en décembre doit être interprétée avec prudence, dans la mesure où elle reflète les opérations de bilan complexes réalisées en fin d'année. L'hétérogénéité de l'évolution des prêts d'un pays à l'autre est restée importante, en liaison avec le caractère inégal des évolutions de l'activité économique, les différences observées dans les besoins de financement externe du secteur industriel, dans les tensions sur le financement des banques et dans le niveau d'endettement des sociétés non financières des différents pays de la zone euro. L'encadré 3 présente les déséquilibres des comptes sectoriels dans la zone euro, en s'appuyant sur les données nationales qui sous-tendent les comptes sectoriels de la zone. Une analyse de l'épargne, des investissements et des financements par secteurs est présentée dans l'encadré 4 (cf. section 2.6).

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux ménages (en données corrigées des cessions et de la titrisation) a encore fléchi pour s'inscrire à 1,9 % en décembre, après 2,3 % en novembre, poursuivant le recul progressif observé depuis mai 2011. Les concours aux ménages ont été dominés par les prêts au logement, dont le taux de croissance annuel a diminué, revenant de 3,0 % à 2,1 %. Les dispositifs publics de soutien aux marchés immobiliers dans certains pays de la zone euro devraient avoir une moindre incidence, à terme, sur cette activité d'emprunt. Dans le même temps, les taux de variation annuels des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages se sont établis à, respectivement, - 2,2 % et 1,4 % en décembre, les ménages continuant de freiner leurs emprunts de ce type.

S'agissant des autres contreparties de M3, le taux de croissance annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a fléchi pour s'établir à 1,3 % en décembre, après 2,3 % en

novembre, toutes les composantes étant concernées par ce ralentissement. Si toutes les composantes ont donné lieu à des flux négatifs en novembre, les titres de créance à long terme ont enregistré une forte contraction en données consolidées en décembre. Cette évolution résulte d'une activité d'émission nettement négative sur une base non consolidée et d'une augmentation des portefeuilles de ces instruments détenus par les IFM. En outre, les AIF ont enregistré une forte baisse de leurs dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans en décembre, en partie en raison du dénouement d'une opération de titrisation et de la réduction des dépôts détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension. Une nouvelle augmentation du flux du poste capital et réserves a été observée en décembre, entraînant une hausse du taux de croissance annuel, à 6,9 %, après 6,2 % le mois précédent.

L'entrée annuelle enregistrée par la position extérieure nette du secteur des IFM s'est établie en recul, à 153 milliards d'euros en décembre, après 190 milliards en novembre (cf. graphique 8). Toutefois, la faible entrée de 4 milliards d'euros enregistrée en décembre représente une inversion par rapport aux sorties plus importantes observées entre août et novembre. En termes bruts, les IFM ont de nouveau accumulé des créances et des engagements sur les non-résidents.

Dans l'ensemble, les données monétaires de décembre indiquent une expansion modérée de la monnaie et du crédit vis-à-vis des résidents de la zone euro, sous l'effet en partie d'une contraction des emprunts interbancaires réalisés par l'intermédiaire des contreparties centrales. Ce ralentissement est atténué par le fait que les IFM de la zone euro ont prêté des montants considérables aux administrations publiques de la zone. La progression des concours au secteur privé s'est ralentie sous l'effet à la fois de la réduction des portefeuilles de titres et d'un ralentissement de l'activité de prêt. En décembre, le fléchissement de la croissance annuelle des prêts des IFM au secteur privé a été particulièrement marqué dans le cas des prêts aux sociétés non financières et aux AIF. Les critères d'octroi des crédits se sont encore durcis et l'offre de crédit s'est détériorée dans certains pays de la zone euro en 2011. Cependant, les opérations de bilan complexes réalisées en fin d'année peuvent aboutir à une surestimation de la réduction des prêts en décembre. Dans l'ensemble, le suivi étroit des évolutions du crédit au cours des prochains mois est essentiel pour pouvoir déceler des signes de resserrement du crédit.

#### Encadré 1

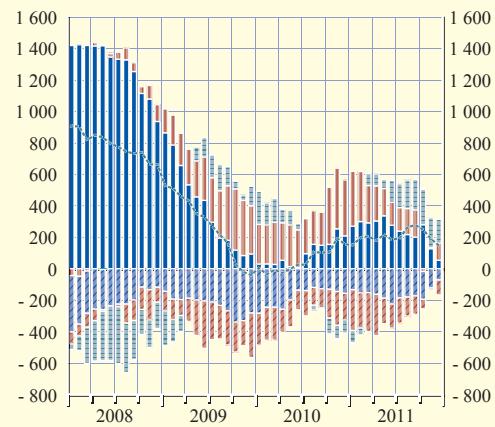
##### RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE POUR LE QUATRIÈME TRIMESTRE 2011

Cet encadré présente les principaux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le quatrième trimestre 2011, réalisée par l'Eurosystème entre le 19 décembre 2011 et

Graphique 8 Contreparties de M3

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

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



Source : BCE

Notes : M3 est indiqué à titre de référence uniquement ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ).

Les engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) étant des engagements du secteur des IFM, ils sont représentés avec un signe négatif.

le 9 janvier 2012<sup>1</sup>. Dans l'ensemble, les banques de la zone euro ont fait état d'une forte accentuation du durcissement net de leurs critères d'octroi par rapport au troisième trimestre 2011, plus marquée qu'anticipé trois mois auparavant par les participants à l'enquête. Cette évolution a été particulièrement prononcée pour les prêts consentis aux sociétés non financières et les prêts aux logements accordés aux ménages, reflétant dans une large mesure la perception, par les participants, de risques accrus pesant sur les perspectives économiques, ainsi que le regain de tensions sur le financement des banques et le niveau des fonds propres. S'agissant de la demande de crédits, les participants à l'enquête ont fait état d'une baisse de la demande nette émanant des entreprises et de la demande nette de prêts au logement de la part des ménages. Ils anticipent une nouvelle détérioration des critères d'octroi et de la demande nette des prêts aux entreprises et des prêts aux ménages au premier trimestre 2012.

### Crédits ou lignes de crédits accordés aux entreprises

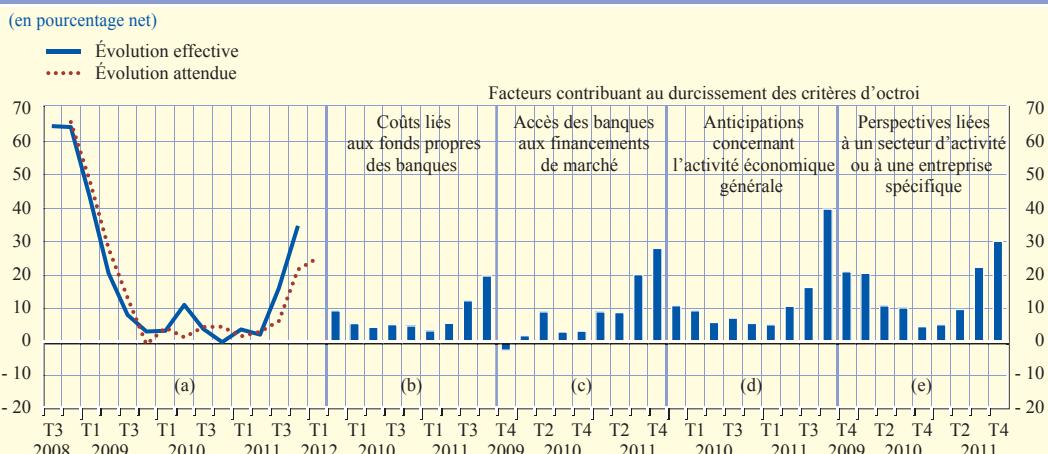
**Critères d'octroi :** Au quatrième trimestre 2011, le pourcentage net<sup>2</sup> de banques déclarant un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits ou de lignes de crédits aux entreprises a fortement augmenté, ressortant à 35 %, contre 16 % le trimestre précédent (cf. graphique A). Le durcissement net observé a été plus prononcé qu'anticipé trois mois auparavant par les participants à l'enquête (22 %). Les critères d'octroi se sont durcis, en termes nets, pour les crédits tant à court terme (24 % contre 11 % le trimestre précédent) qu'à long terme (42 %, après 20 %). En outre, l'accentuation du durcissement net des critères d'octroi a été plus prononcée pour les prêts aux grandes entreprises (44 %, après 19 %) que pour ceux consentis aux PME (28 %, après 14 %).

Parmi les facteurs à l'origine du durcissement net global des critères d'octroi des crédits, ceux liés à la perception des risques entourant les perspectives économiques générales, et les perspectives relatives à un secteur d'activité ou une entreprise spécifique, ont contribué, dans une large mesure, à

1 La date d'arrêté de l'enquête était le 9 janvier 2012. Une évaluation approfondie des résultats a été publiée sur le site de la BCE le 1<sup>er</sup> février 2012.

2 Le pourcentage net déclaré correspond à l'écart entre la part des banques indiquant un durcissement des critères d'octroi des crédits et celle des banques faisant état d'un assouplissement. Un pourcentage net positif indique que les banques ont eu tendance à durcir leurs critères d'attribution (« durcissement net »), tandis qu'un pourcentage net négatif signifie que les banques ont eu tendance à les assouplir (« assouplissement net »).

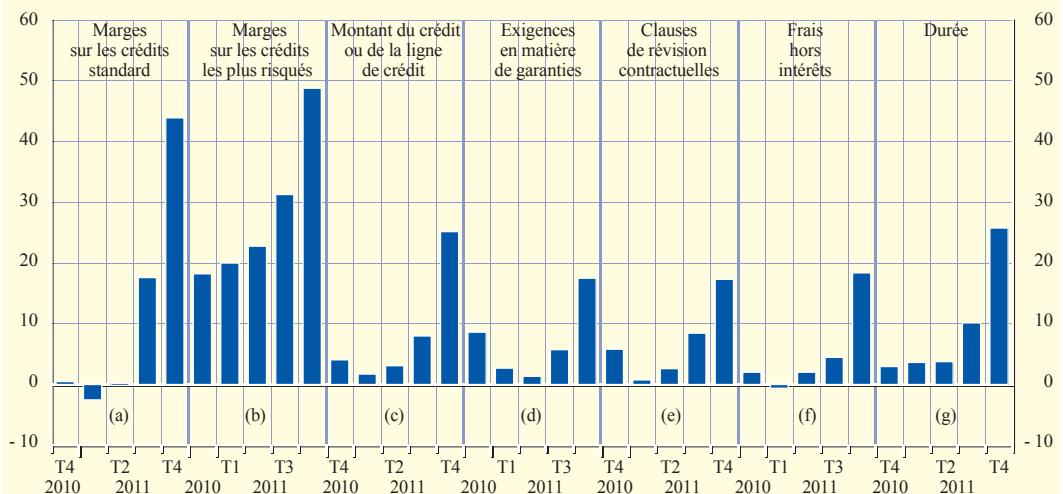
**Graphique A Modification des critères d'octroi des crédits ou des lignes de crédit aux entreprises**



Notes : Dans la colonne (a), les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont nettement durcis » et « se sont légèrement durcis », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont légèrement assouplis » et « se sont nettement assouplis », d'autre part. Les pourcentages nets pour les questions liées aux facteurs retenus se définissent comme l'écart entre le pourcentage des banques indiquant que le facteur en question a contribué au durcissement et de celles déclarant qu'il a contribué à l'assouplissement. Les valeurs « effectives » ont trait à la période durant laquelle l'enquête a été réalisée. Les valeurs « attendues » correspondent aux évolutions attendues sur les trois prochains mois.

**Graphique B Évolution des conditions d'attribution de crédits ou de lignes de crédit aux entreprises**

(pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement des conditions d'octroi)



Note : Les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont nettement durcies » et « se sont légèrement durcies », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont légèrement assouplies » et « se sont nettement assouplies », d'autre part.

l'accentuation du durcissement net des critères d'octroi (40 % et 30 %, respectivement, après 16 % et 22 % au troisième trimestre). De plus, dans un contexte caractérisé par un regain de tensions sur les marchés financiers et par des difficultés d'accès au financement, les banques ont indiqué que les coûts de financement et leurs contraintes de bilan avaient contribué de façon plus importante qu'au troisième trimestre au durcissement net des critères d'octroi. Cela vaut pour les trois composantes de ce facteur, à savoir les coûts liés aux fonds propres (20 %, après 12 %), la capacité des banques à accéder au financement de marché (28 % contre 20 %) et leurs positions de liquidité (27 % au lieu de 14 %). En revanche, d'autres facteurs, tels que les pressions exercées par la concurrence des autres banques et des non-banques, sont restés globalement inchangés pour le deuxième trimestre consécutif.

Le durcissement des conditions attachées aux prêts dont les banques de la zone euro ont fait état correspond aux évolutions des critères d'octroi au quatrième trimestre 2011 (cf. graphique B). L'élargissement des marges a manifestement concerné à la fois les crédits standard (44 % contre 18 %) et les prêts plus risqués (49 %, après 31 %). Les autres conditions (telles que les frais hors intérêt, le montant et la durée, les exigences en matière de garanties) ont également été à nouveau durcies au quatrième trimestre 2011.

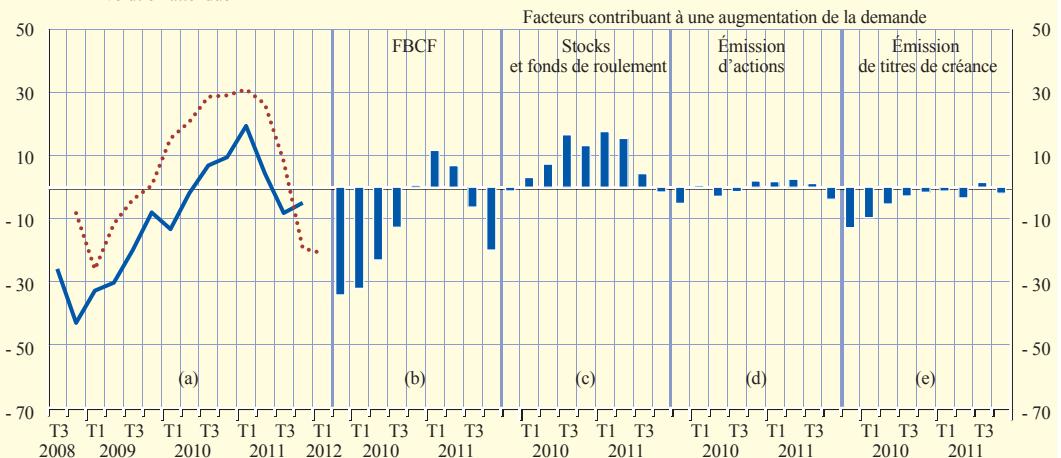
Pour le premier trimestre 2012, les banques de la zone euro anticipent globalement une nouvelle accentuation, bien que modérée, du durcissement net des critères d'octroi des prêts aux entreprises, à 25 %. Cette évolution devrait principalement affecter les grandes entreprises et les prêts à long terme.

**Demande de crédits :** Au quatrième trimestre 2011, la demande nette de prêts des entreprises a été négative pour le deuxième trimestre consécutif (cf. graphique C), diminuant toutefois à un rythme plus modéré (- 5 %, après - 8 %). En outre, la demande nette de prêts a été moins forte pour les PME que pour les grandes entreprises au quatrième trimestre (- 7 % et - 2 %, respectivement), tandis qu'au troisième trimestre, le recul de la demande nette a été comparable pour toutes les tailles d'entreprises (- 3 %). Alors que la demande nette de prêts à long terme s'est stabilisée autour de zéro, celle de prêts à court terme a diminué au même rythme qu'au trimestre précédent (- 4 %).

### Graphique C Évolution de la demande de crédits ou de lignes de crédit des entreprises

(en pourcentage net)

— Évolution effective  
.... Évolution attendue



Notes : Dans la colonne (a), les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a nettement augmenté » et « a légèrement augmenté », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a légèrement diminué » et « a nettement diminué », d'autre part. Les pourcentages nets relatifs aux questions liées aux facteurs retenus 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 de celles déclarant qu'il a contribué à une diminution. Les valeurs « effectives » ont trait à la période durant laquelle l'enquête a été réalisée. Les valeurs « attendues » correspondent aux évolutions attendues sur les trois prochains mois.

Selon les participants interrogés, la diminution de la demande nette résulte essentiellement des moindres besoins de financement au titre de la FBCF (– 20 % contre – 6 % le trimestre précédent) et des opérations de fusions et acquisitions (– 18 %, après – 4 %), concordant ainsi avec les perspectives de croissance économique globalement plus modestes. Par ailleurs, les besoins de financement en matière de stocks et de fonds de roulement sont devenus négatifs pour la première fois depuis fin 2009 (– 1 %, après 4 %). Les participants indiquent également que les sociétés non financières pourraient s'être en partie tournées vers d'autres sources de financement, comme l'autofinancement.

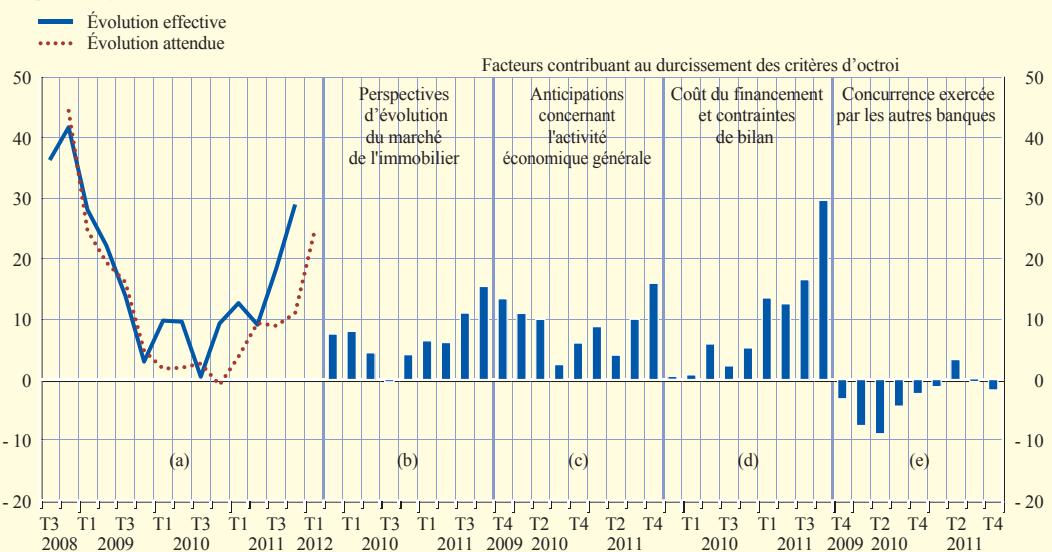
À plus long terme, les banques s'attendent à ce que la demande de prêts des entreprises diminue encore au premier trimestre 2012 (– 21 % en termes nets). Cette évolution devrait concerner davantage les grandes entreprises (– 21 %) que les PME (– 14 %). En termes de durée, le recul devrait être plus marqué pour les prêts à long terme (– 27 %) que pour les prêts à court terme (– 10 %).

### Prêts au logement accordés aux ménages

**Critères d'octroi :** Comme pour les prêts aux entreprises, le pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement de leurs critères d'octroi de prêts au logement accordés aux ménages a sensiblement augmenté, ressortant à 29 % au quatrième trimestre 2011, contre 18 % le trimestre précédent (cf. graphique D), soit une progression supérieure à ce qui était attendu alors (11 %). Selon les participants à l'enquête, l'accentuation du durcissement net des critères d'octroi au quatrième trimestre a de nouveau été essentiellement liée aux coûts de financement et aux contraintes de bilan des banques (30 %, en termes nets, des banques interrogées ayant déclaré que ce facteur avait contribué au durcissement, contre 17 % le trimestre précédent). De plus, la perception, par les banques, du risque entourant les perspectives de l'activité économique générale (16 % contre 10 %) et du marché de l'immobilier résidentiel (15 %, après 11 %) a contribué à l'accentuation du durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement.

#### Graphique D Modification des critères d'octroi des prêts au logement des ménages

(en pourcentage net)



Note : Cf. les notes du graphique A

Ce phénomène a également entraîné un élargissement marqué des marges des banques sur les crédits standard (29 %, après 10 % en termes nets) et sur les crédits plus risqués (33 %, après 14 %), ainsi qu'un durcissement net plus prononcé de la plupart des conditions non liées aux taux d'intérêt, par rapport au troisième trimestre.

Pour le premier trimestre 2012, les banques s'attendent à un durcissement net légèrement moindre des critères d'octroi des prêts au logement (24 %).

**Demande de crédits :** Parallèlement à la baisse de la demande nette de prêts des entreprises et sous l'effet du ralentissement de la croissance économique, les banques participant à l'enquête ont fait état d'un nouveau recul, bien que modéré, de la demande nette de prêts au logement (− 27 % contre − 24 % ; cf. graphique E). Cette évolution a principalement résulté de la détérioration en cours des perspectives relatives au marché de l'immobilier résidentiel (− 27 % contre − 23 %) et de la confiance des consommateurs (− 34 % contre − 24 %).

Pour le premier trimestre 2012, les banques prévoient une forte baisse de la demande de prêts au logement (− 44 % en termes nets).

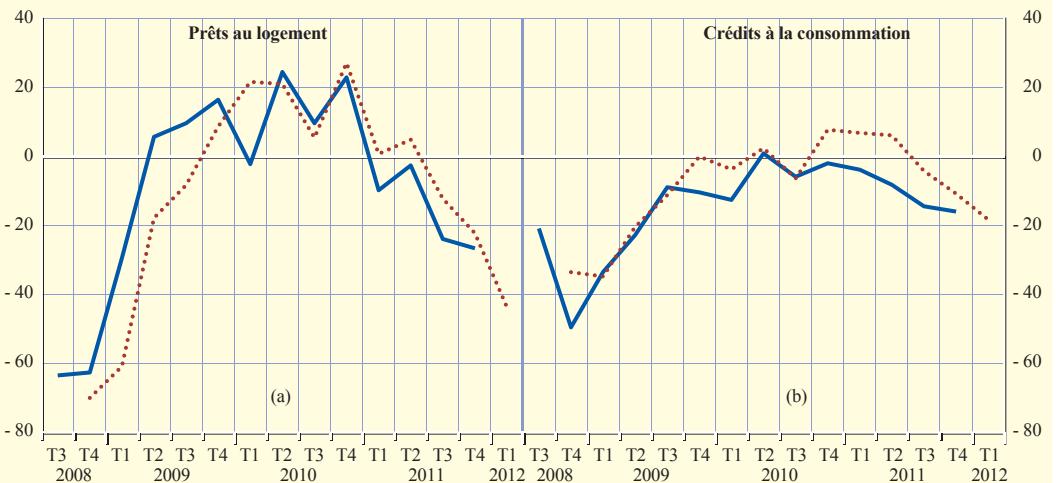
#### Crédits à la consommation et autres prêts aux ménages

**Critères d'octroi :** Pour le quatrième trimestre 2011, les banques de la zone euro ont fait état d'une accentuation modérée du durcissement net des critères d'octroi (13 % contre 10 % ; cf. graphique F). Cette augmentation a été moindre que pour les autres catégories de prêts. Les principaux facteurs à l'origine de ce durcissement net ont été le coût du financement et les contraintes de bilan, tandis que les perceptions du risque relatives aux perspectives économiques et à la solvabilité des consommateurs sont restées globalement inchangées. L'accentuation du durcissement net s'est traduite par une augmentation des conditions de taux d'intérêt. Le pourcentage net de banques ayant déclaré une augmentation de

### Graphique E Évolution de la demande de prêts au logement et de crédits à la consommation des ménages

(en pourcentage net)

— Évolution effective  
... Évolution attendue



Notes : Les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a nettement augmenté » et « a légèrement augmenté », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a légèrement diminué » et « a nettement diminué », d'autre part. Les valeurs « effectives » ont trait à la période durant laquelle l'enquête a été réalisée. Les valeurs « attendues » correspondent aux évolutions attendues sur les trois prochains mois.

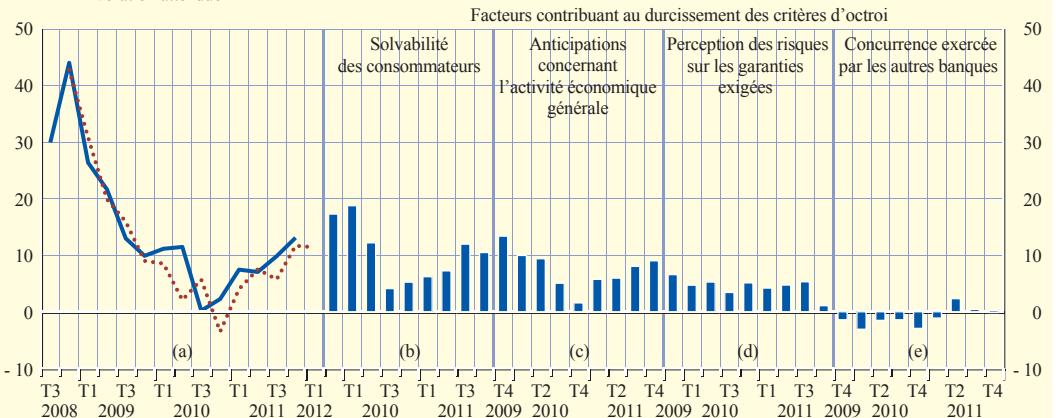
leurs marges a légèrement progressé au quatrième trimestre, tandis que la contribution des conditions non liées au taux d'intérêt n'a guère changé par rapport à la précédente campagne d'enquête.

Pour le premier trimestre 2012, 11 % des banques prévoient un nouveau durcissement, en termes nets, des critères d'octroi des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages.

### Graphique F Modification des critères d'octroi des crédits à la consommation et autres prêts aux ménages

(en pourcentage net)

— Évolution effective  
... Évolution attendue



Note : Cf. les notes du graphique A

**Demande de crédits :** Au quatrième trimestre 2011, la demande nette de crédits à la consommation a continué de se contracter légèrement (– 16 %, en termes nets, contre – 15 % au trimestre précédent ; cf. graphique E). Cette évolution a essentiellement reflété une détérioration de la confiance des consommateurs et une diminution des dépenses en biens durables.

Les banques estiment que le fléchissement de la demande nette de crédits à la consommation devrait se poursuivre au premier trimestre 2012 (– 18 %, en termes nets).

### Questions spécifiques relatives à l'accès au financement

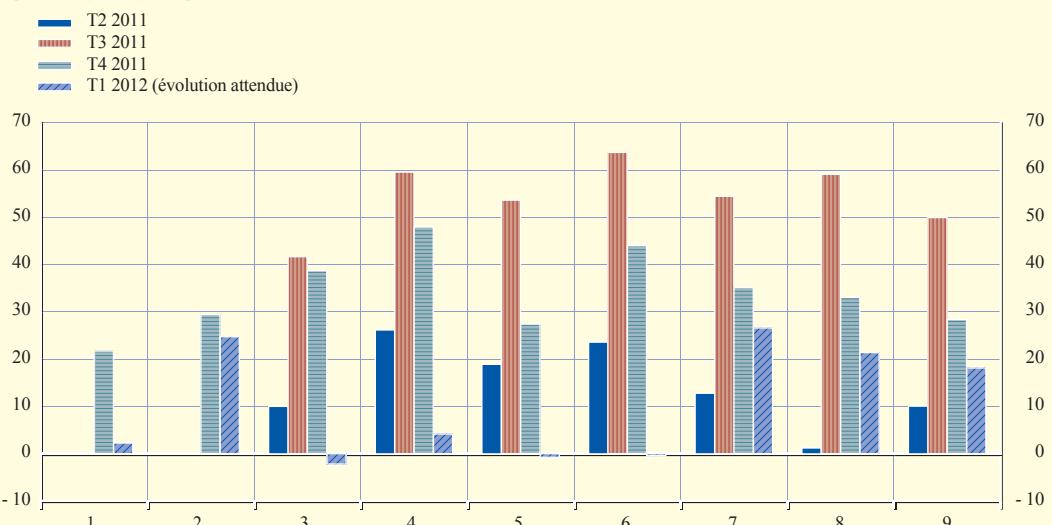
Comme lors des campagnes précédentes, l'enquête de janvier 2012 comportait une question spécifique, destinée à évaluer l'ampleur de l'incidence des tensions affectant les marchés financiers sur l'accès des banques au marché de refinancement interbancaire au quatrième trimestre 2011, et à déterminer dans quelle mesure cette incidence était susceptible de persister au premier trimestre 2012. Pour la première fois, cette question a également porté sur l'accès au financement de détail.

Au total, les banques de la zone euro ont fait état d'une légère amélioration de leur accès aux marchés monétaires, pour les échéances très courtes<sup>3</sup> comme pour les échéances supérieures à une semaine, et de leur activité d'émission de titres de créance sur l'ensemble des échéances (cf. graphique G). De plus, les conditions d'accès à la titrisation se sont considérablement améliorées au quatrième trimestre 2011, tant pour les opérations avec cession parfaite qu'en ce qui concerne la capacité des banques à transférer

3 Inférieures à une semaine

**Graphique G Évolution de l'accès au financement sur le marché interbancaire au cours des trois derniers mois**

(pourcentage net de banques faisant état d'une détérioration de l'accès au marché)



- 1 Dépôts à court terme
- 2 Dépôts à long terme
- et autres instruments de financement de détail
- 3 Marché monétaire à très court terme
- 4 Marché monétaire à court terme

- 5 Titres de créance à court terme
- 6 Titres de créance à moyen et long terme
- 7 Titrisation de crédits aux entreprises
- 8 Titrisation de prêts au logement
- 9 Capacité à externaliser le risque

Note : Les pourcentages nets se définissent comme l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « s'est nettement détérioré » et « s'est légèrement détérioré », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « s'est légèrement élargi » et « s'est nettement élargi », d'autre part.

les risques (titrisation synthétique). S'agissant de l'accès au financement de détail, les banques ont mentionné un environnement difficile au quatrième trimestre 2011, quoique moins difficile en moyenne que pour l'accès au refinancement interbancaire.

Pour le premier trimestre 2012, les banques de la zone euro anticipent une stabilisation des conditions d'accès aux marchés de refinancement interbancaire. En revanche, la titrisation de prêts devrait rester limitée. De plus, les banques ne s'attendent qu'à une détente modérée des conditions de financement de détail.

#### **Questions spécifiques relatives à l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques et sur leurs critères d'octroi de prêts**

Le questionnaire de l'enquête de janvier 2012 comportait également une nouvelle question spécifique destinée à évaluer l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques et sur leurs critères d'octroi de prêts. Les banques ont indiqué que les tensions affectant le marché de la dette souveraine avaient conduit à une détérioration sensible de leurs conditions de financement, par le biais des contraintes pesant sur leurs bilans et sur leur gestion de la liquidité, ainsi que par d'autres canaux plus indirects. Environ 30 % des participants, en termes nets, ont attribué la détérioration des conditions de financement à cette crise, au travers de l'exposition directe à la dette souveraine, de la baisse de la valeur des emprunts publics remis en garantie, ou d'autres effets.

Les banques ont également signalé que les vulnérabilités liées à cette crise avaient contribué de façon significative au durcissement des critères d'octroi de prêts, bien qu'une partie du système bancaire ait été en mesure de protéger de l'incidence de la crise ses politiques en matière de distribution du crédit. En effet, un nombre plus restreint de banques, en termes nets, ont fait état d'une incidence sur le durcissement de leurs critères d'octroi, atteignant en moyenne 27 % environ pour les crédits accordés aux sociétés non financières et 15 % environ pour ceux consentis aux ménages.

#### **Questions spécifiques relatives à l'incidence de Bâle III et d'autres modifications de la réglementation bancaire**

Le questionnaire de l'enquête de janvier 2012 comportait également deux questions spécifiques destinées à évaluer l'incidence des nouvelles exigences de fonds propres réglementaires figurant dans « Bâle III »<sup>4</sup> ou de toute autre réglementation nationale concernant les exigences de fonds propres sur les politiques de distribution du crédit des banques.

En termes nets<sup>5</sup>, 34 % des banques ont fait état d'une diminution de leurs actifs pondérés des risques au cours des six derniers mois et 43 % anticipaient une nouvelle baisse pour les six mois suivants en raison de la mise en conformité avec les exigences en fonds propres imposées par « Bâle III » (ou par toute autre réglementation nationale spécifique concernant les fonds propres des banques récemment adoptée ou dont l'adoption est attendue prochainement). Cette baisse était, et est, censée rester concentrée sur les prêts plus risqués, et non sur les prêts standard. S'agissant de l'effet sur leurs fonds propres, 42 % des banques ont enregistré une augmentation de ces derniers au cours des six mois écoulés, tandis que 34 % anticipent une hausse pour le premier semestre 2012. Lors des six derniers mois, l'augmentation des fonds propres des banques a été réalisée pour l'essentiel par l'émission d'actions nouvelles plutôt que par le biais des bénéfices non distribués. Une comparaison avec les

<sup>4</sup> Cf. *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Banque des règlements internationaux, 16 décembre 2010 (disponible à l'adresse suivante : [http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_fr.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_fr.pdf))

<sup>5</sup> Les résultats présentés sont les pourcentages du nombre de banques n'ayant pas répondu « sans objet ».

réponses de l'enquête de juillet 2011 montre une franche accélération du processus d'ajustement aux nouvelles exigences réglementaires par le biais de la réduction des actifs pondérés des risques au second semestre 2011.

Environ un tiers des banques participantes ont indiqué que leurs critères d'octroi des crédits aux grandes entreprises s'étaient durcis en raison des ajustements mis en œuvre en vue du respect des nouvelles réglementations nationales et/ou exigences en fonds propres de « Bâle III ». Les critères d'octroi des crédits aux PME et des prêts au logement et à la consommation ont été moins affectés, quoique davantage qu'anticisé dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet 2011. Pour le premier semestre 2012, les banques s'attendent à une accentuation du durcissement net des critères d'octroi de prêts lié aux pressions réglementaires, phénomène qui devrait affecter principalement le financement des grandes entreprises et des achats de logement.

## 2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

*La croissance annuelle des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro a diminué, pour ressortir à 2,5 % en novembre 2011. Le ralentissement de l'activité d'émission des administrations publiques et des sociétés financières autres que les IFM n'a pas été compensé par l'accentuation de la croissance annuelle des émissions de titres de créance par les sociétés non financières et, dans une moindre mesure, par les IFM. Parallèlement, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées a légèrement diminué, s'établissant à 1,5 %. Cette baisse est principalement imputable au ralentissement de l'activité d'émission du secteur financier, tandis que les émissions des sociétés non financières sont restées globalement stables.*

### TITRES DE CRÉANCE

Le taux de croissance annuel des titres de créance émis par les résidents de la zone euro a diminué en novembre 2011 pour ressortir à 2,5 %, après 3,4 % le mois précédent (cf. tableau 4). Cette évolution globale est principalement due à une contraction plus forte, en rythme annuel, des émissions de titres de créance à court terme, la croissance des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe étant, pour sa part, plus faible qu'au mois précédent. S'agissant des tendances à court terme, le taux de croissance annualisé sur six mois et désaisonnalisé des émissions de titres de créance a reculé en novembre 2011, pour s'inscrire à 3,1 %, après 3,5 % le mois précédent (cf. graphique 9). Ce repli

Tableau 4 Titres émis par les résidents de la zone euro

Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros)	Taux de croissance annuels <sup>1)</sup>					
		2010 Novembre	2010 T4	2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 Oct.
<b>Titres de créance :</b>	<b>16 456</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>
IFM	5 453	- 0,1	0,6	1,1	1,9	2,9	3,1
Institutions financières non monétaires	3 283	1,5	1,9	0,8	- 0,3	0,0	- 1,9
Sociétés non financières	870	8,3	6,2	4,1	4,9	4,7	5,0
Administrations publiques	6 850	7,5	7,3	6,9	6,6	5,3	3,9
<i>dont :</i>							
Administrations centrales	6 229	7,1	6,7	6,1	5,9	4,7	3,0
Autres administrations publiques	621	12,4	13,0	15,8	14,6	12,8	13,6
<b>Actions cotées :</b>	<b>3 893</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
IFM	331	6,6	6,4	7,5	12,4	10,2	9,1
Institutions financières non monétaires	271	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	4,6
Sociétés non financières	3 291	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

Source : BCE

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

a concerné l'ensemble des secteurs, à l'exception des IFM.

En novembre 2011 la contraction, en rythme annuel, des émissions de titres de créance à court terme, amorcée début 2010, a été plus que contrebalancée par la croissance des émissions de titres de créance à long terme assortis de taux fixes. Dans le même temps, les émissions de titres de créance à long terme assortis de taux variables se sont encore contractées, prolongeant la tendance amorcée mi-2011.

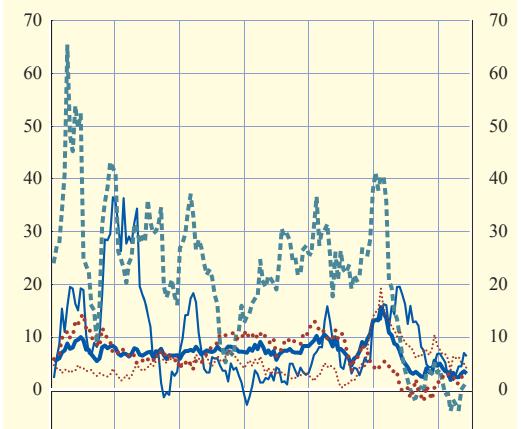
Le taux de croissance global des émissions de titres de créance en novembre a masqué des évolutions divergentes selon les secteurs. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les sociétés non financières a légèrement augmenté, ressortant à 5 % en novembre, après 4,7 % en octobre. Cette modeste accélération s'inscrit dans un contexte de baisse des rendements, notamment pour les sociétés des catégories de notation intermédiaire et élevée. Par suite des tensions associées à la crise de la dette souveraine de la zone euro, certaines obligations du secteur privé s'échangeaient à des rendements inférieurs à ceux des obligations du secteur public émises par les pays dans lesquels les émetteurs privés sont établis.

Selon les données fournies par les intervenants de marché, en novembre, l'activité d'émission a été également répartie entre les principaux secteurs, tels que l'industrie automobile, l'énergie et les télécommunications. Dans le secteur financier, le taux de croissance annuel des émissions de titres par les IFM a légèrement augmenté, de 0,2 point de pourcentage, pour ressortir à 3,1 % en novembre, dans le contexte d'une hausse des besoins de recapitalisation, et en dépit du coût nominal relativement élevé du financement par endettement de marché des institutions financières. En revanche, les émissions de titres par les sociétés financières autres que les IFM se sont contractées de 1,9 %, en rythme annuel en novembre, après 0 % au mois précédent. Enfin, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les administrations publiques a continué de se réduire, sur fond d'efforts renouvelés d'amélioration des situations budgétaires des pays, s'inscrivant à 3,9 % en novembre, après 5,3 % en octobre.

**Graphique 9 Ventilation sectorielle des titres de créance émis par les résidents de la zone euro**

(taux de croissance annualisés sur six mois ; cvs)

— Total  
··· Institutions financières monétaires  
- - - Institutions financières non monétaires  
— Sociétés non financières  
··· Administrations publiques

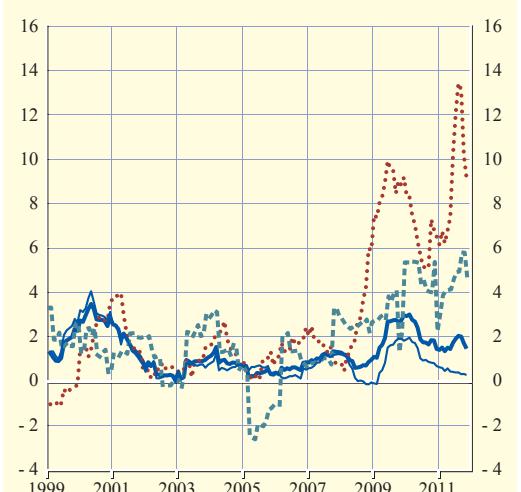


Source : BCE

**Graphique 10 Ventilation sectorielle des actions cotées émises par les résidents de la zone euro**

(taux de croissance annuels)

— Total  
··· Institutions financières monétaires  
- - - Institutions financières non monétaires  
— Sociétés non financières



Source : BCE

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

## ACTIONS COTÉES

Le rythme de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro a légèrement fléchi en novembre, pour ressortir à 1,5 %, en raison essentiellement du ralentissement de l'activité d'émission du secteur financier. Le rythme annuel de croissance des émissions d'actions par les IFM est revenu de 10,2 % en octobre 2011 à 9,1 % en novembre (cf. graphique 10). Le moindre dynamisme des émissions d'actions par les IFM de la zone euro a reflété en partie les tensions persistantes observées sur les marchés financiers. Dans le même temps, le taux de progression annuel des émissions d'actions cotées par les sociétés financières autres que les IFM a fléchi de 1,2 point de pourcentage, pour ressortir à 4,6 %, tandis que celui des émissions d'actions cotées par les sociétés non financières est resté globalement inchangé, à 0,3 %.

## 2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

*Les taux d'intérêt du marché monétaire ont diminué entre début janvier et début février 2012. Au cours de la première période de constitution de réserves de 2012, qui a commencé le 18 janvier, l'Eonia est demeuré à un niveau bas, reflétant l'ampleur de l'excédent de liquidité, en partie lié à la réduction du taux des réserves obligatoires qui est entrée en vigueur à compter de cette période.*

Les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont diminué entre début janvier et début février 2012. Le 8 février, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient, respectivement, à 0,66 %, 1,08 %, 1,38 % et 1,71 %, soit 22, 18, 16 et 16 points de base en dessous des niveaux observés le 11 janvier. En outre, l'écart entre les taux Euribor 12 mois et 1 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux du marché monétaire – a légèrement augmenté pour s'établir à 105 points de base le 8 février (cf. graphique 11).

Graphique 11 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)

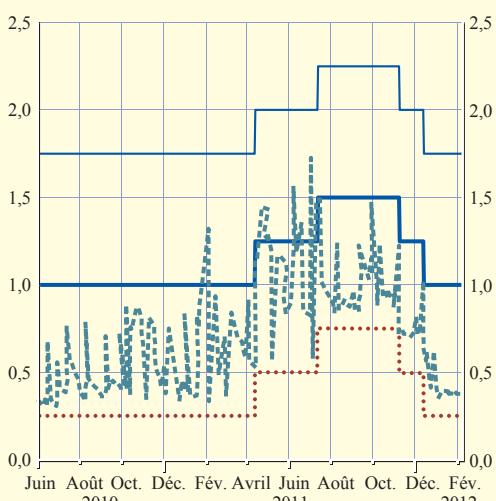


Sources : BCE et Thomson Reuters

Graphique 12 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Taux fixe des opérations principales de refinancement
- Taux de la facilité de dépôt
- Taux au jour le jour (Eonia)
- Taux de la facilité de prêt marginal



Sources : BCE et Thomson Reuters

Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'est établi à 0,34 % le 8 février, soit 1 point de base en dessous du niveau du 11 janvier. Le taux en blanc d'échéance correspondante a diminué de 18 points de base pour ressortir à 1,08 %. Par conséquent, l'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux du *swap* Eonia de même échéance a diminué de 17 points de base, s'établissant à 74 points de base le 8 février.

Les taux d'intérêt implicites tirés des contrats *futures* sur l'Euribor 3 mois d'échéances mars, juin, septembre et décembre 2012 s'établissaient à, respectivement, 0,89 %, 0,78 %, 0,76 % et 0,78 % le 8 février, en baisse de 12, 13, 10 et 8 points de base par rapport aux niveaux observés le 11 janvier.

Entre le 11 janvier et la fin de la douzième période de constitution de réserves de 2011, le 17 janvier, l'Eonia est resté stable, oscillant autour de 0,37 % dans un contexte de niveaux d'excédent de liquidité plus élevés, et, contrairement aux mois précédents, il n'a pas enregistré de pic le dernier jour de la période de constitution, s'inscrivant à 0,39 %. L'Eonia a été tout aussi stable durant le reste de janvier et début février, continuant de fluctuer autour de 0,37 %. Dans l'ensemble, l'écart négatif entre l'Eonia et le taux des opérations principales de refinancement a reflété le montant global d'excédent de liquidité. Le 8 février, l'Eonia s'établissait à 0,36 %.

L'Eurosystème a effectué plusieurs opérations de refinancement entre le 11 janvier et le 8 février. Le 17 janvier, il a procédé à une opération de réglage fin au cours de laquelle 217,0 milliards d'euros ont été absorbés afin de neutraliser l'excédent de liquidité apparu à la fin de la douzième période de constitution de réserves de 2011. Conformément à la décision du Conseil des gouverneurs du 8 décembre, ces opérations de réglage fin sont à présent suspendues jusqu'à nouvel avis. Lors des opérations principales de refinancement de la première période de constitution de 2012, conduites les 17, 24 et 31 janvier et le 7 février, l'Eurosystème a alloué, respectivement, 126,9 milliards, 130,3 milliards, 115,6 milliards et 109,5 milliards d'euros.

L'Eurosystème a également procédé à deux opérations de refinancement à plus long terme en janvier, toutes deux avec une procédure de soumission à taux fixe et à allocation intégrale : une opération de refinancement spéciale le 17 janvier, dont l'échéance correspondait à la durée d'une période de constitution de réserves (pour une allocation de 38,7 milliards d'euros) ; et une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois le 25 janvier (pour une allocation de 195,8 milliards d'euros). La diminution des montants alloués lors des opérations principales de refinancement et des opérations de refinancement à plus long terme a reflété le fait que le secteur bancaire avait bénéficié d'une allocation de liquidité abondante à l'échéance longue de trois ans le 21 décembre, et la réduction de 2 % à 1 % du taux des réserves obligatoires qui est entrée en vigueur lors de la première période de constitution de 2012. La conduite d'opérations d'une durée de trois ans et la réduction des réserves obligatoires visaient à favoriser l'octroi de crédits à l'économie, en permettant aux banques de gérer leur risque de liquidité sur des horizons à plus long terme. Ces décisions ont aussi eu un effet automatique de réduction de la demande des banques en liquidité à des échéances courtes (cf. également l'encadré 2).

L'Eurosystème a également conduit quatre opérations de retrait de liquidité à une semaine dans le cadre d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux maximum de soumission de 1,00 %, les 17, 24 et 31 janvier et le 7 février. Ces opérations ont permis à l'Eurosystème d'absorber un montant correspondant à l'intégralité des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres.

La première période de constitution des réserves, qui a débuté le 18 janvier, a été marquée par des niveaux d'excédent de liquidité élevés, la moyenne du recours quotidien à la facilité de dépôt ressortant à 483,6 milliards d'euros le 8 février.

## Encadré 2

## MISE EN ŒUVRE DE NOUVELLES RÈGLES EN MATIÈRE DE GARANTIES ET RÉGIME DES RÉSERVES OBLIGATOIRES

Dans le cadre de ses efforts continus pour favoriser le crédit bancaire et la liquidité sur le marché monétaire de la zone euro et sauvegarder ainsi l'efficacité du mécanisme de transmission de la politique monétaire de la BCE à l'économie réelle dans l'ensemble de la zone, le Conseil des gouverneurs a annoncé, à l'issue de sa réunion du 8 décembre 2011, des mesures non conventionnelles supplémentaires<sup>1</sup>. Outre l'extension de sa gamme d'opérations de refinancement, le Conseil des gouverneurs a décidé, afin d'assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire, d'élargir temporairement la liste des actifs admis en garantie des opérations de l'Eurosystème, dans la mesure où le manque de garanties éligibles pourrait limiter l'accès de certaines banques à ces opérations de refinancement<sup>2</sup>. En vue de réduire les besoins de liquidité du système bancaire et de soutenir l'activité sur le marché monétaire de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser temporairement, de 2 % à 1 %, le taux des réserves positif.

## L'élargissement de la liste des garanties éligibles favorise l'accès aux financements

L'extension temporaire de la liste des garanties éligibles, annoncée le 8 décembre 2011, s'articule autour de deux éléments. En premier lieu, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser le seuil de notation pour certaines catégories de titres éligibles adossés à des actifs (*asset-backed securities*)<sup>3</sup>. En deuxième lieu, une proportion plus importante des prêts qui ne sont pas titrisés (c'est-à-dire des créances privées) seront acceptés en garantie des opérations de l'Eurosystème. En particulier, chaque banque centrale nationale (BCN) pourra autoriser, de façon temporaire, leur utilisation sur la base de critères d'éligibilité et dans le cadre d'un dispositif de contrôle des risques correspondant, qui doivent être approuvés par le Conseil des gouverneurs. La dimension nationale de cette mesure confère une protection accrue contre les risques, les BCN ayant une connaissance approfondie du marché domestique des créances privées. Cette mesure doit faciliter une transmission plus uniforme de la politique monétaire unique au sein de la zone euro. La responsabilité liée à l'acceptation de ces « créances privées performantes supplémentaires » (*additional performing credit claims – ACC*) sera assumée par la BCN autorisant leur utilisation. Le 9 février, le Conseil des gouverneurs a approuvé une première vague de sept dispositifs relatifs aux créances privées (dispositifs ACC), présentés par la Banque centrale d'Irlande, la Banque d'Espagne, la Banque de France, la Banque d'Italie, la Banque centrale de Chypre, la Banque nationale d'Autriche et la Banque du Portugal.

En vue de maintenir la cohérence entre des dispositifs ACC différents et entre ces dispositifs et le dispositif de contrôle des risques de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a également décidé qu'un seuil de qualité minimum s'appliquerait à l'ensemble des dispositifs ACC. Toutefois, chaque BCN pourra décider de fixer un seuil de qualité minimum plus strict. En outre, un barème de décotes minimums a été institué pour certaines créances privées autres que celles adossées à des actifs immobiliers. Des procédures équivalentes de calibrage des décotes ont été adoptées pour certaines créances privées adossées à des actifs immobiliers et pour les réserves communes de créances privées. Les barèmes de décotes assurent une équivalence des risques, d'un pays à l'autre, pour les différentes catégories de créances privées présentées. En outre, l'utilisation et l'efficacité des dispositifs ACC fera l'objet d'un suivi constant par le Conseil des gouverneurs.

1 Cf. l'encadré intitulé *L'incidence de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans* du *Bulletin mensuel* de janvier 2012, et l'encadré intitulé *Mesures de politique monétaire non conventionnelles supplémentaires décidées par le Conseil des gouverneurs le 8 décembre 2011* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011

2 Les critères généraux d'éligibilité des créances privées appliqués par l'Eurosystème, tels qu'ils figurent dans le document intitulé *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro - Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, demeurent inchangés.

3 Pour plus de détails, cf. le communiqué de presse du 8 décembre 2011 intitulé *La BCE annonce des mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire*, disponible sur le site internet de la Banque de France

Il est prévu que, après l'application des critères d'éligibilité et des barèmes de décotes définis dans leur dispositif ACC respectif, la Banque centrale d'Irlande, la Banque d'Espagne, la Banque de France, la Banque d'Italie, la Banque centrale de Chypre, la Banque nationale d'Autriche et la Banque du Portugal seront en mesure d'accepter des créances privées performantes supplémentaires pour un montant global estimé à quelque 200 milliards d'euros. Cette approche flexible concernant l'acceptation de ces créances permettra d'élargir rapidement la gamme des garanties éligibles afin de prévenir, le cas échéant, le risque d'une pénurie plus importante de garanties résultant de tensions persistantes sur le marché financier. Parallèlement, le maintien d'une approche cohérente en matière de contrôle du risque garantit le respect de normes de prudence élevées de l'Eurosystème.

#### L'abaissement du taux des réserves obligatoires réduit les besoins de liquidité du système bancaire

Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'abaisser, de 2 % à 1 %, le taux des réserves positif, à compter de la période de constitution de réserves qui a débuté le 18 janvier 2012. Cette mesure signifie que le montant moyen total de liquidité que les banques doivent détenir sur leurs comptes courants au cours d'une période de constitution pour respecter leurs obligations en matière de réserves obligatoires a été réduit de moitié, revenant de quelque 200 milliards d'euros à 100 milliards environ. Le graphique montre que les réserves obligatoires ont baissé proportionnellement dans les différents pays entre la dernière période de constitution de 2011 et la première période de 2012. L'objectif de la réduction des réserves obligatoires est double. En premier lieu, et il s'agit d'un élément essentiel, cette mesure réduit les besoins de liquidité des banques et, par là, le montant des garanties qu'elles peuvent être amenées à mobiliser afin d'obtenir le volume de refinancement nécessaire auprès de l'Eurosystème et satisfaire ainsi à leurs obligations de constitution de réserves. En deuxième lieu, elle vise également à stimuler l'activité sur le marché monétaire, principalement parce qu'elle incite davantage les banques disposant de liquidités abondantes à fournir à d'autres banques la liquidité qu'elles ne peuvent plus déposer sur leur compte de réserves entièrement rémunéré.

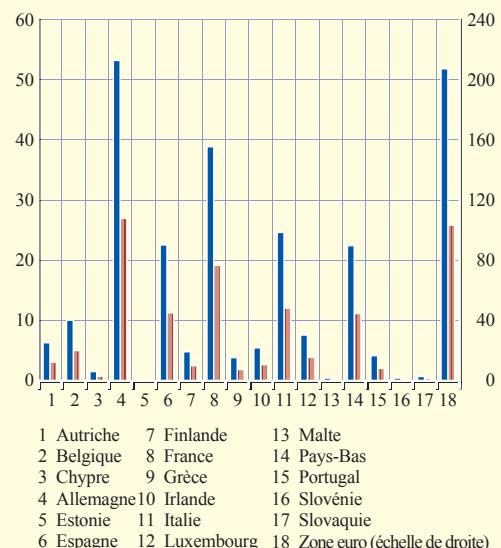
#### 2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

*Entre fin 2011 et début février 2012, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA sont demeurés globalement inchangés, alors que ceux des emprunts publics correspondants aux États-Unis ont légèrement augmenté. Les évolutions des marchés d'emprunts publics sur cette période s'expliquent par une combinaison de plusieurs facteurs. Aux États-Unis, le sentiment positif des marchés a reflété des données macroéconomiques généralement plus favorables que prévu. Dans la zone euro, la publication d'informations économiques et financières contrastées, y compris les dégradations des notations attribuées à plusieurs États de la zone euro, n'a pas pesé de façon significative sur le sentiment des marchés. Les incertitudes relatives aux évolutions futures des marchés obligataires, mesurées par la volatilité implicite de ces marchés, demeurent élevées en comparaison historique, en dépit d'une modération significative au cours de la période sous revue. Les indicateurs fondés sur le marché font état d'anticipations d'inflation qui demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix.*

#### Comparaison des réserves obligatoires

(en milliards d'euros)

■ Dernière période de constitution de 2011  
■ Première période de constitution de 2012



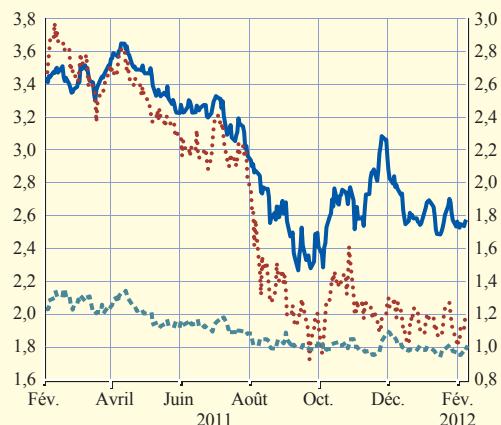
Source : BCE

Du 2 janvier au 8 février 2012, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA sont restés globalement inchangés, pour s'établir à 2,6 % environ le 8 février. Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à long terme ont augmenté de 11 points de base sur la même période, pour ressortir à 2,0 %, essentiellement en raison de la publication de données macroéconomiques meilleures que prévu (cf. graphique 13). La tendance haussière des rendements des emprunts publics qui a résulté de ces fondamentaux meilleurs qu'attendu a peut-être été quelque peu tempérée par la déclaration du Comité fédéral de l'*open market*, publiée fin janvier, et selon laquelle la situation économique justifierait probablement le maintien du taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'à fin 2014. L'écart entre les rendements nominaux des emprunts publics à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro s'est donc un peu réduit au cours de la période sous revue. Au Japon, les rendements des emprunts publics à dix ans sont restés quasiment stables au cours de la période considérée, pour s'établir juste au-dessous de 1 % le 8 février.

**Graphique 13 Rendements des emprunts publics à long terme**

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

— Zone euro (échelle de gauche)  
··· États-Unis (échelle de gauche)  
- - - Japon (échelle de droite)



Sources : Bloomberg et Thomson Reuters

Note : Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des emprunts à 10 ans ou dont l'échéance s'en rapproche le plus.

L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme des marchés obligataires de la zone euro et des États-Unis, mesurée par la volatilité implicite tirée des options dans ces deux régions, a diminué modérément au cours de la période sous revue. Cela vaut en particulier pour la zone euro, où des informations économiques et financières relativement contrastées, notamment de nouvelles baisses des notations d'emprunteurs souverains, n'ont pas significativement entamé le sentiment des marchés. En fait, les marchés obligataires semblent s'être montrés plus optimistes au cours de la période qui a précédé la réunion des chefs d'État et de gouvernement des pays de la zone euro le 30 janvier ; les décisions des dirigeants de la zone euro relatives à la finalisation du nouveau Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (« pacte budgétaire ») ainsi que l'avancement des travaux sur le mécanisme permanent de gestion de crise (mécanisme européen de stabilité) ont également joué un rôle à cet égard.

Toutefois, la volatilité implicite des marchés obligataires dans la zone euro est restée élevée en comparaison historique au cours de la période considérée. En dépit d'une modération de l'aversion des investisseurs pour le risque, la demande de valeurs-refuge (approximée par la forte prime de liquidité sur les emprunts publics allemands par rapport aux obligations émises par d'autres agences) est restée élevée au cours de la période, ce qui tend à indiquer que le sentiment global des marchés, bien que s'améliorant, reste encore fragile.

Les écarts de rendement des obligations souveraines de la plupart des pays de la zone euro vis-à-vis des obligations souveraines de l'Allemagne ont eu tendance à se réduire, très fortement dans certains cas, au cours de la période sous revue. La dégradation de la notation attribuée à la dette souveraine d'un grand nombre de pays par deux agences spécialisées (Fitch Ratings et Standard & Poor's) n'a pas exercé une incidence haussière durable sur les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro. Par exemple, les écarts de rendement des obligations souveraines de la France et de l'Autriche, deux pays auxquels l'agence Standard & Poor's a retiré la notation AAA, ont légèrement fléchi au cours de la période, de 40 et 25 points de base respectivement, alors que l'écart de rendement des obligations souveraines de l'Italie, pays dont la notation a été abaissée par les deux agences, a enregistré une diminution de 155 points de base. L'annonce

de mesures budgétaires supplémentaires et de réformes structurelles par plusieurs gouvernements de la zone euro a également contribué à l'amélioration de la situation sur les marchés obligataires.

Les rendements des emprunts publics à cinq et dix ans de la zone euro indexés sur l'inflation ont diminué de 20 et 6 points de base respectivement au cours de la période sous revue, les rendements réels correspondants s'établissant à, respectivement, -0,3 % et 0,6 % le 8 février (cf. graphique 14). Au cours de la période sous revue, le point mort d'inflation implicite anticipé (à cinq ans dans cinq ans) de la zone euro est resté globalement inchangé à 2,5 % (cf. graphique 15). Toutefois, le taux des swaps correspondants indexés sur l'inflation a augmenté de 25 points de base sur la même période pour s'établir à 2,6 % le 8 février.

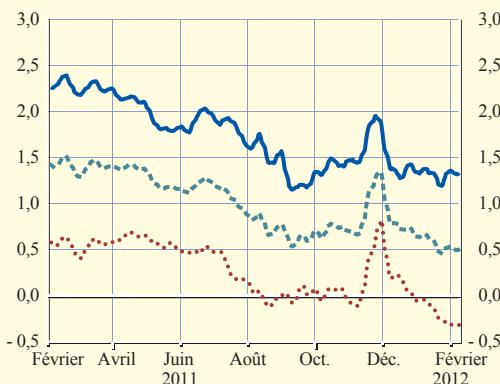
Les points morts d'inflation sont restés instables ces derniers mois, reflétant la forte volatilité des marchés d'emprunts publics ainsi que l'existence de primes de liquidité importantes. Les anticipations d'inflation tirées des marchés obligataires ont donc été moins fiables que celles établies à l'aide des signaux émanant des marchés de swaps indexés sur l'inflation. Malgré une stabilité relativement plus importante, les marchés des taux de swap n'ont pas été épargnés par les tensions, la hausse des taux de swaps indexés sur l'inflation observée ces derniers mois (en particulier le comportement à cinq ans dans cinq ans) ayant reflété en partie l'augmentation de la prime de risque d'inflation. Globalement, si l'on tient compte non seulement de la volatilité et des distorsions des marchés dans un contexte de primes de liquidité élevées, mais aussi des primes de risque d'inflation, les indicateurs fondés sur le marché font état d'anticipations d'inflation toujours pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Le profil général des rendements des obligations à long terme de la zone euro notées AAA peut être décomposé en variations des anticipations de taux d'intérêt (et des primes de risques associées) à différents horizons (cf. graphique 16). Par rapport à fin décembre 2011, la structure par termes des taux anticipés à court terme

**Graphique 14 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)

- Rendement anticipé des obligations indexées sur l'inflation à 5 ans à l'horizon de 5 ans
- Rendement au comptant des obligations indexées sur l'inflation à 5 ans
- Rendement au comptant des obligations indexées sur l'inflation à 10 ans

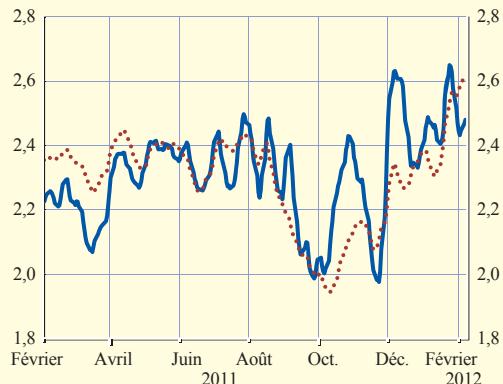


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE  
Note : Depuis fin août 2011, les taux réels sont calculés comme une moyenne pondérée sur le PIB des taux réels estimés séparément pour la France et l'Allemagne. Avant cette date, les taux réels étaient calculés en estimant une courbe de rendement cumulée pour la France et l'Allemagne

**Graphique 15 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)

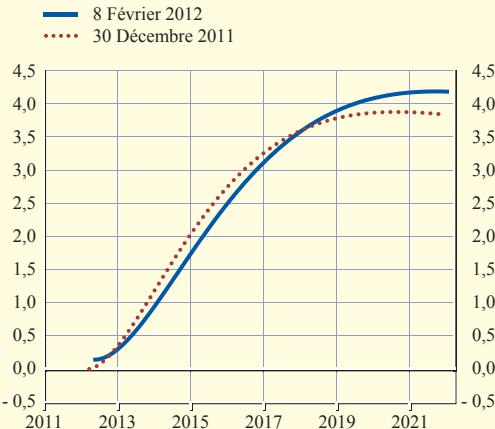
- Point mort d'inflation anticipé à 5 ans dans 5 ans
- Taux des swaps indexés sur l'inflation anticipés à 5 ans dans 5 ans



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE  
Note : Depuis fin août 2011, 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. Avant cette date, les points morts d'inflation étaient calculés en comparant les rendements de la courbe des rendements nominaux des emprunts notés AAA de la zone euro avec une courbe des rendements réels cumulés établie à partir des emprunts publics allemands et français indexés sur l'inflation.

**Graphique 16 Courbe des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipées 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 anticipées 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.

s'est déplacée vers le bas pour les échéances allant du court terme au moyen terme (6 ans environ) et vers le haut pour les échéances à long terme, reflétant des ajustements des anticipations relatives aux rendements et les perspectives d'activité économique et d'inflation à différents horizons temporels.

Les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment grade*) émises par les sociétés non financières ont légèrement diminué au cours de la période sous revue. Les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les sociétés financières, en revanche, ont affiché une diminution plus prononcée, en particulier pour les catégories présentant les notations les moins élevées. La nette contraction de ces écarts peut avoir reflété une combinaison de plusieurs facteurs, notamment (a) une diminution de l'aversion au risque (estimée par l'écart de rendement des obligations des sociétés notées BBB par rapport aux obligations correspondantes notées AAA, par exemple) ; (b) l'atténuation des tensions sur le financement des institutions financières après l'annonce par l'Eurosystème des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans (dont la première a été effectuée en décembre 2011) ; et (c) la perspective d'une limitation des effets de contagion de la crise de la dette souveraine, qui s'est dessinée au cours de la période précédant les décisions prises par les chefs d'État et de gouvernement des pays de la zone euro le 30 janvier 2012 relatives au renforcement du cadre de gestion budgétaire et de gestion des crises de l'Union monétaire. Le coût nominal du financement par endettement de marché pour les sociétés financières de la zone euro a également accusé une forte baisse.

l'Eurosystème des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans (dont la première a été effectuée en décembre 2011) ; et (c) la perspective d'une limitation des effets de contagion de la crise de la dette souveraine, qui s'est dessinée au cours de la période précédant les décisions prises par les chefs d'État et de gouvernement des pays de la zone euro le 30 janvier 2012 relatives au renforcement du cadre de gestion budgétaire et de gestion des crises de l'Union monétaire. Le coût nominal du financement par endettement de marché pour les sociétés financières de la zone euro a également accusé une forte baisse.

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

En décembre 2011, les taux d'intérêt appliqués par les IFM ont eu tendance à augmenter pour la plupart des catégories de prêts et des échéances. Les taux des prêts à court terme consentis aux sociétés non financières ont connu une hausse substantielle, tandis que ceux des prêts accordés aux ménages ont augmenté de façon modérée.

En décembre 2011, les taux d'intérêt à court terme appliqués aux dépôts par les IFM sont restés globalement inchangés par rapport au mois précédent. En particulier, ces taux ont légèrement diminué en ce qui concerne les dépôts des ménages d'une durée inférieure ou égale à un an et les dépôts des sociétés non financières, tandis qu'ils ont légèrement augmenté dans le cas des dépôts des ménages d'une durée inférieure ou égale à trois mois (cf. graphique 17). Les taux débiteurs à court terme pratiqués par les IFM ont légèrement augmenté (de 5 points de base) pour les prêts au logement, alors qu'ils ont fléchi de 28 points de base pour les crédits à la consommation. Les taux à court terme pratiqués par les IFM sur les prêts aux sociétés non financières ont connu une progression plus marquée sur l'ensemble des catégories de prêts durant la même période. Plus précisément, les taux débiteurs appliqués aux prêts de faible montant consentis aux entreprises (prêts d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros)

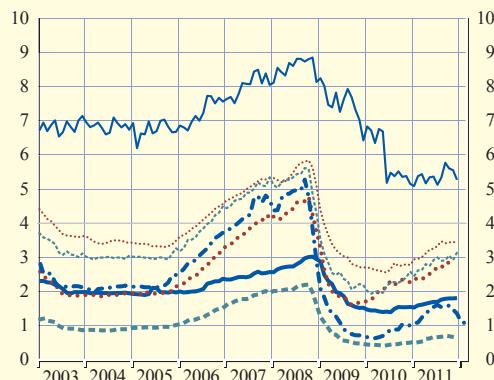
ont augmenté de 13 points de base, et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à un million d'euros) de 23 points de base. En décembre 2011, les taux d'intérêt appliqués aux découverts des sociétés non financières sont demeurés globalement inchangés. L'Euribor ayant diminué de 11 points de base environ sur ce même mois, sur fond de réduction des taux directeurs de la BCE, l'écart par rapport aux taux débiteurs à court terme pratiqués par les IFM sur les prêts de montant élevé consentis aux sociétés non financières a légèrement augmenté, s'inscrivant à quelque 180 points de base, tandis que l'écart par rapport aux taux sur les prêts aux ménages s'est creusé pour s'établir à un niveau proche de 210 points de base (cf. graphique 18).

Dans une perspective de plus long terme, les modifications des taux de marché se sont fortement répercutees sur les taux débiteurs des banques au cours du dernier cycle d'assouplissement de la politique monétaire (entre octobre 2008 et mars 2010). En ce qui concerne l'épisode le plus récent d'orientation accommodante de la politique monétaire, la répercussion des deux récentes réductions des taux directeurs de la BCE sur les taux débiteurs des IFM doit être évaluée sur fond de vives tensions s'exerçant sur le financement des banques et en tenant compte de la nécessité pour ces dernières de procéder à un important désendettement. Les mesures non conventionnelles les plus récentes de la BCE ont pour objet d'améliorer les conditions de financement des banques, garantissant par là même un fonctionnement approprié du mécanisme de transmission de la politique monétaire dans un contexte de forte incertitude. Dans ce contexte,

**Graphique 17 Taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM et taux de marché à court terme**

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

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



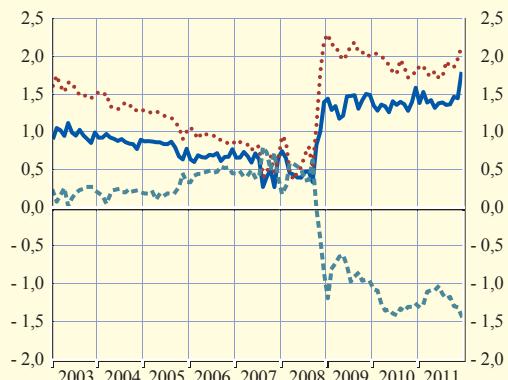
Source : BCE

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

**Graphique 18 Écarts des taux d'intérêt à court terme des IFM par rapport au taux du marché monétaire à 3 mois**

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

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



Source : BCE

Notes : Les écarts correspondent à la différence entre le taux d'intérêt débiteur et le taux du marché monétaire à 3 mois en ce qui concerne les prêts, et entre le taux du marché monétaire à 3 mois et le taux créditeur en ce qui concerne les dépôts.

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

si les régularités historiques tendent à indiquer que la baisse des taux du marché devrait se refléter progressivement dans les taux débiteurs, cela ne peut être considéré comme acquis, compte tenu du niveau actuellement très bas des taux directeurs, et cela peut dépendre aussi, de façon déterminante, de l'ampleur des pressions qui s'exercent sur les bilans et sur le financement des banques.

S'agissant des échéances à long terme, en décembre 2011, les taux débiteurs appliqués par les IFM ont eu tendance à augmenter dans le cas des prêts aux sociétés non financières, et à reculer légèrement dans celui des prêts consentis aux ménages (cf. graphique 19). Plus précisément, les taux débiteurs appliqués aux prêts de montant élevé consentis aux entreprises et dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans ont progressé de 10 points de base, tandis que ceux appliqués aux prêts de faible montant et de même échéance ont fléchi de 5 points de base. En revanche, les taux appliqués aux prêts au logement dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans et inférieure ou égale à dix ans ont légèrement diminué, de 3 points de base environ.

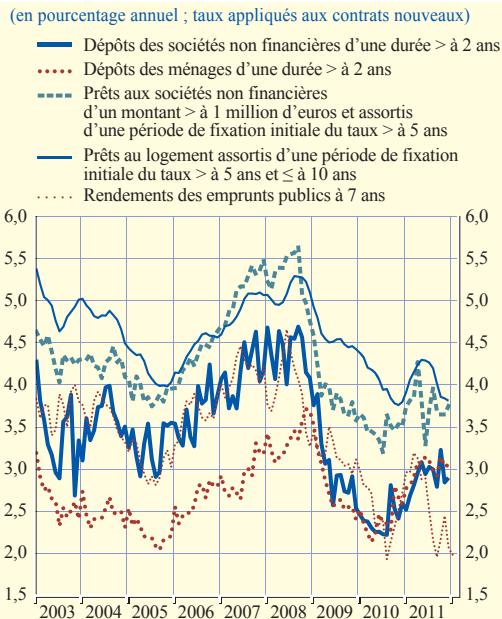
En décembre 2011, les écarts par rapport aux rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA se sont considérablement creusés, sous l'effet en partie de la pression à la baisse s'exerçant sur les rendements des emprunts publics notés AAA en raison d'un mouvement de report sur les valeurs sûres. En particulier, l'écart entre les taux à long terme appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages et le rendement de ces obligations notées AAA a augmenté de 30 points de base, à 1,7 %. Pour les sociétés non financières, l'écart entre ces rendements et les taux des prêts de montant élevé s'est également creusé, de 50 points de base environ, pour s'établir à 1,7 %.

Sur plus longue période, les taux débiteurs sur les prêts consentis aux ménages et les taux pratiqués sur les prêts à long terme de faible montant consentis aux entreprises ont généralement affiché une répercussion quelque peu partielle et lente, alors que les taux débiteurs appliqués aux prêts à long terme de montant élevé accordés aux entreprises ont évolué plus en phase avec les rendements des emprunts publics à long terme correspondants notés AAA. Comme dans le cas de la répercussion des taux du marché à court terme sur les taux à court terme des banques, les régularités historiques entre les taux débiteurs à long terme et les rendements des emprunts publics correspondants notés AAA pourraient avoir été altérées récemment par les tensions liées à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ainsi que par les vulnérabilités des banques de la zone.

## 2.6 MARCHÉS BOURSIERS

*Entre le début de l'année et début février, les cours des actions se sont inscrits en forte hausse dans la zone euro et aux États-Unis. Le sentiment positif des marchés a été soutenu par des publications de données*

**Graphique 19 Taux d'intérêt à long terme appliqués par les IFM et taux de marché à long terme**



Source : BCE

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

macroéconomiques généralement meilleures qu'attendu aux États-Unis, et par de nouveaux espoirs de parvenir à une solution durable de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Les plus-values observées dans la zone euro, principalement liées au redressement des cours des valeurs financières sous l'effet de l'assouplissement des conditions de financement résultant des opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème, ont reflété, semble-t-il, une atténuation modérée de l'aversion au risque, en dépit de la publication de résultats relativement médiocres et de perspectives d'atonie de l'activité économique à court terme. L'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, a diminué au cours de la période sous revue, pour s'inscrire à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis mi-2011.

Du 2 janvier au 8 février 2012, les cours des actions ont fortement augmenté dans la zone euro et aux États-Unis. Les cours boursiers de la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, se sont inscrit en hausse de 9,5 % au cours de la période sous revue, alors qu'aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a progressé de 7,3 % (cf. graphique 20). Au Japon, les cours des actions, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont augmenté de 6,6 % au cours de cette même période.

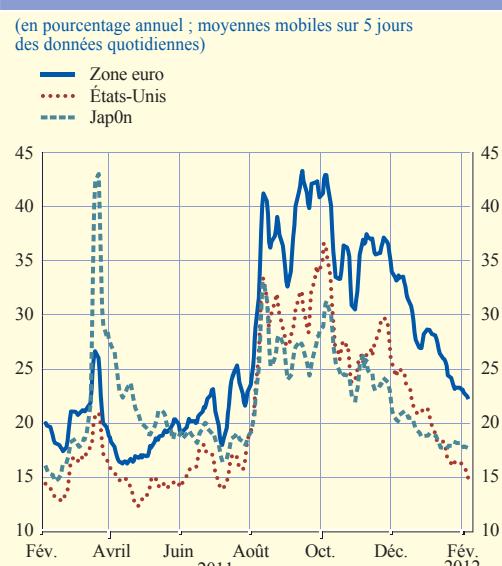
Le sentiment positif des marchés boursiers aux États-Unis a été soutenu par la publication de données macroéconomiques généralement meilleures que prévu. Dans ce contexte, les signes d'une poursuite de la dynamique de croissance positive au cours de l'année 2012 (commandes de biens durables en décembre 2011, salaires non agricoles en janvier, par exemple) et la robustesse des indicateurs de bénéfices publiés par certaines sociétés non financières de premier plan semblent avoir plus que compensé les données mitigées relatives au marché de l'immobilier et la faiblesse plus marquée qu'attendu de la confiance des consommateurs.

Graphique 20 Indices boursiers



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

Graphique 21 Volatilité implicite des marchés boursiers



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.

Les marchés boursiers de la zone euro ont été soutenus par les évolutions favorables observées sur la période qui a précédé la réunion, le 30 janvier, des chefs d'État et de gouvernement des pays de la zone euro et, par la suite, par les décisions prises lors de cette réunion de renforcer le cadre de gestion budgétaire et de gestion de crise de l'Union monétaire. L'espoir qu'un accord sur la restructuration de la dette souveraine entre la Grèce et ses créanciers privés puisse être conclu dans des délais très brefs et l'apaisement des tensions sur le financement des entités financières de la zone euro après le renforcement des opérations de refinancement de l'Eurosystème semblent avoir également soutenu les marchés boursiers de la zone euro au cours de la période sous revue. La publication de données économiques contrastées ainsi que la dégradation de la notation de plusieurs États de la zone euro par deux grandes agences spécialisées n'ont pas pesé de manière significative sur le sentiment des marchés.

L'incertitude des marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, a légèrement diminué aux États-Unis et dans la zone euro au cours de la période sous revue, pour revenir à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis mi-2011 (cf. graphique 21). Toutefois, les niveaux d'incertitude sont restés élevés en comparaison historique, reflétant à la fois les inquiétudes relatives à la crise de la dette souveraine dans la zone euro et la perception, par les investisseurs, des risques à venir. Si l'on prend en compte les différences dans la composition sous-jacente des indices respectifs, la volatilité implicite demeure nettement plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis, ce qui reflète peut-être les tensions émanant des marchés de la dette souveraine de la zone.

Dans la zone euro, les plus-values boursières enregistrées pendant la période sous revue s'expliquent essentiellement par le redressement des valeurs financières, la progression relative de cette sous-composante s'établissant à 16,3 % sur la période, alors que les cours des actions des sociétés non financières ont augmenté de 8,1 %. Les cours des valeurs financières ont été soutenus, semble-t-il, par la diminution des contraintes de financement pesant sur les banques après la première des deux opérations de refinancement à trois ans devant être effectuées par l'Eurosystème. À cet égard, la perspective d'une atténuation des retombées de la crise de la dette souveraine sur les bilans des institutions financières après l'accord relatif à un « pacte budgétaire » dans la zone euro a également exercé une incidence positive. En revanche, la dégradation des notations de certaines banques de la zone euro et les annonces de résultats généralement médiocres ne semblent pas avoir pesé fortement sur le sentiment des marchés. Aux États-Unis, les valeurs financières ont progressé de 11,8 % au cours de la période sous revue, surperformant ainsi la plus-value affichée par l'indice global.

### Encadré 3

#### ANALYSE DES DÉSÉQUILIBRES DE LA ZONE EURO À PARTIR DES COMPTES SECTORIELS

Des déséquilibres intra-zone euro persistants se sont accumulés au cours des années antérieures à la crise financière. Le présent encadré analyse plus attentivement les hétérogénéités par pays au cours de la période qui a précédé la crise et lors des trimestres plus récents, en s'appuyant sur les informations par pays contenues dans les comptes sectoriels de la zone euro<sup>1</sup>. Dans un souci d'analyse, les comptes sont établis pour deux groupes de pays de la zone euro : d'une part, celui des pays ayant enregistré des excédents du compte extérieur courant sur une période de cinq ans s'achevant au début de la crise financière en 2007 (le « groupe en situation d'excédent extérieur » : Belgique, Allemagne, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche et Finlande) et, d'autre part, celui des pays ayant enregistré des

<sup>1</sup> Ce type de présentation a été utilisé pour la première fois dans l'article intitulé *La crise financière à la lumière des comptes de la zone euro : une perspective en termes de flux financiers* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011. Les agrégats des groupes sont obtenus par une simple agrégation des données nationales, tout en maintenant la cohérence des totaux de la zone euro, en attribuant toute différence relative à ces totaux (découlant essentiellement des asymétries de la balance des paiements intra-zone euro) à chaque groupe au prorata. Aucune autre consolidation n'est effectuée (ce qui apparaît globalement approprié puisque les comptes de la zone euro sont élaborés essentiellement sur une base non consolidée).

déficits (le « groupe affichant un déficit extérieur » : Irlande, Estonie, Grèce, Espagne, France, Italie, Chypre, Malte, Portugal, Slovaquie et Slovénie) <sup>2</sup>.

Le critère utilisé pour classer les pays dans chaque groupe a été choisi à des fins d'illustration, de manière à présenter des faits stylisés communs pour la période de croissance observée jusqu'en 2008. Chacun des groupes de cet encadré est relativement hétérogène, comprenant des pays caractérisés par des déficits ou des excédents extérieurs très importants, tandis que d'autres avaient (et ont encore) des situations des comptes courants proches de l'équilibre. Par ailleurs, ces pays sont souvent extrêmement différents en ce qui concerne d'autres indicateurs, comme la situation budgétaire ou la présence de cycles spécifiques d'envolée et de chute des marchés. À l'évidence, la composition du groupe est étroitement liée à la période de référence et peut évoluer au fil du temps. L'Allemagne, par exemple, aurait fait partie du « groupe affichant un déficit extérieur » si cet exercice avait été effectué au début du siècle, tandis que l'Italie et la France auraient alors fait partie du « groupe en situation d'excédent extérieur », ce qui souligne le fait que des corrections et des inversions des déséquilibres se produisent au sein de l'Union monétaire au fil du temps.

### L'évolution de la capacité nette/du besoin net de financement

La partie 1 du graphique A illustre la capacité nette/le besoin net de financement par secteur économique <sup>3</sup> de l'ensemble de la zone euro, sur la base d'une somme sur quatre trimestres, en fonction de la ventilation sectorielle traditionnelle (ménages, sociétés non financières, administrations publiques et sociétés financières). La partie 2 du graphique A présente ces déficits/excédents financiers ventilés par secteur des administrations publiques et secteur privé <sup>4</sup>, en faisant cette fois la distinction entre le groupe affichant un excédent extérieur et celui en situation de déficit extérieur définis précédemment. La partie 1 du graphique montre que la période allant de 2006 à 2008 s'est caractérisée, pour l'ensemble de la zone euro, par une forte augmentation du besoin net de financement des sociétés non financières, qui s'est ensuite inversée au cours de la période allant de 2008 à 2010. Conjugué à un accroissement de la capacité nette de financement des ménages, ce retournement ultérieur a eu pour contrepartie une hausse considérable du besoin net de financement des administrations publiques.

Si l'on observe les évolutions par groupe de pays, la partie 2 du graphique A souligne l'augmentation sensible des déficits financiers du secteur privé dans le groupe affichant un déficit extérieur au cours des années d'expansion, qui ont été compensés par d'importants excédents du secteur privé, ainsi que par des réductions considérables des déficits des administrations publiques, dans le groupe en situation d'excédent extérieur. Ces déséquilibres sectoriels croissants entre les deux groupes de pays reflètent en partie la progression de l'intégration financière et la circulation transfrontière plus aisée de l'épargne au sein de l'Union monétaire. Dans le même temps, elle reflète également l'incidence des fortes hausses de la demande locale et des rigidités de l'offre sur la compétitivité.

En 2008, la crise financière a entraîné une réduction des déséquilibres financiers du secteur privé dans le groupe affichant un déficit extérieur, qui se sont rapidement transformés en excédents en 2009. En parallèle, dans le groupe en situation d'excédent extérieur, les excédents du secteur privé ont continué d'augmenter. En l'absence de toute amélioration significative du compte de transactions courantes et du compte de capital de la zone euro (ligne « zone euro » du graphique A, parties 1 et 2), l'augmentation

2 La Grèce, Chypre, Malte, la Slovaquie, la Slovénie et l'Estonie sont prises en compte pour l'ensemble de la période étudiée, malgré leur adhésion échelonnée à la zone euro.

3 Le besoin net/la capacité nette de financement, ou excédent/déficit financier, d'un secteur est le solde de son compte de capital, et mesure l'excédent de l'épargne et des transferts nets en capital reçus sur les investissements en capital (capacité nette), ou inversement (besoin net). C'est la différence entre les recettes et les dépenses de chaque secteur. C'est également le solde des comptes financiers du secteur, qui mesure la différence entre les transactions sur les actifs financiers et les transactions sur les engagements.

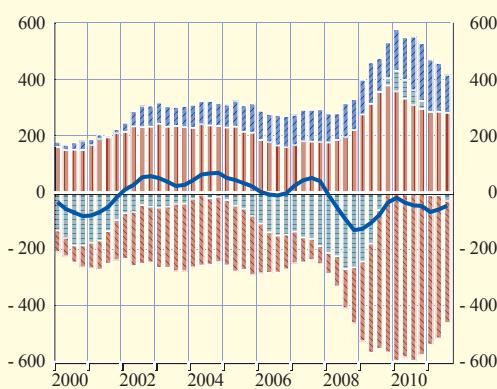
4 Défini ici comme la somme de l'ensemble des secteurs non gouvernementaux (comportant ainsi les entreprises publiques).

### Graphique A Capacité nette/besoin net de financement de la zone euro

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

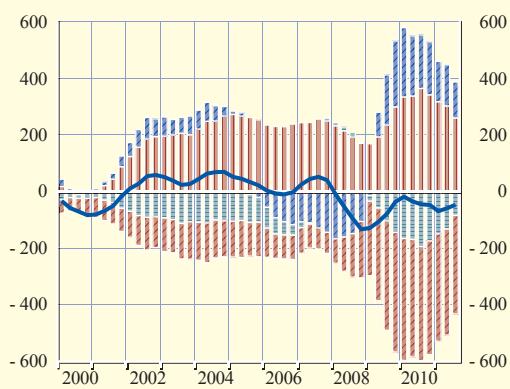
#### 1) Par secteur

- Zone euro
- Ménages
- Sociétés non financières
- Sociétés financières
- Administrations publiques



#### 2) Par groupes de pays pour les administrations publiques et le secteur privé

- Zone euro
- Groupe en excédent extérieur – Secteur privé
- Groupe en excédent extérieur – Administrations publiques
- Groupe en déficit extérieur – Secteur privé
- Groupe en déficit extérieur – Administrations publiques



Sources : Eurostat et BCE

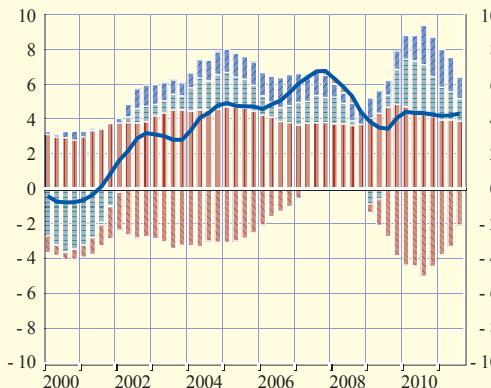
Note : La capacité nette/le besoin net de financement illustré(e) dans les graphiques de cet encadré a été ajusté(e), par commodité, afin d'exclure les « acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits » (pour éviter les distorsions créées par les importantes recettes tirées de la cession des licences de téléphonie mobile UMTS en 2000).

### Graphique B Capacité nette/besoin net de financement par groupes de pays

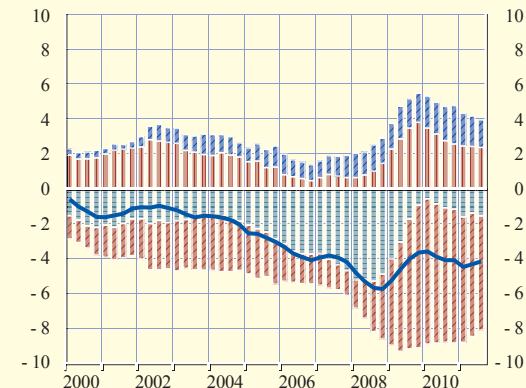
(sommes sur quatre trimestres ; en pourcentage du PIB)

- Total
- Ménages
- Sociétés non financières
- Sociétés financières
- Administrations publiques

#### 1) Groupe en excédent extérieur



#### 2) Groupe en déficit extérieur



Sources : Eurostat et BCE

Note : La capacité nette/le besoin net de financement illustré(e) dans les graphiques de cet encadré a été ajusté(e), par commodité, afin d'exclure les « acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits » (pour éviter les distorsions créées par les importantes recettes tirées de la cession des licences de téléphone mobile UMTS en 2000).

de ces excédents du secteur privé a trouvé sa contrepartie dans des déficits généralement élevés des administrations publiques<sup>5</sup>. En outre, dans le groupe en déficit extérieur considéré dans son ensemble<sup>6</sup>, la situation budgétaire ne s'étant pas suffisamment redressée lors des années d'expansion (avec un déficit global de 1,4 % du PIB en 2007), les finances publiques ont fini par être sérieusement altérées en 2009 2010, nécessitant des mesures correctives immédiates et de grande ampleur. Cette situation contraste avec les administrations publiques du groupe en situation d'excédent extérieur, qui ont profité de la période de forte croissance pour transformer leur déficit global en un excédent (en 2007), même si cela n'a pas empêché l'apparition ultérieure de déficits excessifs appelant également des corrections.

Le graphique B illustre la composition sectorielle des différences présentées par les soldes du secteur privé entre les deux groupes de pays. Au cours de la crise, partant des niveaux beaucoup plus faibles atteints lors du pic de croissance, la capacité nette de financement des ménages a davantage augmenté dans le groupe en situation de déficit extérieur que dans celui en situation d'excédent extérieur. Les excédents des sociétés financières (essentiellement leurs bénéfices non distribués) ont été importants dans les deux groupes de pays, mais ont connu une progression légèrement supérieure dans le groupe en excédent extérieur à la suite de la crise, après avoir diminué lors du pic de croissance. Toutefois, l'hétérogénéité entre les deux groupes de pays paraît dans l'ensemble plus prononcée dans le cas des sociétés non financières. Tandis que les sociétés non financières du groupe en déficit extérieur ont

5 À noter que cette contrainte comptable fondamentale n'indique pas en soi le sens du lien de causalité, à savoir si les déficits publics ont résulté d'une augmentation de l'épargne/des excédents du secteur privé ou si ces derniers ont réagi à une hausse des déficits publics.

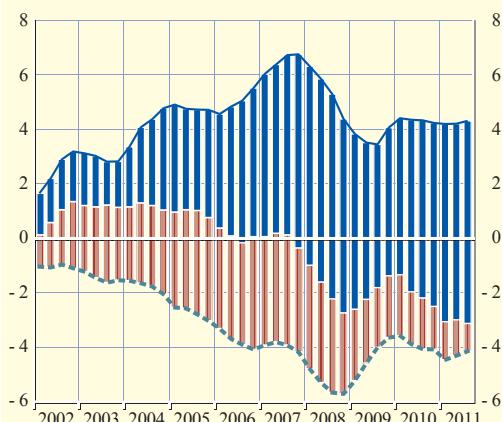
6 Certains pays du groupe du déficit extérieur (comme l'Espagne ou l'Irlande) ont toutefois enregistré des excédents publics au plus fort de la phase d'expansion. Par conséquent, les déficits de leurs comptes courants reflétaient la désépargne et les retards de compétitivité du secteur privé.

### Graphique C Écarts constatés entre le groupe de pays en excédent extérieur et celui en déficit extérieur

(sommes sur quatre trimestres ; en pourcentage du PIB)

- Contribution de l'écart entre les taux d'épargne (différence entre le groupe en excédent extérieur et celui en déficit extérieur)
- Contribution de l'écart entre les taux d'investissement (différence entre le groupe en excédent extérieur et en déficit extérieur)
- Capacité nette/besoin net de financement – groupe en déficit extérieur
- Capacité nette/besoin net de financement – groupe en excédent extérieur
- Écart entre les taux d'épargne des ménages (contributions)
- Écart entre les taux d'épargne des sociétés non financières (contributions)
- Écart entre les taux d'épargne des sociétés financières (contributions)
- Écart entre les taux d'épargne des administrations publiques (contributions)
- Épargne totale – groupe de pays en déficit extérieur
- Épargne totale – groupe de pays en excédent extérieur

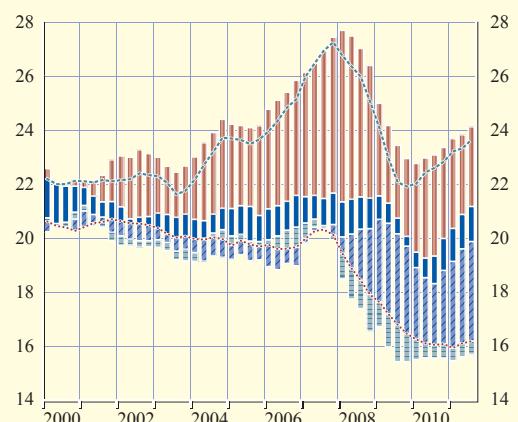
#### 1) Taux d'épargne et d'investissement<sup>1)</sup>



Sources : Eurostat et BCE

1) L'écart entre les taux d'épargne inclut les transferts nets en capital.

#### 2) Taux d'épargne sectoriels



conservé leur traditionnel besoin net de financement sur toute la période, celles appartenant au groupe en excédent extérieur ont enregistré, à partir de 2003, une capacité nette de financement atypique et persistante, situation qui s'observe généralement lors des phases de récession ou qui sont associées à d'importants investissements directs à l'étranger. Il est intéressant de noter que les soldes financiers en expansion des sociétés non financières s'étaient inversés plus tôt, au début de la crise, dans le groupe en situation de déficit extérieur, le besoin net de financement atteignant un pic au troisième trimestre 2008. Dans le groupe affichant un excédent extérieur, le pic n'a été atteint qu'au premier trimestre 2009.

### L'épargne et l'investissement

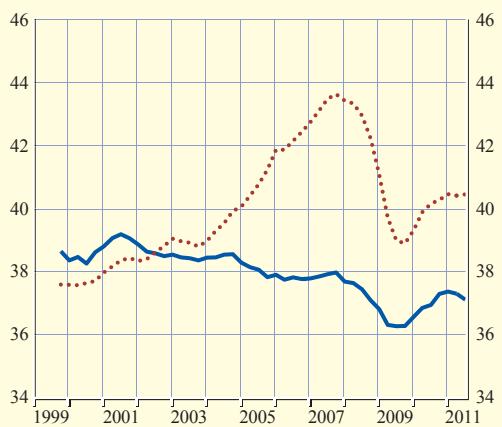
Des enseignements utiles peuvent être tirés de l'analyse des excédents/déficits en examinant la dynamique des deux principales composantes de la capacité nette/du besoin net de financement que sont l'investissement (formation brute de capital) et l'épargne (y compris les transferts nets en capital). La partie 1 du graphique C retrace la dynamique des écarts constatés entre les deux groupes du point de vue à la fois des taux d'épargne (c'est-à-dire le ratio épargne intérieure/PIB du groupe de pays affichant un excédent extérieur moins celui du groupe de pays en situation de déficit extérieur) et des taux d'investissement, qui expliquent la dynamique de l'écart entre les soldes extérieurs du groupe en excédent et ceux du groupe en déficit. Comme on peut le voir sur le graphique, le creusement progressif, mais finalement substantiel, de cet écart avant la récession de 2008 résulte essentiellement de l'augmentation de l'écart entre les taux d'épargne intérieure et, dans une moindre mesure, de l'écart entre les taux d'investissement (en raison des taux d'investissement toujours plus élevés dans le groupe de pays affichant un déficit extérieur). La partie 2 du graphique C retrace la progression rapide de l'écart entre les taux d'épargne jusqu'en 2007, sous l'effet de la baisse générale des taux d'épargne du groupe de pays en situation de déficit extérieur, en net contraste avec l'augmentation prononcée de ceux du groupe de pays affichant un excédent extérieur. En outre, elle présente les contributions des différents secteurs aux écarts entre les taux d'épargne. Les divergences constatées, entre les deux groupes de pays, dans le comportement d'épargne sont largement attribuables au secteur des sociétés non financières, où les écarts se sont creusés jusqu'en 2008. Les taux d'épargne rapportés au PIB des sociétés non financières du groupe de pays affichant un excédent extérieur se sont inscrits en hausse constante durant cinq ans jusqu'en 2008, alors que ceux des pays en situation de déficit extérieur ont régulièrement diminué durant la même période. L'écart entre les taux d'épargne des ménages, en revanche, est demeuré plus stable durant cette période.

Durant la récession de 2008-2009, les écarts de taux d'épargne se sont resserrés dans une certaine mesure, aussi bien pour les sociétés non financières que pour les ménages, l'épargne des entreprises affichant une contraction plus prononcée dans le groupe de pays enregistrant un excédent extérieur et l'épargne des ménages augmentant davantage dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur. Ces importants mouvements asymétriques de l'épargne au cours de la récession se sont partiellement inversés par la suite. Enfin, si l'épargne des administrations publiques dans les deux groupes de pays n'a guère affiché de

**Graphique D Ratio excédent brut d'exploitation/ valeur ajoutée des sociétés non financières**

(moyennes sur quatre trimestres ; en pourcentage)

— Groupe de pays en excédent extérieur  
.... Groupe de pays en déficit extérieur

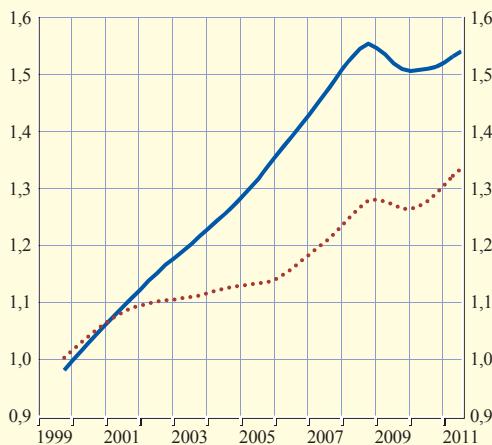


Sources : Eurostat et BCE

**Graphique E Rémunération des salariés par les sociétés non financières**

(moyennes sur quatre trimestres ; en pourcentage)

— Groupe de pays en excédent extérieur  
···· Groupe de pays en déficit extérieur

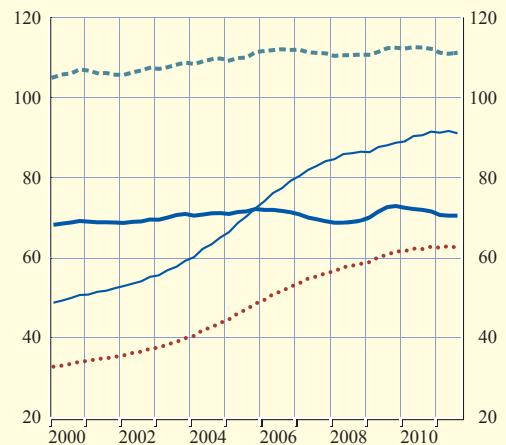


Sources : Eurostat et BCE

**Graphique F Ratio d'endettement des agents non financiers du secteur privé**

(en pourcentage du revenu disponible brut ou du PIB)

— Groupe en excédent extérieur – Sociétés non financières  
···· Groupe en déficit extérieur – Sociétés non financières  
--- Groupe en excédent extérieur – Ménages  
— Groupe en déficit extérieur – Ménages



Sources : Eurostat et BCE

divergences avant 2007, celles-ci se sont accentuées par la suite. Durant la récession, l'épargne des administrations publiques a diminué plus rapidement et de manière plus prononcée dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur. Cette évolution n'a pas été corrigée, mais contrebalancée par le rebond plus marqué, depuis mi-2010, de l'épargne des administrations publiques dans le groupe de pays affichant un excédent extérieur. Dans ce groupe, l'épargne brute est redevenue positive au cours des douze mois jusqu'au deuxième trimestre 2011.

### Les marges des entreprises

Le recul des bénéfices non distribués et la position fortement déficitaire des sociétés non financières qui en a découlé dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur s'explique notamment par la moindre rentabilité de ces sociétés, mesurée, par exemple, par l'excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée (cf. graphique D). Ces taux de marge se situaient à des niveaux analogues (autour de 38 %) dans les deux groupes de pays jusqu'en 2004, mais ils ont commencé à diverger par la suite, s'établissant à un point haut de 43,7 % fin 2007 dans le groupe de pays affichant un excédent extérieur, alors qu'ils ont diminué dans le groupe de pays en situation de déficit. Cette évolution a fait apparaître un écart de près de 6 points de pourcentage, qui s'est temporairement resserré durant la récession de 2008-2009, mais s'est creusé à nouveau durant la phase de reprise qui a suivi. À compter du troisième trimestre 2011, les taux de marge des sociétés non financières sont demeurés globalement déprimés dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur, ressortant à 3,4 points de pourcentage de moins que dans le groupe de pays affichant un excédent extérieur. Cette évolution s'explique principalement par le fait que, dans le groupe en déficit extérieur, la hausse des salaires versés par les entreprises entre 2000 et 2010 (cf. graphique E) a été beaucoup plus importante que ne le justifiait la plus forte croissance de la production (en termes à la fois d'augmentation de la productivité et de l'emploi) dans ces pays. En effet, toute variation de la rémunération totale des salariés

peut se décomposer en croissance en volume de la production et en évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur, ces derniers ont augmenté de 28 % au cours des dix années jusqu'en 2010, contre une hausse inférieure à 11 % dans le groupe de pays affichant un excédent extérieur<sup>7</sup>. Cet écart reflète la progression excessive des salaires observée au cours des dix dernières années dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur comparée à celle des pays affichant un excédent extérieur, entraînant une perte de compétitivité. Cette évolution a comprimé les marges des entreprises du groupe de pays en situation de déficit extérieur, les entreprises, notamment les sociétés non financières exposées à la concurrence étrangère, ne pouvant répercuter pleinement la hausse des coûts.

### L'endettement

La configuration différente des excédents/déficits au sein de la zone euro a également entraîné des profils différents en matière d'accumulation de la dette. C'est ce qui ressort du ratio d'endettement des agents non financiers (cf. graphique F). Rapportés au revenu ou au PIB, les ratios d'endettement des ménages et des sociétés non financières se sont inscrits en hausse constante dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur, alors qu'ils sont demeurés pratiquement inchangés dans le groupe de pays affichant un excédent extérieur. S'agissant des ménages, les évolutions résultent au premier chef de la phase d'essor du marché du logement dans certains pays du groupe en situation de déficit (notamment l'Espagne et l'Irlande), tandis que les évolutions observées dans le cas des sociétés non financières sont plus généralisées. Dans le même temps, les sociétés non financières du groupe de pays affichant un excédent extérieur ont entamé un processus de désendettement en 2009, ce dernier étant en revanche beaucoup plus modéré dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur, qui ont affiché des ratios d'endettement stables, pour l'essentiel, au cours des derniers trimestres. De même, le ratio d'endettement des ménages a affiché une plus grande résistance dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur que dans celui des pays enregistrant un excédent, d'où un ratio globalement inchangé pour l'ensemble de la zone euro au cours des derniers trimestres.

### Conclusions

Dans l'ensemble, la présentation des comptes de la zone euro sur la base des groupes de pays affichant un déficit ou un excédent extérieur peut apporter un éclairage sur la dynamique des déséquilibres sectoriels croissants au sein de la zone euro durant la phase d'expansion. *A posteriori*, ces déséquilibres reflètent en majeure partie l'incidence de l'envolée de la demande locale au sein du groupe de pays en situation de déficit extérieur. L'analyse des profils d'évolution de l'épargne et de l'investissement montre que, jusqu'en 2008, une grande partie des déséquilibres croissants entre les deux groupes de pays a résulté des divergences observées au titre des bénéfices non distribués des sociétés non financières, qui ont augmenté dans les pays affichant un excédent extérieur et diminué dans le groupe de pays déficitaires. Cette évolution, quant à elle, reflète essentiellement l'incidence de l'augmentation rapide des salaires dans le groupe de pays en situation de déficit extérieur, qui ne s'est pas accompagnée de gains de productivité de même ampleur, d'où une détérioration de la compétitivité de ce groupe de pays. Enfin, les déséquilibres constatés au cours des années d'expansion et le rééquilibrage incomplet des excédents/déficits sectoriels depuis le début de la crise se reflètent également dans la persistance de différences concernant les évolutions de l'endettement, le ratio d'endettement des agents non financiers du groupe de pays affichant un excédent extérieur présentant une dynamique plus favorable.

7 Chiffres pondérés du PIB

#### Encadré 4

#### LES COMPTES INTÉGRÉS DE LA ZONE EURO AU TROISIÈME TRIMESTRE 2011<sup>1</sup>

Les comptes intégrés de la zone euro publiés le 30 janvier 2012, qui couvrent les données jusqu'au troisième trimestre 2011, fournissent une information complète sur les revenus, les dépenses, le financement et les choix de portefeuille des secteurs institutionnels de la zone. Le rééquilibrage sectoriel progressif des déficits/excédents financiers observé durant la phase de reprise économique a redémarré au troisième trimestre : le taux d'épargne des ménages, après s'être stabilisé au cours des trimestres précédents, a reculé de nouveau pour atteindre les bas niveaux d'avant la crise ; la forte diminution des déficits publics a repris ; et les sociétés non financières (SNF) ont de nouveau enregistré un besoin net de financement, qui s'est néanmoins quelque peu stabilisé. Dans le même temps, les importantes moins values latentes sur les portefeuilles d'actions dans un contexte de regain de turbulences sur les marchés financiers au cours du trimestre ont contribué à accroître le ratio d'endettement des sociétés non financières, à modérer la croissance du patrimoine net des ménages et à inverser le mouvement d'amélioration des ratios de capital des sociétés financières mesurés en valeur de marché.

#### Les revenus et la capacité nette ou le besoin net de financement de la zone euro

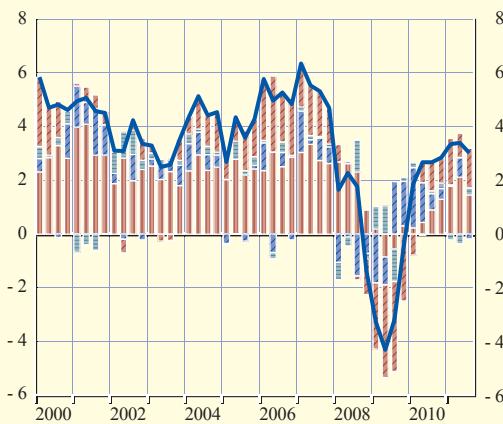
La croissance annuelle du revenu disponible brut nominal de la zone euro a légèrement fléchi, ressortant à 3,0 % au troisième trimestre 2011, reflétant le ralentissement de l'activité économique (cf. graphique A). Les revenus de la zone euro ont néanmoins progressé plus rapidement que la

1 Les données détaillées sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>

**Graphique A** Revenu disponible brut de la zone euro : contribution par secteurs

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

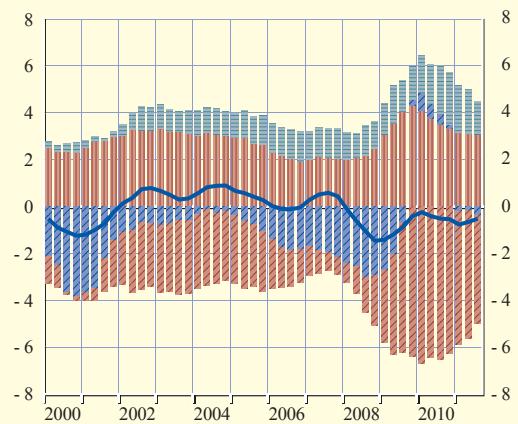
- Ensemble de la zone euro
- Ménages
- Sociétés financières
- Sociétés non financières
- Administrations publiques



**Graphique B** Capacité nette ou besoin net de financement de la zone euro

(en pourcentage du PIB ; sommes mobiles sur quatre trimestres)

- Ensemble de la zone euro
- Ménages
- Sociétés financières
- Sociétés non financières
- Administrations publiques



consommation totale (qui intégrait une faible croissance de la consommation publique, de moins de 1 % en rythme annuel), ce qui s'est traduit par le maintien d'une croissance robuste de l'épargne brute dans la zone (6,6 % en rythme annuel) au troisième trimestre 2011. Cette évolution reflète une forte réduction de la désépargne des administrations publiques et un accroissement de l'épargne des sociétés financières, mais une baisse de l'épargne des ménages et des sociétés non financières. La croissance de la FBCF dans la zone euro s'est graduellement repliée, ressortant à 3,1 % au troisième trimestre 2011, essentiellement en raison d'une baisse de l'investissement public, tandis que la croissance de l'investissement des sociétés non financières et des ménages s'est légèrement renforcée. En outre, le mouvement de reconstitution des stocks ayant touché à son terme, on a enregistré une progression plus lente de la FBCF au troisième trimestre 2011 (3,6 % en rythme annuel) qu'au début de l'année.

La FBCF de la zone euro ayant augmenté à un rythme plus faible que l'épargne au troisième trimestre 2011, le besoin net de financement de la zone a fléchi de nouveau, revenant à un niveau proche de l'équilibre en données corrigées des variations saisonnières (et représentant un déficit de 0,5 % du PIB en cumul sur quatre trimestres). Cette évolution reflète la réduction du déficit du compte de transactions courantes, qui traduit l'amélioration des exportations nettes de biens et de services. D'un point de vue sectoriel, cette évolution reflète essentiellement la reprise de la réduction des déficits des administrations publiques (revenus à 4,6 % du PIB au troisième trimestre 2011, en cumul sur quatre trimestres, après avoir atteint un point haut, à 6,7 %, au premier trimestre 2010), une faible diminution du besoin net de financement des sociétés non financières et une légère augmentation de la capacité nette de financement des sociétés financières (tous exprimés en données corrigées des variations saisonnières). En revanche, la capacité nette de financement des ménages s'est légèrement contractée (cf. graphique B)<sup>2</sup>. S'agissant du financement, les transactions transfrontières ont continué de se développer, de 100-200 milliards d'euros par trimestre au cours des derniers trimestres, mais la baisse des entrées brutes sur titres de créance ainsi que des cessions d'actions détenues à l'étranger au troisième trimestre 2011 dénotent une forme de retour à un biais domestique chez les investisseurs.

### Le comportement des secteurs institutionnels

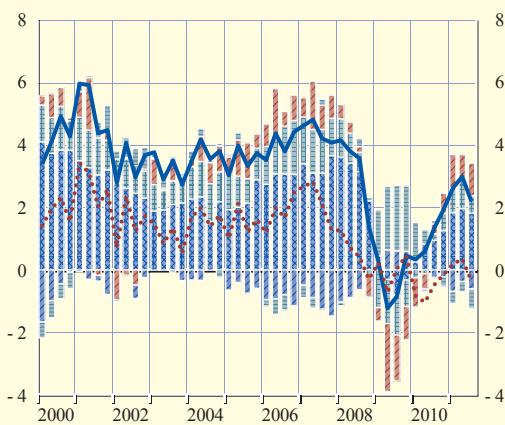
La croissance du revenu nominal des ménages s'est inscrite en baisse à 2,2 % en rythme annuel au troisième trimestre 2011 en raison de l'incidence de plus en plus défavorable de la pression fiscale (paiements d'impôts et transferts sociaux nets) et d'un fléchissement de la croissance de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte (cf. graphique C). La croissance des salaires et traitements a également marqué le pas, tandis que les revenus nets de la propriété ont soutenu la croissance du revenu des ménages. En termes réels, le revenu des ménages a recommencé à baisser (0,4 % en rythme annuel), après une brève interruption au premier semestre de l'année, notamment en raison de l'inflation découlant des cours élevés des matières premières. La consommation privée étant demeurée plus robuste que le revenu, les ménages ont de nouveau puisé dans leur stock d'épargne de précaution. De ce fait, le taux d'épargne a encore reculé, en données corrigées des variations saisonnières, pour revenir à son point bas d'avant la crise (13,3 %, cf. graphique D). Conjuguée à une légère progression de l'investissement, cette évolution a restreint la capacité nette de financement des ménages. Dans ce contexte, la croissance des financements s'étant stabilisée à des niveaux bas, les ménages ont encore réduit leur accumulation d'actifs financiers, arbitrant leurs portefeuilles au profit de dépôts et de titres

<sup>2</sup> La capacité nette ou le besoin net de financement d'un secteur est le solde de son compte de capital, qui mesure l'excédent de l'épargne et des transferts nets en capital reçus par rapport aux investissements en capital (capacité nette), ou vice versa (besoin net). C'est également le solde du compte financier, qui mesure la différence entre les opérations sur actifs financiers et les opérations sur les passifs.

**Graphique C Revenu disponible brut nominal des ménages**

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

- Revenu disponible brut
- Revenu disponible brut réel
- Prestations et cotisations sociales nettes
- Impôts directs
- Revenus nets de la propriété
- Excédent brut d'exploitation et revenu mixte
- Rémunérations des salariés

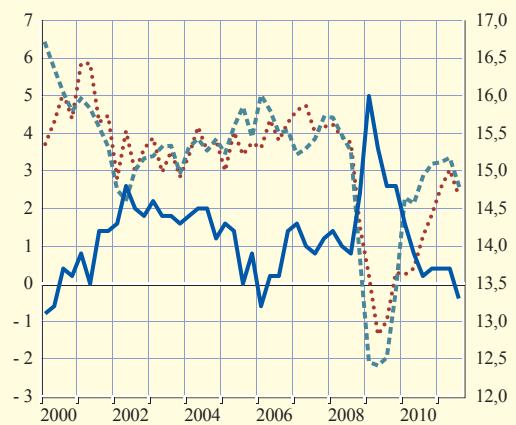


Sources : Eurostat et BCE

**Graphique D Revenu et consommation des ménages, taux d'épargne**

(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage du revenu disponible brut ; sommes mobiles sur quatre trimestres)

- Taux d'épargne – corrigé des variations saisonnières (échelle de droite)
- Croissance du revenu des ménages (échelle de gauche)
- Croissance nominale de la consommation (échelle de gauche)



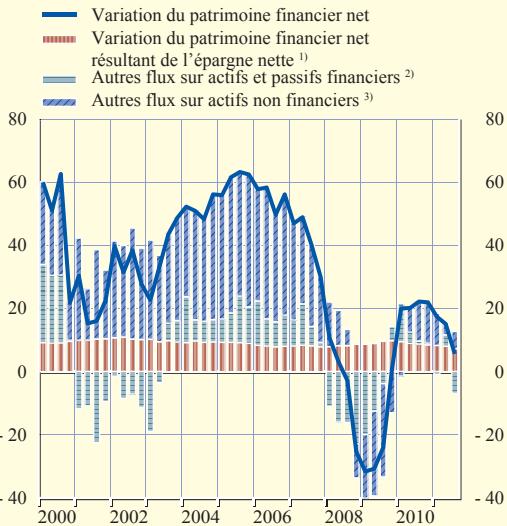
Sources : Eurostat et BCE

de créance moins risqués. Les moins values latentes subies par les ménages sur leurs portefeuilles d'actions ont affaibli la croissance en rythme annuel de leur patrimoine net (cf. graphique E).

La progression de l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières a encore nettement ralenti au troisième trimestre 2011, la croissance de la valeur ajoutée s'étant atténuée, mouvement toutefois partiellement compensé par une certaine modération de la croissance annuelle des salaires après le point haut de + 3,7 % enregistré au deuxième trimestre. De plus, ces entreprises ont accru la distribution de dividendes (nette des dividendes perçus) et payé davantage d'impôts sur les sociétés. En conséquence, l'épargne des sociétés non financières (c'est-à-dire leurs bénéfices non distribués) s'est contractée en rythme annuel, revenant à - 1,3 %, mais demeure élevée en valeur nominale (cf. graphique F). Dans un contexte de hausse progressive de la FBCF mais de modération du mouvement de reconstitution des stocks, le besoin net de financement des sociétés non financières a augmenté (en cumul sur quatre trimestres), tout en demeurant contenu. Cette évolution contraste avec la fragilité, avant la faillite de Lehman Brothers, du secteur excessivement développé des sociétés non financières, qui affichait alors un besoin net de financement très important. Leur position actuelle, prudemment expansionniste, se traduit par une légère accélération du financement sur une base consolidée, les sociétés non financières ayant accru leurs achats d'actions au troisième trimestre 2011 et poursuivi l'accumulation d'importants volants de liquidité (2 600 milliards d'euros). La désintermédiation du financement externe des sociétés non financières amorcée après la faillite de Lehman Brothers s'est encore atténuée, tandis que la progression des prêts des IFM s'accélérat légèrement (1,9 % en rythme annuel) et que la croissance des émissions de titres de créance et des prêts intra-sectoriels (crédits commerciaux et crédits intragroupes) était globalement stable, en deçà des niveaux robustes observés en 2009-2010. Dans le même temps, la réduction progressive de l'endettement constatée depuis le premier trimestre 2009 s'est interrompue, une deuxième hausse trimestrielle étant enregistrée en raison de l'incidence défavorable des moins-values sur portefeuilles d'actions.

**Graphique E Variation du patrimoine financier net des ménages**

(sommes mobiles sur quatre trimestres ; en pourcentage du revenu disponible brut)



Sources : Eurostat et BCE

Note : Les données relatives aux actifs non financiers sont des estimations de la BCE.

1) Ce poste recouvre l'épargne nette, les transferts nets en capital reçus et la différence entre les comptes financiers et non financiers.

2) Principalement les plus-values et moins-values sur les actions et autres participations

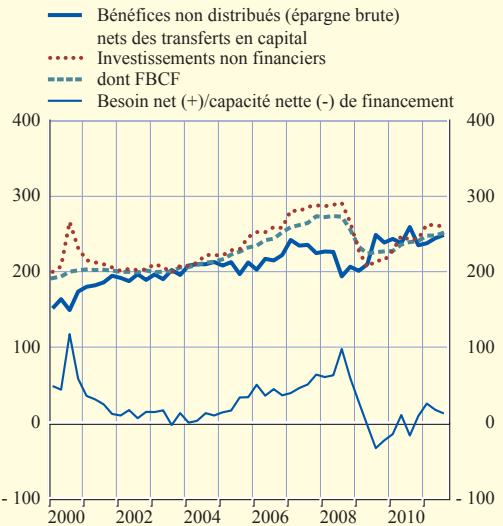
3) Principalement les plus-values et moins-values sur l'immobilier et les terrains

Au troisième trimestre 2011, la diminution assez rapide des déficits des administrations publiques observée depuis début 2010 (en données corrigées des variations saisonnières) a repris, après une interruption au deuxième trimestre, la faiblesse temporaire des recettes fiscales s'étant inversée. La croissance en glissement annuel des dépenses globales est restée assez faible à un taux proche de 1 % (hors transferts exceptionnels), reflétant l'incidence d'importantes mesures d'assainissement (dont une croissance annuelle pratiquement nulle de la rémunération des fonctionnaires), malgré des hausses significatives des paiements d'intérêt. Les émissions de titres de créance ont ralenti en rythme trimestriel (tout en demeurant élevées en cumul sur quatre trimestres) et ont été largement absorbées par des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, les banques et les non-résidents réduisant leurs portefeuilles.

Le revenu disponible des sociétés financières a augmenté au troisième trimestre 2011 en raison d'une hausse plus forte des dividendes perçus que des dividendes versés, tandis que la valeur ajoutée et les intérêts nets perçus ont poursuivi leur progression. Malgré l'importance des bénéfices nets non distribués (35 milliards d'euros par trimestre au cours des derniers trimestres), les actifs nets des sociétés financières évalués à leur valeur de marché (une mesure du ratio de fonds propres dans les comptes de la zone euro) ont fortement diminué en raison des importantes moins-values sur portefeuilles d'actions, demeurant toutefois nettement supérieurs à la valorisation boursière de leur capital social (cf. graphique G). Le graphique H montre que les sociétés financières ont subi d'importantes moins-values latentes, principalement sur leurs portefeuilles d'actions (actions cotées, actions non cotées et titres d'OPCVM). Sur les autres instruments (dépôts, prêts et titres de créance), en revanche, des plus-values latentes ont été enregistrées, résultant en partie de l'appréciation des actifs libellés en devises. En outre, les moins-values latentes sur titres de créance émis par des emprunteurs souverains en difficulté (tous enregistrés en valeur de marché dans les comptes de la zone euro, qu'ils

**Graphique F Épargne, investissements en capital et capacité nette (-)/besoin net (+) de financement des sociétés non financières**

(en milliards d'euros ; données cvs)



Sources : Eurostat et BCE

Note : La correction des variations saisonnières est effectuée par la BCE.

**Graphique G Ratios de capital des institutions financières hors OPCVM**

(en pourcentage du total des actifs)

- Fonds propres/actifs
- Situation nette/actifs
- - - Capital notionnel/actifs



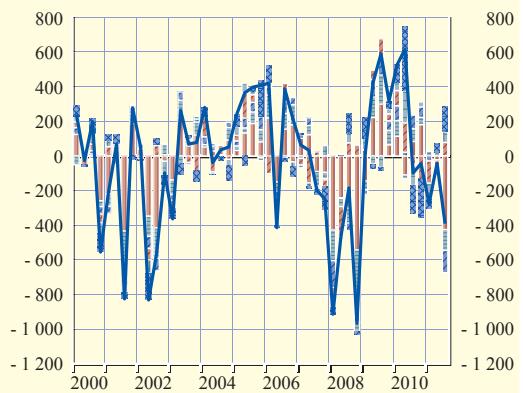
Source : BCE

Note : Le « capital social » comprend les actions et autres participations à l'exclusion des parts d'OPCVM. Les « fonds propres » sont définis comme la différence entre les actifs et les passifs hors actions et autres participations. Tous les actifs et passifs sont valorisés en valeur de marché. Le ratio « fonds propres notionnels/actifs » est calculé à partir des opérations sur fonds propres et actifs, c'est-à-dire hors variations de prix des actifs et passifs.

**Graphique H Plus-values et moins-values sur les actifs des sociétés financières**

(flux trimestriels ; montants en milliards d'euros)

- Total
- Actions cotées
- Actions non cotées
- Titres d'OPCVM
- Titres de créance
- Prêts
- Divers



Sources : Eurostat et BCE

Note : Le total correspond aux « autres flux économiques », qui se rapportent principalement aux plus-values et moins-values (réalisées ou latentes) (y compris les abandonnements de créances).

figurent dans le portefeuille de négociation ou dans le portefeuille bancaire) ont été plus que compensées par des plus-values sur d'autres titres de créance, notamment ceux émis par d'autres administrations publiques de la zone euro ayant bénéficié des mouvements de report vers les valeurs refuge.

### Les évolutions des bilans

Au troisième trimestre 2011, la croissance annuelle du patrimoine net des ménages a nettement ralenti, pour s'établir à 5,6 % de leur revenu (après un point haut de 22 % au quatrième trimestre 2010). Malgré une influence positive, quoiqu'en légère baisse, de l'épargne nette (7,2 % du revenu), les ménages ont dans l'ensemble enregistré des moins-values latentes (1,6 % du revenu), principalement sur leurs portefeuilles d'actions. Des plus-values latentes, toutefois modérées, ont de nouveau été enregistrées sur les actifs non financiers (logement) (cf. graphique E).

La baisse des cours boursiers s'est également traduite par une forte hausse du ratio endettements/actifs des sociétés non financières, interrompant la réduction progressive de l'endettement observée depuis le premier trimestre 2009. Elle explique aussi la nette diminution des ratios de fonds propres des sociétés financières lorsqu'ils sont calculés en valeur de marché. Le ratio fonds propres « notionnels »/actifs des sociétés financières (calculé par cumul des opérations sur la durée, hors incidence des variations de prix d'actifs) a beaucoup moins baissé (0,1 point de pourcentage), reflétant principalement l'effet mécanique du soutien en liquidité accru de l'Eurosystème sur les deux côtés du bilan. En parallèle, l'importance des bénéfices non distribués des sociétés non financières et l'ampleur du recours aux marchés boursiers (émissions supérieures à 100 milliards d'euros au troisième trimestre 2011) ont continué de contribuer positivement au renforcement de leur assise en fonds propres (graphique G).

### 3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,7 % en janvier 2012, sans changement par rapport au mois précédent. En moyenne, les taux d'inflation sont ressortis à 2,7 % en 2011, principalement en raison du renchérissement des prix de l'énergie et des autres matières premières. L'inflation devrait rester supérieure à 2 % au cours des prochains mois, avant de revenir en deçà de ce niveau. Ce scénario reflète les anticipations selon lesquelles, dans un contexte de croissance faible dans la zone euro et à l'échelle mondiale, les tensions sous-jacentes sur les prix dans la zone euro devraient rester limitées. Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme demeurent globalement équilibrés.

#### 3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 2,7 % en janvier 2012, sans changement par rapport à décembre 2011 (cf. tableau 5). La hausse des cours du pétrole et le relèvement des droits d'accise sur les carburants dans certains pays de la zone euro, ainsi que les effets de la dépréciation antérieure de l'euro, semblent avoir dopé les prix de l'énergie en janvier et largement contrebalancé un effet de base de -0,2 point de pourcentage lié à la composante énergie. Les prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, les prix des produits alimentaires ont été les principaux facteurs à l'origine du niveau moyen élevé de l'IPCH en 2011, qui s'est inscrit à 2,7 %. L'encadré 5 analyse les effets de base liés aux fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires en 2011, et l'incidence qu'ils exercent sur le profil d'évolution de l'inflation annuelle en 2012.

Tableau 5 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)	2010	2011	2011 Août	2011 Sept.	2011 Oct.	2011 Nov.	2011 Déc.	2012 Janv.
<b>IPCH et composantes</b>								
Indice global <sup>1)</sup>	1,6	2,7	2,5	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7
Énergie	7,4	11,9	11,8	12,4	12,4	12,3	9,7	.
Produits alimentaires non transformés	1,3	1,8	1,1	1,4	1,8	1,9	1,6	.
Produits alimentaires transformés	0,9	3,3	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1	.
Produits manufacturés hors énergie	0,5	0,8	0,0	1,2	1,3	1,3	1,2	.
Services	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	.
<b>Autres indicateurs de prix</b>								
Prix à la production	2,9	5,9	5,8	5,8	5,5	5,4	4,3	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	60,7	79,7	76,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2
Cours des matières premières hors énergie	44,6	12,2	2,5	1,5	1,6	-1,9	-6,7	-4,6

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

1) La hausse de l'IPCH en janvier 2012 correspond à une estimation rapide d'Eurostat.

#### Encadré 5

##### EFFETS DE BASE ET INCIDENCE SUR L'IPCH EN 2012

La hausse de l'IPCH de la zone euro s'est sensiblement accélérée au premier semestre 2011 et est demeurée à des niveaux élevés pendant le reste de l'année. Cette évolution a reflété, pour l'essentiel, les fortes contributions des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires (cf. graphique A). Le présent encadré analyse les effets de base qui ont été générés par les fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires en 2011 et l'incidence qu'ils exercent sur le profil d'évolution de l'inflation annuelle en 2012.

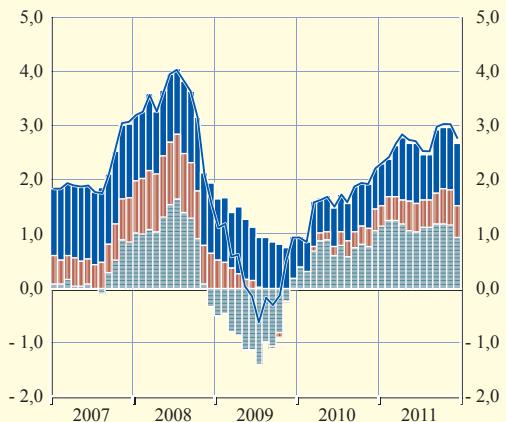
Les effets de base se produisent lorsque les variations du taux de croissance annuel d'un indicateur économique, dans le cas présent l'IPCH, résultent d'un mouvement atypique de cet indicateur douze mois auparavant, en raison, par exemple, de fortes modifications des prix des matières premières<sup>1</sup>. Plus spécifiquement, ces effets expliquent dans quelle mesure la variation d'un mois sur l'autre du taux annuel d'inflation résulte de « l'élimination » de l'indice des prix d'une évolution mensuelle inhabituelle intervenue douze mois auparavant. Quand on analyse les évolutions du taux d'inflation annuel, il est important d'opérer une distinction entre les effets de ces évolutions mensuelles atypiques intervenues douze mois auparavant et les évolutions du mois précédent (c'est-à-dire les mouvements effectifs d'un mois sur l'autre).

Compte tenu des fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires début 2011, les effets de base devraient exercer une forte influence à la baisse sur le profil d'évolution de l'inflation globale en 2012. Le graphique B présente la contribution attendue des effets de base liés aux composantes énergie et produits alimentaires à la variation d'un mois sur l'autre de l'inflation annuelle sur la période comprise entre janvier et décembre 2012<sup>2</sup>. Il montre en particulier que, selon les estimations, la contribution des effets de base liés aux prix de l'énergie devrait être négative pour la plupart des mois considérés et particulièrement prononcée au cours des quatre premiers mois de l'année, à mesure que les fortes hausses des prix de l'énergie enregistrées un an auparavant seront éliminées de la comparaison annuelle. De même, la contribution des effets de base liés aux prix des produits alimentaires devrait être essentiellement négative en 2012, mais généralement de plus faible ampleur.

L'incidence cumulée de ces effets de base influera sur le profil d'évolution de l'IPCH en 2012. L'incidence baissière cumulée des effets de base liés aux prix de l'énergie et des produits alimentaires devrait s'établir à 0,7 point de pourcentage environ en avril et osciller autour de ce niveau jusqu'à fin 2012 (cf. graphique C). La contribution des effets de base liés aux prix des produits alimentaires demeure modeste en termes absolus, mais elle gagne en importance au long de l'année par rapport à celle des effets de base liés aux prix de l'énergie.

**Graphique A Contributions à la hausse annuelle de l'IPCH à compter de janvier 2007**

— Contribution de l'ensemble des rubriques hors énergie et produits alimentaires 1)  
 ■ Contribution de la composante produits alimentaires à l'IPCH global  
 □ Contribution de la composante énergie à l'IPCH global  
 ■ IPCH global



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Y compris les composantes services et produits manufacturés hors énergie de l'IPCH

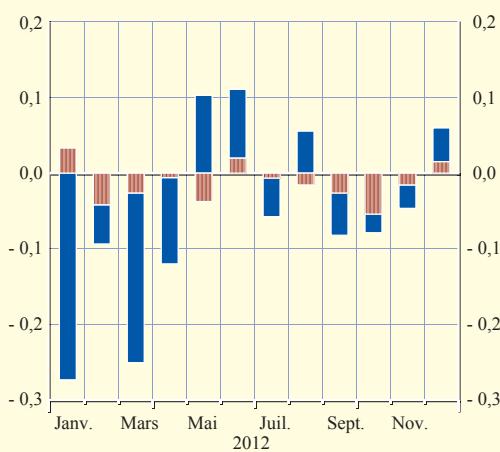
1) Techniquement, on peut définir l'effet de base comme la contribution aux variations du taux annuel d'inflation lors d'un mois particulier de l'écart du taux mensuel de variation du mois de référence (le même mois un an auparavant) par rapport à son profil d'évolution saisonnier habituel ou normal. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Le rôle des effets de base dans le profil d'évolution de l'IPCH* du *Bulletin mensuel* de décembre 2008

2) L'identification et l'estimation des effets de base ne sont pas aisées. Définir un effet de base comme résultant d'influences atypiques survenues un an auparavant fait intervenir le calcul de l'écart du taux de variation mensuel sur la période de base par rapport à son profil habituel d'évolution, mais il n'existe pas de méthode largement admise permettant d'identifier ces influences atypiques sur l'inflation. Aux fins du présent encadré, le profil habituel des variations mensuelles de l'IPCH est calculé pour chaque mois en ajoutant un effet saisonnier estimé à la variation mensuelle moyenne observée depuis janvier 1995.

**Graphique B Contribution des effets de base des composantes énergie et produits alimentaires à la variation mensuelle de l'IPCH annuel en 2012**

(en points de pourcentage)

- Effets de base de la composante énergie
- Effets de base de la composante produits alimentaires

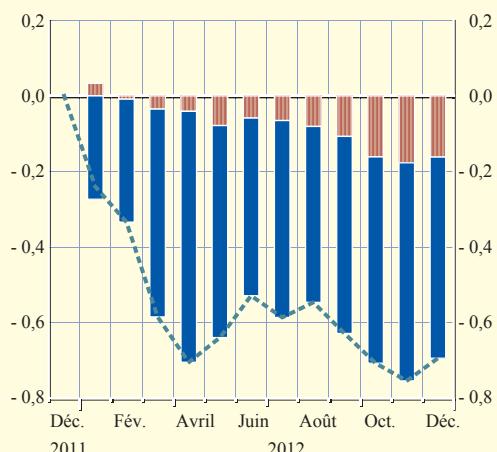


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

**Graphique C Incidence cumulée des effets de base des composantes énergie et produits alimentaires en 2012**

(en points de pourcentage)

- Effets de base de la compagnie énergie
- Effets de base de la composante produits alimentaires
- Incidence cumulée des effets de base des composantes énergie et produits alimentaires



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

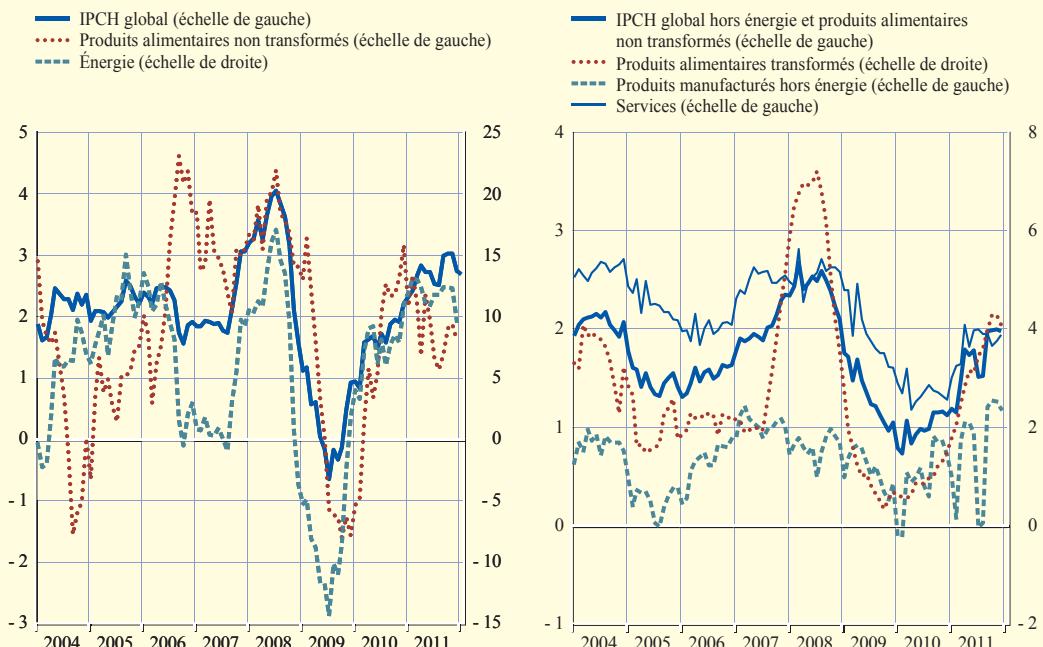
Globalement, les effets de base baissiers issus principalement des évolutions passées des prix de l'énergie devraient entraîner un profil d'évolution baissier de l'inflation annuelle au cours des prochains mois. Ce scénario suppose l'absence de fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires en 2012, ce qui concorde avec le profil actuellement plat des cotations sur les marchés à terme du pétrole pour les prochains mois. Toutefois, le profil du taux annuel de variation de l'IPCH dépendra aussi de l'incidence des évolutions des fondamentaux économiques, comme la vigueur de la demande de consommation et la croissance des coûts de main-d'œuvre, ainsi que des éventuelles modifications de la fiscalité indirecte et des prix administrés. Par conséquent, il ne peut être évalué mécaniquement en se fondant uniquement sur les effets de base.

En décembre 2011, dernier mois pour lequel une ventilation officielle est disponible, le taux de croissance annuel de l'IPCH global s'est établi à 2,7 %, après 3,0 % les trois mois précédents (cf. graphique 22). Cette diminution a reflété un ralentissement des rythmes annuels de hausse de l'ensemble des composantes de l'IPCH, notamment de l'énergie. La seule exception a concerné la composante services, dont le taux de progression annuel est resté inchangé.

Un examen plus détaillé des principales composantes de l'IPCH montre que la hausse des prix de l'énergie est revenue de 12,3 % en novembre à 9,7 % en décembre, son plus bas niveau depuis novembre 2010. Ce recul résulte d'un effet de base baissier, ainsi que d'une légère diminution des prix de l'énergie en glissement mensuel. En particulier, les taux de variation annuels des prix des combustibles liquides et des carburants et lubrifiants destinés au transport de personnes, ont baissé en décembre par rapport au mois précédent (de 26,7 % à 18,9 % et de 13,1 % à 8,9 %, respectivement).

### Graphique 22 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Le rythme annuel de variation des prix des produits alimentaires non transformés a fléchi de 0,3 point de pourcentage pour s'établir à 1,6 % en décembre, la baisse de la progression annuelle des prix des fruits et légumes ayant plus que compensé la hausse du taux de variation annuel des prix de la viande. S'agissant des prix des produits alimentaires transformés, le taux de variation annuel s'est inscrit en légère baisse à 4,1 %, reflétant des évolutions mineures des prix de plusieurs rubriques. La progression annuelle des prix du tabac s'est encore ralentie en décembre.

Hors produits alimentaires et énergie, qui représentent 30 % environ du panier de l'IPCH, l'inflation annuelle est restée stable à 1,6 % en décembre 2011 pour le quatrième mois de suite. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est majoritairement déterminée par des facteurs domestiques tels que les salaires, les marges bénéficiaires et la fiscalité indirecte et recouvre deux postes principaux, à savoir les produits manufacturés hors énergie et les services.

Le taux de variation annuel des prix des produits manufacturés hors énergie s'est replié à 1,2 % en décembre. Celui des prix des services est demeuré inchangé à 1,9 %, la hausse des prix des services de transport ayant été compensée par une baisse des prix des services de communication. Les prix des services de logement, ainsi que ceux des loisirs et des services à la personne sont demeurés inchangés.

L'introduction des billets et des pièces en euros le 1<sup>er</sup> janvier 2002 s'est accompagnée d'inquiétudes largement répandues quant à une hausse générale des prix résultant du passage à l'euro fiduciaire. L'encadré 6 présente les évolutions de l'inflation perçue et examine les hausses moyennes des prix dans l'ensemble de la zone euro au cours des dix dernières années.

## Encadré 6

## LES HAUSSES MOYENNES DE PRIX DEPUIS LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE

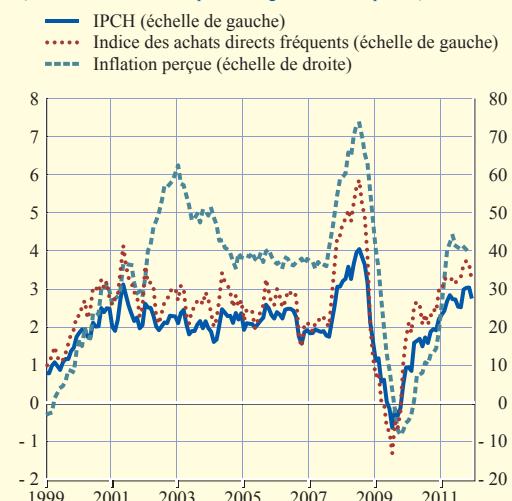
Lors de l'introduction des billets et pièces en euros le 1<sup>er</sup> janvier 2002, beaucoup ont craint que le passage à l'euro fiduciaire n'entraîne une hausse générale des prix. Cependant, ce sentiment contrastait avec le fait que l'on prévoyait généralement que le passage à l'euro fiduciaire exercerait, à long terme, un effet modérateur sur les prix grâce à une plus grande transparence et à une concurrence accrue<sup>1</sup>. Dans ce contexte, le présent encadré revient tout d'abord sur les évolutions de l'inflation perçue après le passage à l'euro fiduciaire, avant d'examiner les hausses moyennes de prix dans l'ensemble de la zone euro au cours des dix années écoulées depuis la transition.

## Inflation perçue et inflation effective

Aux alentours du passage à l'euro fiduciaire, les évolutions de l'inflation perçue, telle que mesurée par l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, ont commencé à s'écarte sensiblement de celles de l'inflation effective mesurée par l'IPCH (cf. graphique A)<sup>2</sup>. Il convient de noter, toutefois, que les niveaux des deux séries ne sont pas directement comparables, la mesure de l'inflation perçue étant fondée sur des informations qualitatives relatives à l'orientation des évolutions de prix et non sur le niveau de l'inflation<sup>3</sup>. Un écart sensible a cependant été constaté entre les tendances des deux indicateurs, durant un an environ. Cet écart a de nouveau diminué par la suite, les perceptions étant corrigées à la baisse. Depuis mi-2004, les évolutions de l'inflation perçue et de l'inflation effective ont été davantage synchronisées.

L'écart entre les évolutions de l'inflation perçue et celles de l'inflation effective aux alentours du passage à l'euro fiduciaire a été particulièrement visible s'agissant des prix des biens et des services que les consommateurs achètent plus fréquemment et qui peuvent par conséquent influencer davantage les perceptions d'inflation (cf. graphique A). Ces dépenses sont connues sous l'appellation d'« achats directs fréquents » (*frequent out-of-pocket purchases*-FROOPP) et recouvrent toutes les rubriques relatives aux produits alimentaires et la plupart des rubriques énergie de l'IPCH mais excluent, par exemple, les loyers et les assurances. On constate que les variations du niveau de l'inflation perçue ont été davantage corrélées avec l'indice des achats directs fréquents qu'avec l'IPCH. Compte tenu du poids relativement plus important des produits alimentaires et de l'énergie dans l'indice des achats directs fréquents que dans l'IPCH<sup>4</sup>

**Graphique A Housse de l'IPCH, hausse de l'indice des achats directs fréquents et inflation perçue**  
(variations annuelles en pourcentage ; soldes d'opinion)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE

1 Cf. l'encadré intitulé *Le passage à l'euro fiduciaire ne devrait globalement pas avoir d'incidence significative sur les prix à la consommation* du *Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2002.

2 Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes de la perception de l'inflation par les consommateurs* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2002 et l'encadré intitulé *Évolutions récentes du niveau perçu et du niveau effectif de l'inflation* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2002.

3 Cf. l'encadré intitulé *Enquête de la Commission européenne relative à la perception de l'inflation par les consommateurs* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mai 2007.

4 Considérés ensemble, les produits alimentaires et l'énergie ont une part de 29,7 % dans l'IPCH. Le poids d'une sélection de sous-composantes liées aux produits alimentaires et à l'énergie dans l'indice des achats directs fréquents est de 53 %.

et du fait que la zone euro a subi plusieurs chocs défavorables<sup>5</sup> touchant ces deux composantes des prix, la hausse de l'indice des achats directs fréquents a été, en moyenne, plus volatile et plus importante que celle de l'IPCH global au cours des dix dernières années. Cela a été particulièrement le cas en 2007-2008, période de chocs sévères sur les cours mondiaux des matières premières<sup>6</sup>.

### Hausses moyennes des prix des différentes composantes de l'IPCH

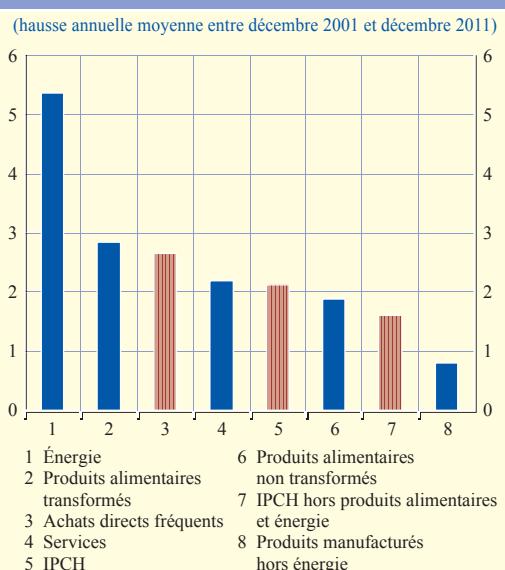
Globalement, la hausse moyenne de l'IPCH de la zone euro depuis le passage à l'euro fiduciaire s'est établie à 2,1 %. Toutefois, les évolutions de certaines catégories ont affiché des différences importantes depuis 2002, ce qui apparaît très clairement dans les graphiques B et C.

La multiplicité des chocs défavorables sur les prix des produits alimentaires et de l'énergie se reflète dans le fait que les taux annuels moyens de hausse des prix sont nettement plus élevés pour ces deux composantes que pour les autres. Pour l'ensemble de la composante énergie, le taux annuel moyen de hausse des prix depuis le passage à l'euro fiduciaire s'est établi à 5,4 %, alors qu'il a été de 9,6 % pour la sous-composante combustibles liquides.

Les prix des produits alimentaires transformés ont augmenté, en moyenne, de 2,8 % par an, reflétant dans une large mesure une hausse annuelle moyenne de 6 % des prix du tabac, liée principalement à des relèvements de la fiscalité. Les prix des produits alimentaires non transformés ont augmenté, en moyenne, de 1,9 % par an (2,4 % pour le poisson, 2,2 % pour les fruits, 1,8 % pour la viande et 1,4 % pour les légumes).

S'agissant des prix des services, l'augmentation annuelle moyenne observée depuis le passage à l'euro fiduciaire s'est établie à 2,2 %, évolution globalement conforme à la hausse moyenne de l'IPCH. La composante des services recouvre, par exemple, le prix d'un repas dans un restaurant, d'une coupe de cheveux ou d'un ticket de cinéma, qui ont été perçus comme ayant fortement augmenté au moment du passage à l'euro fiduciaire. Toutefois, en moyenne sur les dix années écoulées depuis lors, les hausses de prix n'ont pas présenté de caractère exceptionnel. Par exemple, les prix de la rubrique « salons de coiffure et esthétique corporelle » ont augmenté, en moyenne, de 2,2 % par an et ceux de la rubrique « restaurants, cafés et assimilés » de 2,8 % par an, ces derniers ayant été également affectés indirectement par les hausses des prix des produits alimentaires transformés. Enfin, la hausse annuelle moyenne de la composante produits manufacturés hors énergie n'a été que de 0,8 %, principalement en raison de la baisse significative des prix des biens liés aux technologies de l'information et de

Graphique B IPCH et principales composantes



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les principales composantes de l'IPCH sont l'énergie, les produits alimentaires transformés, les services, les produits alimentaires non transformés et les produits manufacturés hors énergie. L'indice des achats directs fréquents et l'IPCH hors produits alimentaires et énergie sont indiqués à titre de référence uniquement.

5 Pour une vue d'ensemble de l'accumulation des chocs ayant affecté la hausse de l'IPCH, cf. l'encadré intitulé *Accumulation de chocs affectant l'IPCH depuis le début de la phase III de l'UEM* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juin 2002

6 Cf. l'encadré intitulé *Incidences des tensions inflationnistes externes sur la hausse de l'IPCH de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011

### Graphique C Sélection de rubriques de l'IPCH

(hausse annuelle moyenne entre décembre 2001 et décembre 2011)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

la communication (TIC) en raison de progrès technologiques rapides dans ce domaine. Par exemple, les prix du matériel de traitement de l'information ont baissé de 12,5 % par an et ceux des équipements photographiques et cinématographiques et des instruments d'optique de 10,5 % par an. En revanche, la hausse annuelle moyenne des prix des articles de joaillerie et d'horlogerie est ressortie à 6,4 %, principalement en raison du renchérissement des matières premières, notamment de l'or, au cours des dernières années.

Dans l'ensemble, depuis le passage à l'euro fiduciaire, les évolutions de prix dans la zone euro ont affiché des différences importantes selon les biens et les services considérés. En témoigne clairement l'effet haussier des prix de l'énergie et des produits alimentaires résultant des chocs sur les cours mondiaux des matières premières, parallèlement à l'incidence à la baisse des prix des biens liés aux TIC en liaison avec les progrès technologiques dans ce domaine. Dans le même temps, les prix des services ont évolué globalement en phase avec la hausse moyenne de l'IPCH.

### 3.2 PRIX À LA PRODUCTION

La hausse des prix à la production dans l'industrie (hors construction) s'est ralenti, revenant de 5,4 % en novembre 2011 à 4,3 % en décembre (cf. graphique 23). Cette évolution reflète une forte diminution du taux annuel de variation des prix des biens intermédiaires et de l'énergie, résultant d'effets de base négatifs affectant ces deux composantes. Les tensions sur les prix des consommations intermédiaires se sont encore atténuées. Cette évolution est pour l'instant plus manifeste en amont de la chaîne de production (par exemple, prix à la production des biens intermédiaires) qu'en aval (prix à la production des biens de consommation hors denrées alimentaires). Hors construction et énergie, la hausse des prix à la production est revenue de 3,0 % en novembre à 2,6 % en décembre.

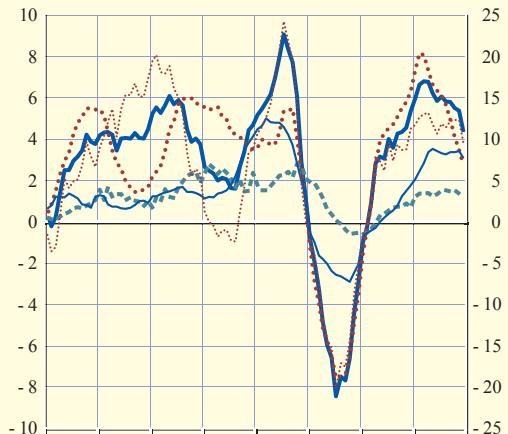
Sur la même période, la hausse des prix à la production dans le secteur des biens de consommation est revenue de 3,4 % à 3,1 %. Ce ralentissement est attribuable aux prix à la consommation des produits alimentaires, dont le taux de variation annuel est revenu de 4,7 % à 4,1 %. D'autres reculs sont attendus au cours des prochains mois, en raison de fortes baisses récentes du taux de variation annuel des cours des matières premières alimentaires dans l'UE. Le rythme de variation annuel de la composante hors produits alimentaires est resté inchangé à un niveau historiquement élevé de 1,7 %. Ces indications, ainsi que la hausse des prix à l'importation liée à la récente dépréciation de l'euro, dénotent la persistance de tensions inflationnistes sous-jacentes à court terme en amont sur les prix à la consommation.

En ce qui concerne les indicateurs tirés d'enquêtes, qui précèdent les évolutions des prix à la production, l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier est resté pratiquement inchangé en janvier 2012 et confirme donc la stabilisation qui a suivi le recul observé du printemps jusqu'en octobre 2011 (cf. graphique 24). En revanche, l'indice des prix des consommations intermédiaires dans le secteur manufacturier issu de l'enquête auprès des directeurs d'achat est passé de 49,8 en décembre 2011 à 52,8 en janvier 2012, faisant état d'une hausse mensuelle des prix des consommations intermédiaires pour la première fois depuis septembre 2011. Dans le secteur des services, les

Graphique 23 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

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

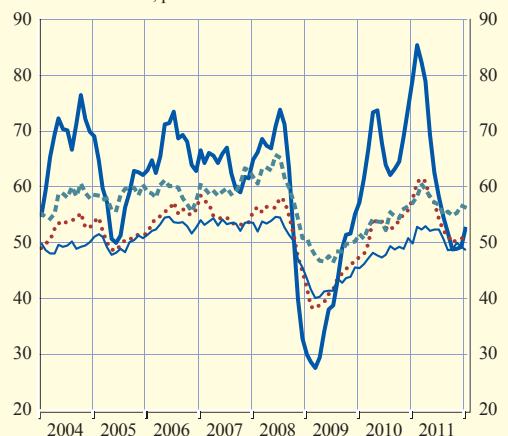


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 24 Enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production

(indices de diffusion ; données mensuelles)

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



Source : Markit

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

indices des prix des consommations intermédiaires et des prix de vente issus de l'enquête auprès des directeurs d'achat ont baissé en janvier, revenant de 56,6 à 53,3 et de 49,3 à 48,7, respectivement.

En résumé, de nouveaux effets de base baissiers conjugués à la diminution des tensions inflationnistes, anticipée par les données d'enquêtes relatives aux prix, laissent présager un nouveau ralentissement de la hausse des prix à la production au cours des mois à venir. Dans l'ensemble, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux prix restent légèrement inférieurs à leurs moyennes à long terme, attestant de tensions sur les prix généralement contenues.

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

Reflétant l'amélioration de la situation sur le marché du travail jusqu'à l'été 2011, les indicateurs de coûts de main-d'œuvre de la zone euro ont augmenté progressivement (cf. tableau 6 et graphique 25).

Les données provisoires pour novembre relatives aux salaires négociés dans la zone euro indiquent cependant une stabilisation de la croissance des salaires.

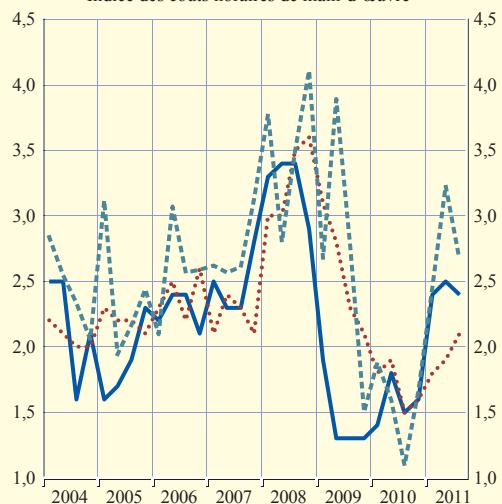
Les salaires négociés dans la zone euro ont augmenté de 2,1 % en rythme annuel au troisième trimestre 2011, après 1,9 % le trimestre précédent. Le rythme annuel de progression des coûts horaires de main-d'œuvre s'est ralenti, ressortant à 2,7 % au troisième trimestre contre 3,2 % le trimestre précédent. Ce ralentissement a principalement résulté des évolutions dans le secteur industriel, les reculs constatés dans les secteurs de la construction et des services marchands ayant été beaucoup moins prononcés. Globalement, les coûts non salariaux ont continué de progresser plus vite que la composante salaires et traitements des coûts horaires de main-d'œuvre dans la zone euro.

D'autres indicateurs de coûts de main-d'œuvre ont également montré des signes de stabilisation. La rémunération par tête est ressortie à 2,4 % en rythme annuel au troisième trimestre, pratiquement inchangée par rapport aux deux trimestres précédents. Dans le même temps, la variation annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre ne s'est accentuée que légèrement, ressortant à 1,3 % au troisième trimestre.

**Graphique 25 Sélection d'indicateurs de coûts de main-d'œuvre**

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

— Rémunération par tête  
.... Salaires négociés  
- - - Indice des coûts horaires de main-d'œuvre



Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

**Tableau 6 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre**

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2009	2010	2010 T3	2010 T4	2011 T1	2011 T2	2011 T3
Salaires négociés	2,6	1,7	1,5	1,6	1,8	1,9	2,1
Indice des coûts horaires de main-d'œuvre	2,7	1,6	1,1	1,7	2,5	3,2	2,7
Rémunération par tête	1,4	1,6	1,5	1,6	2,4	2,5	2,4
<i>Pour mémoire :</i>							
Productivité du travail	- 2,5	2,4	2,3	1,9	2,2	1,3	1,0
Coûts unitaires de main-d'œuvre	4,0	- 0,8	- 0,7	- 0,3	0,2	1,2	1,3

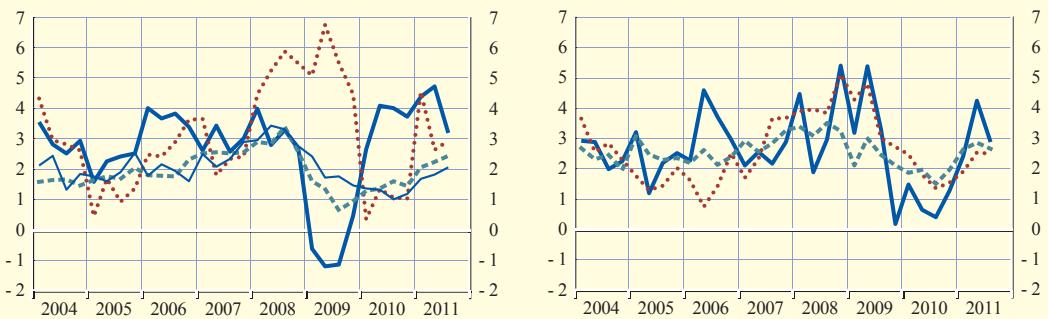
Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

### Graphique 26 Évolutions des coûts de main-d'œuvre dans les principaux secteurs

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

Industrie hors construction – RPT  
Construction – RPT  
Services marchands – RPT  
Services – RPT

Industrie hors construction – ICMO horaire  
Construction – ICMO horaire  
Services marchands – ICMO horaire



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

Cette évolution résulte essentiellement du recul du taux de croissance annuel de la productivité du travail, de 1,3 % au deuxième trimestre à 1,0 % au troisième trimestre, en liaison avec le ralentissement de la croissance de la production. Les enquêtes les plus récentes laissent présager une poursuite du ralentissement de la productivité pour les prochains trimestres, ce qui pourrait encore alimenter la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre. À moyen terme, les pressions s'exerçant sur les coûts de main-d'œuvre devraient rester contenues, compte tenu des perspectives de croissance relativement maussades et de l'atonie persistante du marché du travail.

### 3.4 PRÉVISIONS D'INFLATION

Les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % au cours des prochains mois, avant de revenir en deçà de 2 %. Les cours actuels des contrats à terme sur les matières premières indiquent qu'ils exercent une moindre incidence sur l'inflation, et les tensions sous-jacentes sur les prix dans la zone euro devraient rester limitées, reflétant les anticipations de croissance morose dans la zone et dans le monde.

La dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (cf. encadré 7) montre que, par rapport à la dernière campagne, les anticipations d'inflation des participants pour 2012 et 2013 sont demeurées globalement inchangées, avec une légère révision à la hausse pour 2012, à 1,9 %, et à la baisse pour 2013, à 1,7 %. Ces prévisions sont globalement conformes aux fourchettes ressortant des projections macroéconomiques de décembre 2011 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Les anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2016) demeurent inchangées, à 2,0 %.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme demeurent globalement équilibrés. Parmi les facteurs haussiers, ces risques ont trait à des augmentations plus importantes que prévu de la fiscalité indirecte et des prix administrés, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années, et à des hausses des cours des matières premières. Les principaux risques à la baisse sont liés à l'incidence d'une croissance économique plus faible qu'escompté dans la zone euro et dans le monde.

## Encadré 7

**RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DU PREMIER TRIMESTRE 2012 AUPRÈS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS**

Cet encadré présente les résultats de la campagne d'enquête du premier trimestre 2012 auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) menée par la BCE entre le 17 et le 20 janvier 2012 et pour laquelle cinquante-huit réponses ont été reçues<sup>1</sup>.

Par rapport à la précédente campagne d'enquête, les derniers résultats montrent que les anticipations d'inflation des participants relatives à 2012 et 2013 sont restées globalement inchangées. S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2016), l'estimation ponctuelle moyenne et la médiane des estimations ponctuelles sont demeurées inchangées à 2,0 %. Les anticipations relatives à la croissance du PIB ont été nettement révisées à la baisse pour 2012 et 2013.

**Légère révision des anticipations d'inflation à court terme, à la hausse pour 2012 et à la baisse pour 2013**

Les anticipations d'inflation ressortant de l'EPP s'établissent à 1,9 % pour 2012 et à 1,7 % pour 2013 (cf. tableau). Ces valeurs sont globalement conformes aux prévisions correspondantes du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro publiées en janvier 2012 et se situent dans les fourchettes publiées dans les projections macroéconomiques de décembre 2011 établies par les services de l'Eurosystème.

Par rapport à la campagne précédente, les anticipations d'inflation ont été révisées de 0,1 point de pourcentage, à la hausse pour 2012 et à la baisse pour 2013. Dans leurs commentaires qualitatifs, les participants ont attribué la légère révision à la hausse des prévisions d'inflation pour 2012 à une combinaison associant des révisions à la hausse des anticipations relatives à la fiscalité indirecte et

1) Cette enquête interroge des experts attachés à des institutions financières ou non financières établies dans l'UE sur leurs anticipations relatives à l'inflation, à la croissance du PIB en volume et au chômage dans la zone euro. Les données sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

**Résultats de l'EPP, des projections macroéconomiques de la BCE, du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

IPCH	Horizon temporel couvert		
	2012	2013	Long terme <sup>2)</sup>
EPP T1 2012	1,9	1,7	2,0
<i>EPP précédente (T4 2011)</i>	1,8	1,8	2,0
Projections macroéconomiques de la BCE (décembre 2011)	1,5-2,5	0,8-2,2	—
Consensus économique (janvier 2012)	1,9	1,7	2,0
Baromètre de la zone euro (janvier 2012)	1,8	1,7	2,1
<b>Croissance du PIB en volume</b>			
	2012	2013	Long terme <sup>2)</sup>
EPP T1 2012	- 0,1	1,1	1,8
<i>EPP précédente (T4 2011)</i>	0,8	1,6	1,8
Projections macroéconomiques de la BCE (décembre 2011)	- 0,4-1,0	0,3-2,3	—
Consensus économique (janvier 2012)	- 0,3	1,0	1,7
Baromètre de la zone euro (janvier 2012)	- 0,3	1,0	1,9
<b>Taux de chômage<sup>1)</sup></b>			
	2012	2013	Long terme <sup>2)</sup>
EPP T1 2012	10,6	10,6	8,8
<i>EPP précédente (T4 2011)</i>	10,0	9,7	8,5
Consensus économique (janvier 2012)	10,6	10,6	—
Baromètre de la zone euro (janvier 2012)	10,6	10,5	9,2

1) En pourcentage de la population active

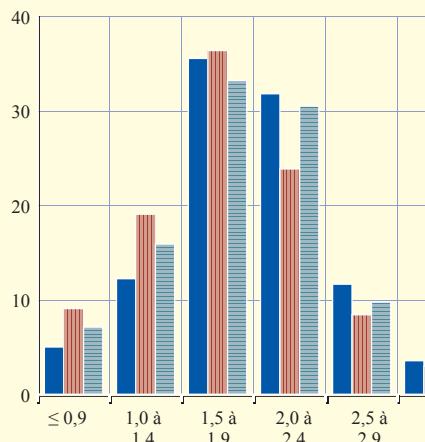
2) Les anticipations d'inflation à long terme correspondent à 2016 pour l'enquête EPP, le Consensus économique et le Baromètre de la zone euro.

**Graphique A Distribution des probabilités agrégées relatives au taux d'inflation annuel moyen en 2012 et 2013 ressortant des dernières campagnes d'enquête**

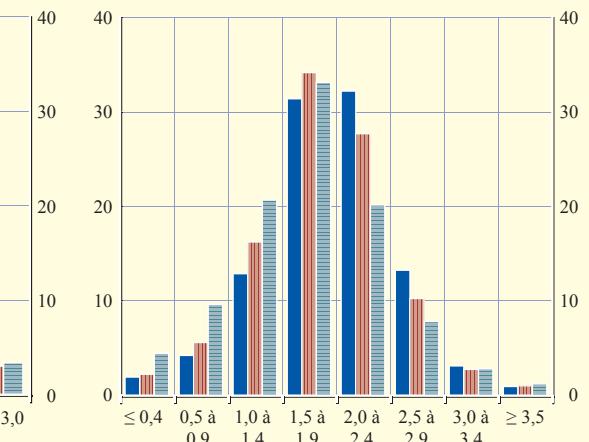
(probabilité en pourcentage)

a) 2012

EPP T3 2011  
EPP T4 2011  
EPP T1 2012



b) 2013



Source : BCE

Note : La distribution des probabilités agrégées correspond à la moyenne des distributions des probabilités fournies par les prévisionnistes professionnels.

aux prix administrés dans certains pays, une révision à la hausse relative aux cours du pétrole et une révision à la baisse des anticipations du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. En outre, ils mettent la révision à la baisse des prévisions d'inflation pour 2013 sur le compte d'anticipations de baisse de l'activité économique (pour partie en raison du renforcement des mesures d'assainissement budgétaire) et des marges bénéficiaires, ainsi que d'une augmentation du chômage.

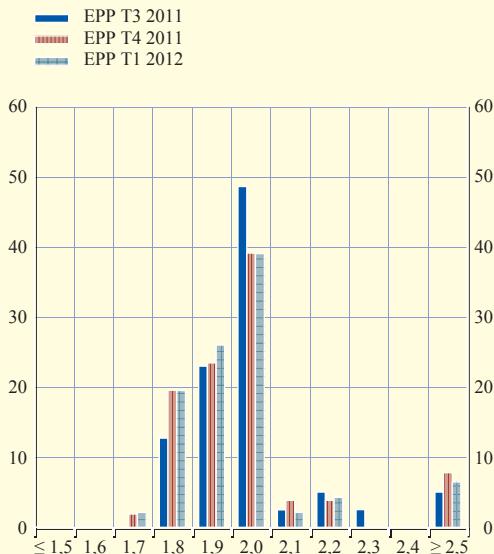
S'agissant des risques pesant sur ces perspectives d'inflation, la distribution de probabilités agrégées pour 2012 s'est légèrement déplacée vers le haut par rapport à la précédente campagne d'enquête (cf. graphique A). Les probabilités attachées aux intervalles compris entre 1,5 % et 1,9 % et entre 2,0 % et 2,4 % sont à présent assez similaires et légèrement supérieures à 30 %, et la probabilité associée à une inflation supérieure ou égale à 2 % a augmenté, passant de 35 % à 45 %. Contrairement à 2012, la distribution de probabilités agrégées pour 2013 s'est légèrement déplacée vers le bas par rapport à la campagne précédente, la plus forte probabilité étant à présent plus nettement associée à un intervalle compris entre 1,5 % et 1,9 %.

Certains participants ont cité le renchérissement de l'énergie et des matières premières, ainsi que de nouveaux relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés, comme faisant peser des risques à la hausse sur leur scénario de référence pour l'inflation, et des perspectives économiques plus médiocres que prévu comme principal risque à la baisse. Sur la base des distributions de probabilités, la balance des risques entourant les prévisions ponctuelles à court terme est considérée comme orientée à la baisse pour 2012 et globalement équilibrée pour 2013<sup>2</sup>.

2 La balance des risques est définie comme étant orientée à la hausse (à la baisse) quand il y a moins de participants qui déclarent une prévision ponctuelle supérieure (inférieure) à la moyenne de leur distribution de probabilités que de participants déclarant une prévision ponctuelle inférieure (supérieure) à la moyenne. La moyenne de la distribution de probabilités est calculée en prenant l'hypothèse que la masse des probabilités est concentrée sur le milieu de l'intervalle.

**Graphique B Distribution transversale des anticipations d'inflation à long terme (à cinq ans) entre les participants à l'EPP**

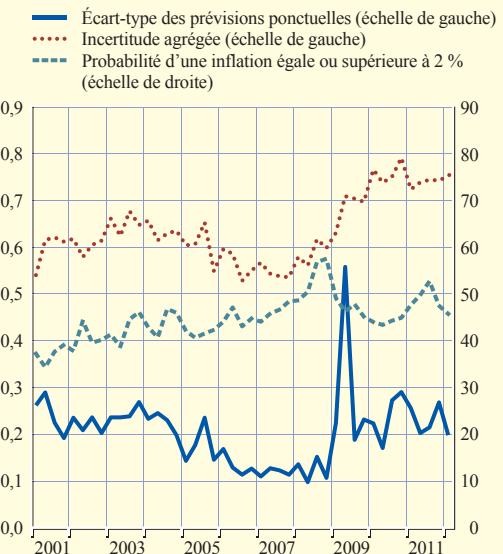
(en pourcentage des participants)



Source : BCE

**Graphique C Divergence de vues et incertitude concernant les anticipations d'inflation à plus long terme**

(en points de pourcentage ; en pourcentage)



Source : BCE

Note : L'incertitude agrégée est définie comme l'écart-type de la distribution de probabilité agrégée (en formulant l'hypothèse d'une fonction de densité de probabilité discrète avec une distribution de probabilité concentrée sur le milieu de l'intervalle).

### Stabilité à 2,0 % des anticipations d'inflation à plus long terme

L'estimation ponctuelle moyenne de l'inflation à plus long terme est inchangée à 2,0 % pour 2016. Assorties de deux décimales, les anticipations ressortent en moyenne à 1,98 %, contre 2,01 % lors de la précédente campagne. La médiane et le mode des prévisions ponctuelles sont inchangés à 2,0 %, et la proportion de participants à l'enquête ayant fourni une estimation ponctuelle de 2,0 % est stable à quelque 40 % (cf. graphique B). Les anticipations d'inflation à plus long terme sont aussi globalement conformes aux prévisions à plus long terme du Consensus économique publiées en octobre 2011 et à celles du Baromètre de la zone euro publiées en janvier 2012 (pour 2016 dans les deux cas).

La distribution des probabilités agrégées s'est légèrement déplacée vers le bas par rapport à la précédente campagne, la probabilité que l'inflation soit égale ou supérieure à 2,0 % revenant de 48 % à 46 %. Le nombre de participants dont la prévision ponctuelle est supérieure à la moyenne de leur distribution de probabilités étant encore important, la balance des risques entourant la prévision ponctuelle moyenne peut être considérée comme largement orientée à la baisse.

La divergence de vues entre les prévisionnistes s'agissant de leurs anticipations d'inflation à long terme, mesurée par l'écart-type de leurs estimations ponctuelles, s'est resserrée à 0,2 point de pourcentage (au lieu de 0,3 point de pourcentage lors de la campagne précédente). L'incertitude agrégée qui entoure les anticipations d'inflation à long terme, mesurée par l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées, reste stable à un niveau relativement élevé (cf. graphique C)<sup>3</sup>.

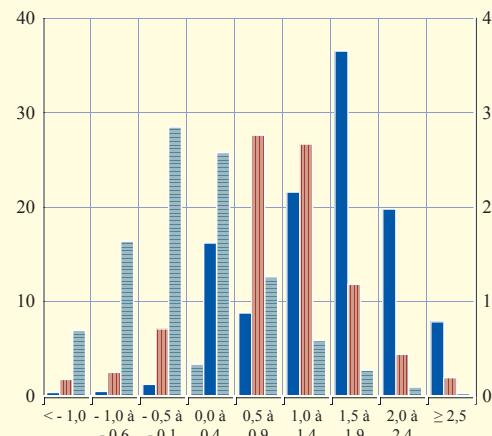
3 Pour un examen plus détaillé des mesures de l'incertitude, cf. l'encadré intitulé *Les mesures de la perception de l'incertitude macroéconomique* du *Bulletin mensuel* de janvier 2010

**Graphique D Distribution des probabilités agrégées relatives aux anticipations de croissance du PIB pour 2012 et 2013 ressortant des dernières campagnes de l'EPP**

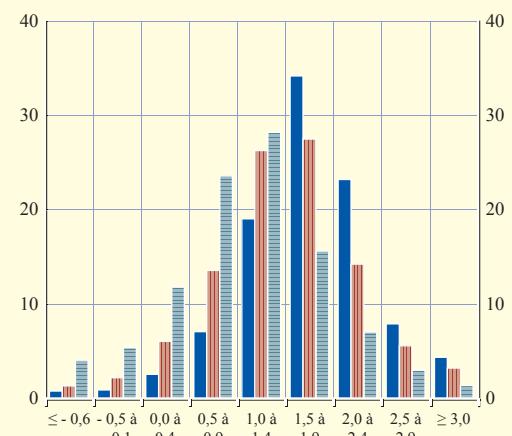
(probabilité en pourcentage)

a) 2012

EPP T3 2011  
EPP T4 2011  
EPP T1 2012



b) 2013



Source : BCE

Note : La distribution des probabilités agrégées correspond à la moyenne des distributions des probabilités fournies par les prévisionnistes professionnels.

**Nette révision à la baisse des anticipations relatives à la croissance du PIB en volume pour 2012 et 2013**

Selon les résultats de la dernière enquête, les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume s'établissent à  $-0,1\%$  pour 2012 et  $1,1\%$  pour 2013. Comparées aux dernières prévisions correspondantes du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro, elles sont légèrement plus élevées pour 2012, mais globalement similaires pour 2013. Elles se situent également à l'intérieur des fourchettes publiées dans les projections macroéconomiques de décembre 2011 établies par les services de l'Eurosystème.

Par rapport à l'enquête précédente, les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume ont fait l'objet d'une révision à la baisse, de  $0,9$  point de pourcentage pour 2012 et de  $0,5$  point de pourcentage pour 2013. Les participants attribuent ce scénario de référence plus négatif à des mesures supplémentaires d'assainissement budgétaire dans de nombreux pays de la zone euro, une accentuation du durcissement des critères d'octroi de crédits, une détérioration de la confiance et un niveau globalement plus élevé d'incertitude.

Les distributions des probabilités agrégées pour 2012 et 2013 se sont nettement déplacées vers le bas. Pour 2012, notamment, les participants attribuent désormais une probabilité de  $54\%$  aux intervalles compris entre  $-0,5\%$  et  $0,4\%$  (cf. graphique D). Le principal risque à la hausse pesant sur le scénario de référence était, selon les professionnels interrogés, une solution crédible à la crise de la dette souveraine, tandis que le principal risque à la baisse était une nouvelle aggravation de la crise. Les autres risques à la baisse comprenaient de nouvelles détériorations de la confiance, une incertitude accrue et la possibilité d'une augmentation des contraintes de crédit. La balance des risques pesant sur les perspectives de croissance est jugée comme étant orientée à la hausse pour 2012 et à la baisse pour 2013.

Les anticipations de croissance à plus long terme (pour 2016) ressortent à 1,8 %, sans changement par rapport à l'enquête précédente. La balance des risques pesant sur ces perspectives est considérée comme étant largement orientée à la baisse. Toutefois, la distribution des probabilités agrégées ne s'est pas déplacée de façon significative par rapport à la précédente campagne, les participants continuant d'attribuer une probabilité d'environ 30 % à une croissance du PIB en volume à long terme se situant dans l'intervalle compris entre 1,5 % et 1,9 %.

### **Forte révision en hausse des anticipations relatives au taux de chômage pour 2012 et 2013**

Les anticipations relatives au taux de chômage ressortent à 10,6 % pour 2012 et 2013. Elles sont globalement conformes aux prévisions les plus récentes du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro. Par rapport à l'enquête précédente, les anticipations relatives au taux de chômage ont fait l'objet d'importantes révisions à la hausse, de 0,6 point de pourcentage pour 2012 et de 0,9 point de pourcentage pour 2013. Selon les participants, elles résultent essentiellement de révisions à la baisse des anticipations relatives à l'activité économique.

S'agissant des risques pesant sur ces perspectives, les principaux risques à la hausse sont liés, selon les participants, à une aggravation de la crise en cours, à une incertitude accrue et à une détérioration du financement, tandis que les risques à la baisse sont associés à la poursuite de la mise en œuvre de réformes structurelles ainsi qu'aux effets décalés des réformes déjà introduites. Si l'on compare les prévisions ponctuelles et les moyennes des distributions de probabilités, la balance des risques est considérée comme orientée en légère baisse pour 2012 et à la hausse pour 2013.

Les anticipations à plus long terme relatives au taux de chômage (pour 2016) ont augmenté, ressortant à 8,8 %, la balance des risques étant considérée comme nettement orientée à la hausse. La distribution des probabilités agrégées s'est sensiblement déplacée vers le haut.

### **Autres variables et hypothèses conditionnelles**

Selon les autres informations fournies par les participants, les hypothèses relatives au taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar et au principal taux directeur de la BCE ont fait l'objet d'une forte révision à la baisse. Les hypothèses relatives aux cours du pétrole se sont déplacées vers le haut, tandis que celles concernant la croissance de la rémunération par tête sont demeurées inchangées. En particulier, les cours du pétrole sont attendus autour de 110 dollars le baril en 2012 et en légère hausse en 2013. Les participants anticipent un taux de change de l'euro de l'ordre de USD 1,28 environ en 2012, l'euro s'appréciant légèrement en fin d'année. Le principal taux directeur de la BCE devrait s'établir en moyenne à 0,9 % en 2012 et à 1,0 % en 2013. Enfin, la croissance annuelle moyenne de la rémunération par tête devrait se stabiliser autour de 2,1 % en 2012 et 2013, avant de s'inscrire en hausse, à 2,4 % à plus long terme.

## 4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

*La croissance du PIB en volume, qui s'est encore ralenti au troisième trimestre 2011 pour s'établir à 0,1 % en rythme trimestriel, a probablement été très faible au quatrième trimestre. Les données d'enquête pour les deux derniers mois laissent entrevoir une stabilisation de l'activité économique à un bas niveau. L'économie de la zone euro devrait se redresser très progressivement courant 2012. Le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et l'ensemble des mesures prises pour favoriser le bon fonctionnement du secteur financier soutiennent l'économie de la zone. De plus, les tensions sur les marchés financiers se sont atténuées en réponse aux mesures de politique monétaire qui ont été adoptées, mais également aux progrès réalisés dans la mise en place d'un cadre de gouvernance renforcé de la zone euro et à l'intensification de l'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone. Toutefois, la croissance atone de la demande mondiale, les tensions persistantes sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier continuent de freiner la dynamique de fond de la croissance. Des risques à la baisse pèsent sur ces perspectives.*

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

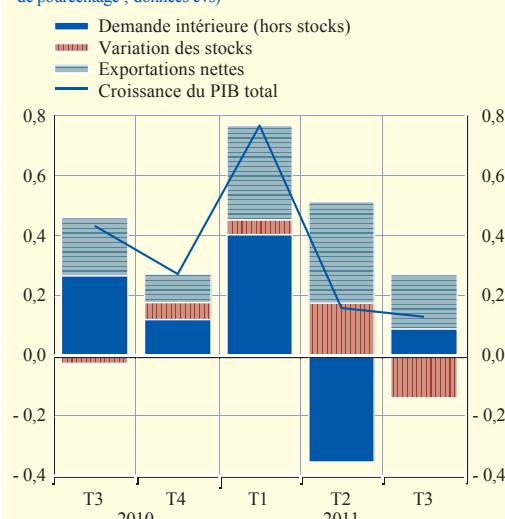
La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est encore ralenti au troisième trimestre 2011, ressortant à 0,1 % en rythme trimestriel, après une hausse de 0,2 % au deuxième trimestre et de 0,8 % au premier trimestre (cf. graphique 27). La diminution des contributions des exportations nettes et des stocks a plus que contrebalancé la hausse de la croissance de la consommation privée. Au troisième trimestre 2011, le niveau de la production était toujours inférieur de 1,7 % au pic enregistré au premier trimestre 2008.

Après s'être contractée de 0,5 % au deuxième trimestre 2011, la croissance de la consommation privée est redevenue positive au troisième trimestre, ressortant à 0,2 % en rythme trimestriel. Cette progression semble s'expliquer intégralement par la consommation de services, le volume du commerce de détail et les immatriculations de voitures particulières ayant diminué entre le deuxième et le troisième trimestre.

S'agissant du quatrième trimestre 2011, les informations relatives à la consommation privée font état d'évolutions toujours moroses des dépenses de consommation. Le volume des ventes au détail a de nouveau fléchi en décembre, le recul en rythme trimestriel s'établissant ainsi à 0,7 % au quatrième trimestre 2011. Cette évolution représente une nouvelle détérioration par rapport au trimestre précédent, où les ventes au détail s'étaient contractées de 0,1 %. Dans le même temps, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont fortement augmenté en décembre 2011 par rapport au mois précédent, affichant une progression de 1,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2011. Cette évolution constitue une amélioration par rapport au troisième trimestre, même si la hausse n'a que légèrement compensé le ralentissement de la croissance des ventes au détail. Les données d'enquêtes relatives au commerce de détail dénotent une faiblesse persistante des achats de biens de consommation courante début 2012

**Graphique 27 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution**

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

(cf. graphique 28). L'indice des directeurs d'achat relatif au commerce de détail, qui était resté inférieur au seuil théorique de 50 indiquant une croissance nulle durant tout le quatrième trimestre, s'est de nouveau inscrit en baisse en janvier 2012, atteignant son niveau le plus bas en 35 mois. Toutefois, selon la direction générale de l'Économie et des Finances (DG-ECFIN), la confiance des consommateurs s'est améliorée dans la zone euro en janvier, pour la première fois depuis juin 2011. Malgré cela, la confiance des consommateurs et l'indicateur des achats importants demeurent à des niveaux nettement inférieurs à leurs moyennes de long terme.

De même qu'au deuxième trimestre 2011, la formation brute de capital fixe a diminué de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre de l'année. S'agissant de la ventilation de l'investissement au troisième trimestre, l'investissement dans la construction s'est contracté de 0,9 % en glissement trimestriel tandis que l'investissement hors construction a progressé de 0,8 %.

#### La production industrielle de biens d'équipement

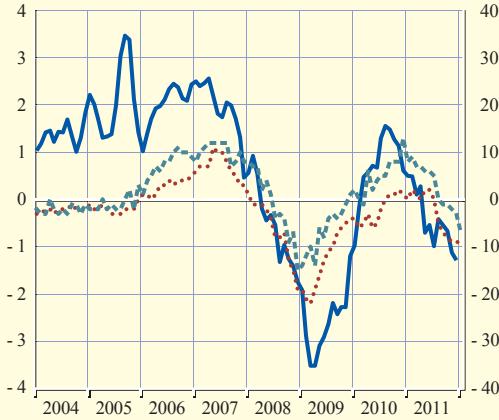
(un indicateur des évolutions futures de l'investissement hors construction) a augmenté de 0,3 % en novembre, après une hausse de 0,9 % en octobre. Le niveau moyen de la production de biens d'équipement au cours de ces deux mois a néanmoins été inférieur de 0,9 % à celui du troisième trimestre, où la progression en rythme trimestriel s'était établie à 2,3 %. Le fléchissement observé récemment a été entièrement dû à la forte baisse de la production de biens d'équipement intervenue en septembre. Les résultats des enquêtes relatives à l'industrie hors construction (l'indice des directeurs d'achat et l'indicateur relatif à la confiance dans l'industrie établi par la Commission européenne) font état d'un ralentissement des investissements au quatrième trimestre 2011, laissant entrevoir quelques signes de stabilisation vers la fin de l'année et en janvier 2012. Dans le même temps, les enquêtes de la Commission européenne indiquent que l'utilisation des capacités de production, qui avait diminué durant deux périodes consécutives de trois mois, a légèrement progressé au cours de la période de trois mois s'achevant en janvier 2012.

L'investissement dans la construction devrait également être resté faible au quatrième trimestre. La production dans le secteur de la construction de la zone euro a augmenté de 0,7 % en glissement mensuel en novembre 2011, après un recul de 1,4 % le mois précédent. Aucun signe de reprise n'a été observé jusqu'à présent. Les contraintes de financement et les ajustements en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays de la zone euro risquent de peser sur l'investissement dans la construction au cours de la période à venir. Les indicateurs tirés d'enquêtes confirment le scénario d'une faiblesse persistante de l'investissement dans la construction. Par exemple, l'indicateur relatif à la confiance dans la construction publié par la Commission européenne reste inférieur à sa moyenne historique (les données sont disponibles jusqu'à janvier 2012). Parallèlement, l'indice des directeurs d'achat relatif à la construction dans la zone euro s'est établi, en moyenne, nettement au-dessous de 50 au cours du quatrième trimestre, indiquant des évolutions toujours négatives sur le trimestre.

**Graphique 28 Ventes au détail et indicateurs de confiance dans les secteurs du commerce de détail et des ménages**

(données mensuelles)

— Total des ventes au détail<sup>1)</sup> (échelle de gauche)  
.... Indicateur de confiance des consommateurs<sup>2)</sup>  
(échelle de droite)  
--- Indicateur de confiance dans le commerce de détail<sup>2)</sup>  
(échelle de droite)



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

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

S'agissant des échanges commerciaux, les importations et les exportations ont progressé modérément au troisième trimestre 2011. Au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre, toutefois, les importations ont diminué par rapport au trimestre précédent, en raison de la faiblesse de la demande intérieure et de la dépréciation de l'euro durant les mois précédents. Les exportations ont également fléchi sur la même période, quoique dans une moindre mesure, en liaison avec l'atonie persistante de la demande étrangère. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier de la zone euro s'est nettement redressé en janvier, pour le deuxième mois consécutif. Même si cet indice est demeuré inférieur à 50, les premiers signes de stabilisation laissent penser que la croissance des exportations de la zone euro pourrait avoir redémarré progressivement vers la fin de l'année.

#### 4.2 ÉVOLUTIONS DE LA PRODUCTION, DE L'OFFRE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

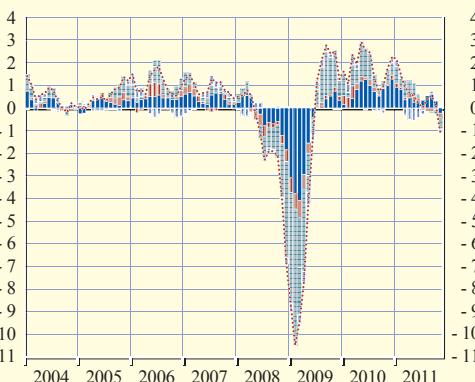
La valeur ajoutée réelle a progressé de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2011. L'activité a augmenté de 0,3 % dans l'industrie (hors construction) et de 0,1 % dans le secteur des services. Dans le même temps, la valeur ajoutée s'est contractée de 0,5 % en rythme trimestriel dans le secteur de la construction.

En ce qui concerne les évolutions au quatrième trimestre, la production industrielle (hors construction) s'est accrue de 0,1 % en novembre, après un recul de 0,2 % le mois précédent. La variation en pourcentage sur trois mois, calculée à partir d'une moyenne mobile sur trois mois de l'indice, est revenue de 0,1 % en octobre à -1,1 % en novembre (cf. graphique 29), devenant négative pour la première fois depuis la récession de 2008-2009. Cette évolution représente également un ralentissement prononcé par rapport au troisième trimestre, où la production avait augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel. Parallèlement,

**Graphique 29 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution**

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

- Biens d'équipement
- Biens de consommation
- Biens intermédiaires
- Énergie
- Total hors construction



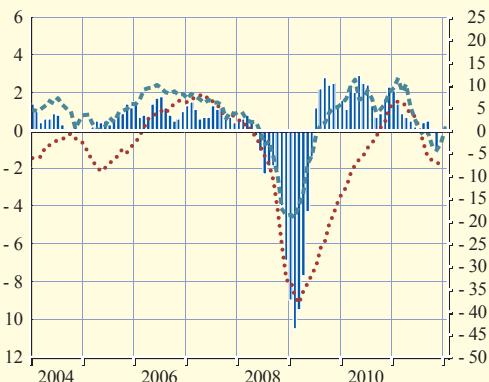
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

**Graphique 30 Production industrielle, indicateur de confiance des chefs d'entreprise et indice des directeurs d'achat relatif à la production industrielle**

(données mensuelles cvs)

- Production industrielle<sup>1)</sup> (échelle de gauche)
- Indicateur de confiance des chefs d'entreprise<sup>2)</sup> (échelle de droite)
- Indice des directeurs d'achat relatif à la production industrielle<sup>3)</sup> (échelle de droite)



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

Notes : Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.

1) Variations en pourcentage sur 3 mois glissants

2) Soldes d'opinion

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

les nouvelles commandes à l'industrie dans la zone euro (hors matériel de transport lourd) ont fléchi de 0,5 %, en rythme mensuel en novembre, après une baisse légèrement plus importante en octobre. En glissement sur trois mois, le taux de variation annuel des nouvelles commandes à l'industrie, qui était ressorti à -3,3 % en octobre, a poursuivi son repli, s'établissant à -5,3 %. Même si les données d'enquêtes disponibles plus récemment confirment le scénario d'un quatrième trimestre atone, elles font également apparaître une légère amélioration au début du premier trimestre 2012. Par exemple, l'indice des directeurs d'achat pour la production manufacturière a progressé en janvier pour le deuxième mois de suite, atteignant un niveau correspondant à une croissance positive pour la première fois depuis juillet 2011 (cf. graphique 30). Dans le même temps, les données d'enquêtes de la Commission européenne montrent que les limites pesant sur la production ont légèrement diminué sur la période de trois mois s'achevant en janvier 2012, pour se rapprocher des niveaux observés aux deuxième et troisième trimestres 2011. Ce recul a été principalement lié à des facteurs d'offre, tels que des équipements ou une main-d'œuvre plus largement disponibles. L'indice des directeurs d'achat relatif aux services a également progressé en janvier 2012, pour se situer au-dessus du seuil de 50 indiquant une croissance nulle, après avoir été inférieur à ce seuil tout au long du quatrième trimestre 2011. D'autres enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise, comme celles de la Commission européenne, vont globalement dans le sens des évolutions de l'indice des directeurs d'achat.

## MARCHÉ DU TRAVAIL

La situation s'est dégradée sur les marchés du travail de la zone euro, l'emploi ayant reculé et le taux de chômage ayant augmenté. Les données d'enquêtes laissent présager d'autres évolutions négatives. L'emploi a diminué de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2011, après deux trimestres de croissance positive (cf. tableau 7). En revanche, les heures travaillées ont augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel. Au niveau sectoriel, en glissement trimestriel, les derniers chiffres montrent que les effectifs employés sont restés stables dans l'industrie (hors construction) et dans les services entre le deuxième et le troisième trimestre, tandis que l'emploi s'est nettement replié dans le secteur de la construction (de 1,6 %).

Même si la croissance du PIB a été supérieure à la hausse de l'emploi au troisième trimestre en données trimestrielles, la croissance annuelle de la productivité du travail par personne employée s'est repliée à 1,0 %, après 1,3 % au deuxième trimestre (cf. graphique 32). Dans le même temps, la croissance annuelle de la productivité horaire du travail a encore diminué (de 0,5 point de pourcentage) pour s'établir à 0,8 %

Tableau 7 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 annuels		Taux trimestriels			
	2009	2010	2011	T1	T2	T3	2009	2010	2011	T1	T2	T3
Ensemble de l'économie	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1		
<i>dont :</i>												
Agriculture et pêche	-2,2	-0,9	-1,6	0,8	-1,0	-3,1	-0,7	-0,7	-0,4	-1,6		
Industrie	-5,6	-3,3	-0,2	0,0	-0,5	-8,7	-1,8	0,5	-0,4	-0,2		
Hors construction	-5,0	-3,2	0,2	0,1	0,0	-8,9	-0,9	0,7	-0,1	0,2		
Construction	-6,8	-3,7	-1,2	-0,3	-1,6	-8,3	-3,6	0,2	-1,1	-1,1		
Services	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,0	-1,6	0,6	0,7	0,0	0,4		
Commerce et transport	-1,8	-0,7	0,0	0,5	0,2	-2,9	-0,3	0,5	0,2	0,6		
Information et communication	-0,8	-1,0	1,0	0,3	-0,2	-1,3	-0,5	1,4	0,3	0,3		
Activités financières et d'assurance	0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-0,3	1,1	-0,5	-0,3		
Activités immobilières	-2,7	-0,5	1,7	-0,5	-1,0	-3,7	0,9	1,0	-1,7	-0,1		
Activités spécialisées	-2,5	1,8	0,9	0,9	-0,3	-3,8	2,5	1,5	0,3	0,2		
Administration publique	1,4	1,1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	0,3	0,0	0,1		
Autres services <sup>1)</sup>	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4		

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

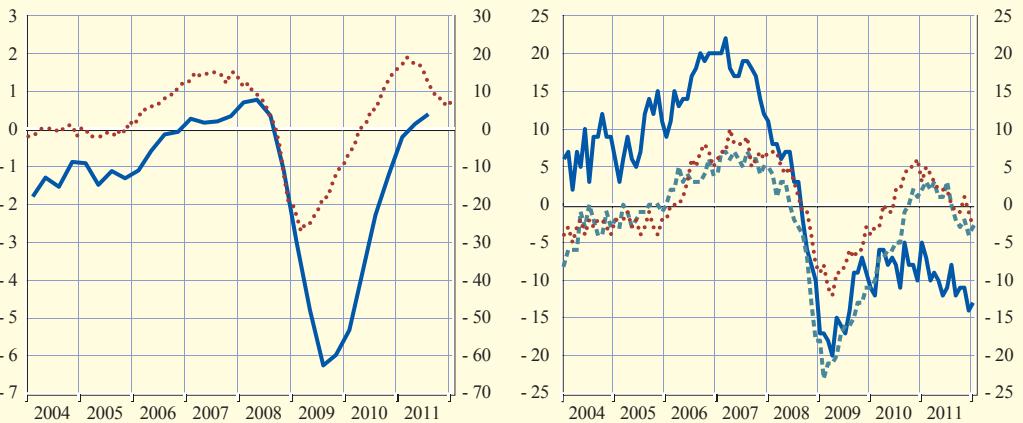
1) Y compris les services aux ménages, les activités artistiques et celles des organismes extraterritoriaux

### Graphique 31 Croissance de l'emploi et perspectives d'évolution de l'emploi

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

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

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



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

Note : Les soldes d'opinion sont centrés.

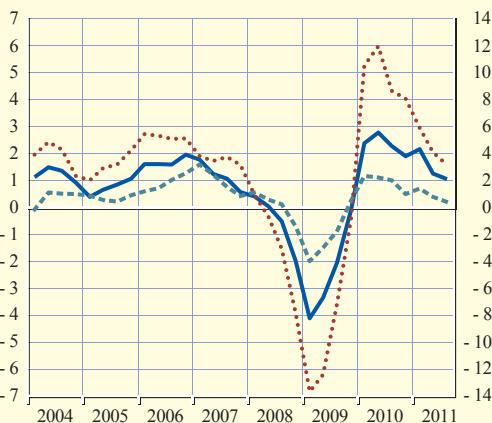
au troisième trimestre. En ce qui concerne le quatrième trimestre, les dernières évolutions de l'indice des directeurs d'achat relatif à la productivité indiquent un nouveau ralentissement de la croissance de la productivité.

Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 10,4 % en décembre, sans changement par rapport au mois précédent (cf. graphique 33). Cette évolution représente une hausse de 0,5 point de pourcentage par rapport à avril 2011, où le taux de chômage avait recommencé à augmenter. Les indicateurs tirés

### Graphique 32 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)

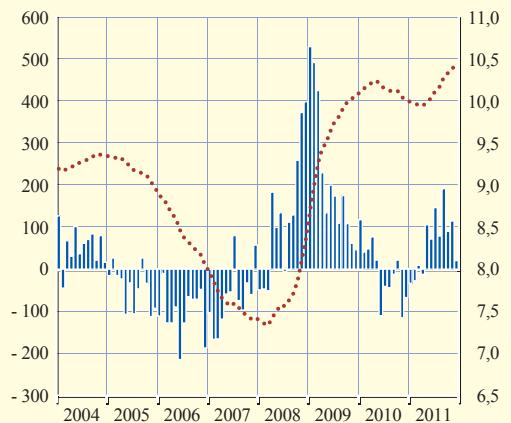


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

### Graphique 33 Chômage

(données mensuelles cvs)

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



Source : Eurostat

d'enquêtes font état d'évolutions toujours négatives de l'emploi, tant dans l'industrie que dans les services, au quatrième trimestre 2011 et au début du premier trimestre 2012 (cf. graphique 31). Les dernières données sont conformes aux révisions à la hausse du taux de chômage prévu pour 2012 et 2013 dans la dernière enquête menée auprès des prévisionnistes professionnels (cf. l'encadré 7 de la section 3).

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

La croissance du PIB en volume au quatrième trimestre 2011 a probablement été très faible. Les données d'enquête pour les deux derniers mois laissent entrevoir une stabilisation de l'activité économique à un bas niveau. L'économie de la zone euro devrait se redresser très progressivement courant 2012. Le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et l'ensemble des mesures prises pour favoriser le bon fonctionnement du secteur financier soutiennent l'économie de la zone. De plus, les tensions sur les marchés financiers se sont atténuées en réponse aux mesures de politique monétaire, qui ont été adoptées, mais également aux progrès réalisés dans la mise en place d'un cadre de gouvernance renforcé de la zone euro et à l'intensification de l'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone. Toutefois, la croissance atone de la demande mondiale, les tensions persistantes sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier continuent de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Des risques à la baisse pèsent sur ces perspectives. Ils sont liés, notamment, aux tensions sur les marchés de la dette de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone. Ils ont également trait à la possibilité d'évolutions défavorables de l'économie mondiale, à un renchérissement plus important que prévu des matières premières, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à l'éventualité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.



# LA CROISSANCE DE LA MONNAIE ET DU CRÉDIT APRÈS UNE CRISE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE : UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE MONDIALE



*Les profils de croissance moyenne de la monnaie et du crédit observés aux alentours des crises économiques et financières passées sont une référence utile pour évaluer les évolutions actuelles et futures de la monnaie, du crédit et de la production. Cela est particulièrement vrai lorsqu'on établit une distinction entre les différents types de récession, à savoir entre celles qui ont coïncidé avec une crise financière et celles dont ce n'a pas été le cas. Le présent article établit des références historiques pour ces types de récession et compare ces profils stylisés avec les données enregistrées pour la zone euro au cours des dernières années. Les évolutions récentes de la monnaie et du crédit dans la zone sont globalement conformes aux profils observés durant les phases de récession et de reprise des économies de l'OCDE depuis 1960, si l'on compare le récent ralentissement économique aux récessions s'accompagnant de crises bancaires systémiques. Par exemple, la croissance de l'agrégat monétaire large, celle de l'agrégat monétaire étroit et la progression du crédit intérieur divergent habituellement durant ces périodes, la croissance de M1 précédant en général le retournement du cycle d'activité, celle de l'agrégat large évoluant en phase avec le cycle (de façon moins prononcée cependant durant le ralentissement), et la progression du crédit accusant généralement un retard par rapport à la reprise de l'activité économique. À plus long terme, on ne peut exclure une accentuation de l'interaction entre les agrégats de monnaie et de crédit de la zone euro (la production pouvant alors afficher un écart par rapport aux moyennes historiques), sous l'effet principalement du concours simultané de divers facteurs. Ces derniers peuvent être liés : a) aux niveaux exceptionnellement élevés de l'endettement des secteurs public et privé constatés au cours des dernières années ; b) à l'interaction entre la crise de la dette souveraine, les inquiétudes des investisseurs et les pressions qui s'exercent sur le financement et sur les fonds propres des banques dans divers pays européens ; et c) à l'intensité avec laquelle la crise s'est répandue à l'échelle internationale.*

### I INTRODUCTION

La BCE examine régulièrement les agrégats monétaires afin de mesurer les tensions inflationnistes à moyen et long terme dans le cadre du pilier monétaire. À cet effet, il est utile d'évaluer les différentes composantes et contreparties des agrégats monétaires sur la base de leur degré de persistance (à l'aide éventuellement des composantes à basse fréquence et de celles dont la fréquence correspond à la durée du cycle d'activité), le rôle de la monnaie au sein de l'économie variant en fonction d'un certain nombre de facteurs, notamment du stade auquel se situe le cycle. Ainsi, l'analyse du profil d'évolution de la monnaie au sens large et de ses composantes et contreparties au cours d'une phase spécifique du cycle d'activité, à savoir une récession, peut nous aider à comprendre les signaux transmis par les évolutions monétaires. Cette analyse fournit non seulement des indications sur l'évolution future de la croissance monétaire, mais permet également de déterminer à la fois le caractère plus ou moins durable des évolutions actuelles et futures des agrégats monétaires et l'incidence correspondante sur la production et sur l'inflation<sup>1</sup>. Dans ce contexte, le présent article passe en revue les évolutions récentes de l'agrégat monétaire large dans la zone euro, de sa principale composante (à savoir l'agrégat étroit) et de sa principale contrepartie (c'est-à-dire le crédit intérieur),

et les compare à celles d'un certain nombre de pays de l'OCDE aux alentours d'une série de récessions observées depuis 1960<sup>2</sup>. Les évolutions récentes sont comparées aux profils généraux constatés durant et après les précédentes récessions, en particulier celles qui ont coïncidé avec une crise bancaire systémique et qui constituent probablement le meilleur point de référence pour la crise récente.

La récession que la zone euro et plusieurs autres économies avancées ont connue en 2008 et en 2009 a été la plus grave de ces dernières décennies. Dans la zone euro, il s'est agi de la récession la plus profonde depuis 1960 au moins (des agrégats synthétiques annuels dotés d'une couverture suffisante n'ayant pu être construits pour les périodes antérieures à cette date) et peut-être même depuis la Grande Dépression (cf. graphique 1)<sup>3</sup>. Ce ralentissement économique a coïncidé avec des tensions généralisées sur les

1 Pour de plus amples informations concernant les divers aspects de l'analyse monétaire effectuée par la BCE, cf. L. Papademos et J. Stark (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, 2010

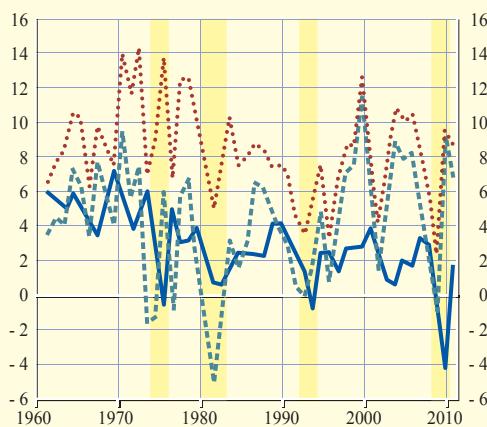
2 Le présent article s'appuie sur les données disponibles jusqu'au 15 janvier 2012.

3 Pour la période comprise entre 1995 et 2010, les données annuelles relatives au PIB en volume de la zone euro sont établies à partir des données d'Eurostat (SEC 95). Pour la période allant de 1960 à 1994, les données d'Eurostat sont rétropolées à l'aide des données de la Commission européenne (base de données AMECO). Il s'agit d'agrégats relatifs aux douze pays qui formaient la zone euro en 2002 (le plus grand agrégat de la zone euro pour lequel des données historiques portant sur l'intégralité de la période depuis 1960 sont disponibles dans les bases de données officielles).

**Graphique 1 Croissance du PIB en volume et de l'agrégat monétaire étroit dans la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage)

— Croissance du PIB en volume  
··· Croissance de l'agrégat étroit en termes nominaux  
--- Croissance de l'agrégat étroit en termes réels

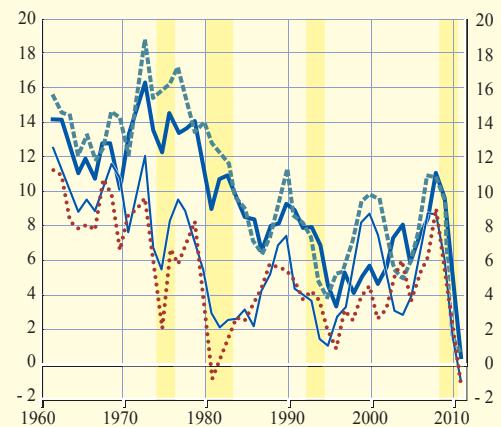


Sources : BCE, Commission européenne et calculs de la BCE  
Note : Les zones ombrées correspondent aux récessions telles que définies par le comité de datation du cycle économique du *Centre for Economic Policy Research* (CEPR – Centre de recherche sur la politique économique).

**Graphique 2 Croissance de l'agrégat monétaire large et du crédit intérieur dans la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage)

— Croissance de l'agrégat large en termes nominaux  
··· Croissance de l'agrégat large en termes réels  
--- Croissance du crédit intérieur en termes nominaux  
— Croissance du crédit intérieur en termes réels



Sources : BCE, Commission européenne et calculs de la BCE  
Note : Les zones ombrées correspondent aux récessions telles que définies par le comité de datation du cycle économique du *Centre for Economic Policy Research* (CEPR – Centre de recherche sur la politique économique).

marchés financiers et a été lié aux difficultés du secteur bancaire, à l'éclatement de bulles des prix d'actifs et à un ralentissement de la croissance du crédit dans un très grand nombre de pays de la zone euro et dans plusieurs autres économies avancées. La crise économique et financière a fortement affecté la croissance de la monnaie et du crédit. En 2010, par exemple, la croissance de l'agrégat monétaire large et celle du crédit dans la zone euro a enregistré son plus bas niveau depuis 1960 au moins, en termes tant réels que nominaux (cf. graphique 2)<sup>4</sup>. La progression de l'agrégat monétaire étroit s'est nettement ralentie en 2008, en termes tant nominaux que réels, avant de se redresser par la suite, confirmant ainsi ses propriétés d'indicateur avancé des points de retournement de la croissance du PIB en volume. Des évolutions analogues ont été observées dans plusieurs autres économies avancées.

En dépit du caractère sans précédent, par certains égards, de la récente crise économique et financière depuis la seconde guerre mondiale, la comparaison de cet épisode à d'autres récessions et crises financières survenues dans les économies avancées au cours des cinq dernières décennies permet néanmoins de tirer des enseignements supplémentaires. En effet, les

profils généraux observés au cours des épisodes passés et présentant des similitudes avec la récente crise peuvent se révéler utiles pour évaluer le comportement actuel de la monnaie et du crédit, et se forger une idée plus précise de leur évolution future. Bien entendu, chaque crise possède des caractéristiques uniques, ce qu'il convient de garder à l'esprit afin d'éviter de plaquer mécaniquement les profils historiques sur la situation actuelle. En outre, il est important non seulement de relever les régularités passées ainsi que toute incertitude qui en résulte, mais également d'examiner les facteurs susceptibles d'entraîner des divergences par rapport à ces profils généraux.

Cet article est structuré de la façon suivante. La section 2 présente une vue d'ensemble des évolutions générales de la croissance de l'agrégat monétaire large, de l'agrégat étroit et du crédit intérieur

4 Pour la période comprise entre 1980 et 2010, les données annuelles relatives aux agrégats de monnaie et de crédit et aux prix à la consommation (qui servent à déflater les séries relatives à la monnaie et au crédit) dans la zone euro ont été établies à partir de données de la BCE. Pour la période allant de 1960 à 1979, les données de la BCE sont rétropolées à l'aide des données de la Commission européenne (base de données AMECO). Il s'agit d'agrégats relatifs aux douze pays qui formaient la zone euro en 2002 (le plus grand agrégat de la zone euro pour lequel des données historiques portant sur l'intégralité de la période depuis 1960 sont disponibles dans les bases de données officielles).

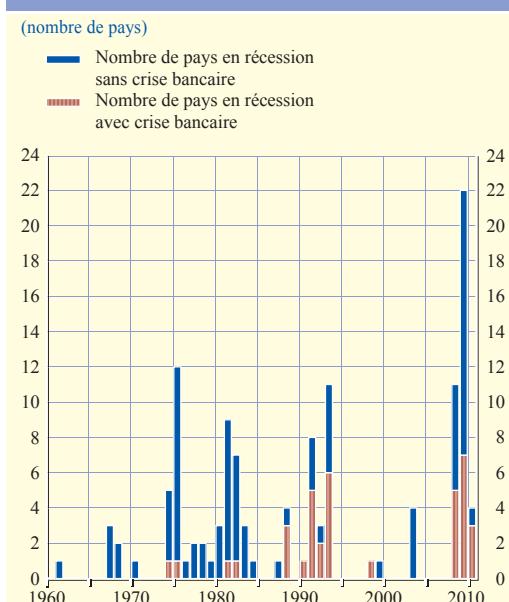
observées aux alentours des épisodes de récession qui ont frappé les pays de l'OCDE entre 1960 et 2010, en s'attachant en particulier à certains types de récessions. Celles-ci concernant les évolutions à court et moyen terme de la production, l'analyse portera essentiellement sur les agrégats monétaires et de crédit exprimés en termes réels. La section 3 examine ensuite les principaux facteurs pouvant expliquer les divers profils de croissance observés pour la monnaie et le crédit autour des phases de récession. Cette section met également en évidence les facteurs spécifiques susceptibles d'entraîner des écarts de croissance de la monnaie et du crédit par rapport aux moyennes historiques. Sur la base de l'analyse présentée, des conclusions générales sont formulées concernant une reprise future de la croissance de la monnaie et du crédit dans la zone euro.

## 2 LES PROFILS DE CROISSANCE DE LA MONNAIE ET DU CRÉDIT AUTOUR DES ÉPISODES DE CRISE

Les récessions sont un phénomène récurrent dans l'ensemble des économies avancées. C'est ce que l'on constate, par exemple, en appliquant une simple règle empirique selon laquelle les récessions correspondent à des périodes d'une ou plusieurs années de croissance annuelle négative du PIB en volume. Cette méthode ne permet pas de caractériser toutes les récessions telles qu'elles sont généralement définies, mais de recenser uniquement les épisodes les plus graves. Cependant, même en retenant cette définition, les économies avancées pour lesquelles des données historiques sont disponibles (douze pays de la zone euro et onze autres pays de l'OCDE) ont connu 87 récessions entre 1960 et 2010 (cf. graphique 3)<sup>5</sup>. Ces 87 récessions ont duré en moyenne 1,4 année, ce qui correspond à une probabilité de 11 % qu'un pays soit en récession une année donnée.

Pour leur part, les crises financières n'ont pas non plus manqué au cours de cette période. En effet, d'après une chronologie des crises bancaires couramment utilisée<sup>6</sup>, les 23 pays de l'OCDE sous revue ont connu 24 crises bancaires (épisodes d'une durée égale ou supérieure à un an), qui ont duré quatre années en moyenne, soit une probabilité de l'ordre de 8 % qu'un pays connaisse une crise bancaire sur une année donnée. Dans l'échantillon

**Graphique 3 Récessions et crises bancaires dans les pays de l'OCDE de 1960 à 2010**



Sources : BCE, Commission européenne et calculs de la BCE  
Notes : Les données portent sur 23 pays de l'OCDE, soit 12 pays de la zone euro et 11 autres pays de l'OCDE (cf. la note de bas de page n° 5). Pour une définition des récessions et des crises bancaires, cf. le corps du texte et la note de bas de page n° 8

considéré, les 23 épisodes ont été caractérisés à la fois par une récession et par une crise bancaire (celle-ci apparaissant soit la même année, soit au cours des années immédiatement antérieures ou postérieures à la récession). Selon les données, le milieu des années soixante-dix, le début des années quatre-vingt, le début des années quatre-vingt-dix et la période comprise entre 2008 et 2010 sont les périodes caractérisées par des récessions généralisées et des récessions s'accompagnant de crises bancaires.

## LA CROISSANCE MOYENNE DE L'AGRÉGAT MONÉTAIRE LARGE AUTOUR DES ÉPISODES DE CRISE

La croissance de la monnaie au sens large est généralement un bon indicateur avancé de l'inflation mesurée par les prix à la consommation à moyen

5 Les pays de la zone euro considérés sont les suivants : l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et l'Espagne. Les autres pays de l'OCDE considérés sont : l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Islande, le Japon, la Nouvelle Zélande, la Norvège, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis.

6 Cf. C. Reinhart et K. Rogoff, *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009 (en particulier l'annexe A.3).

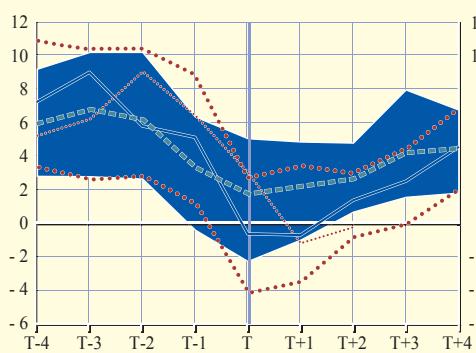
et long terme<sup>7</sup>. Toutefois, les évolutions, liées au cycle d'activité, de la croissance en termes réels de l'agrégat large ont également un lien avec la croissance du PIB en volume. En effet, à ces horizons, la demande de monnaie est également influencée par des considérations de portefeuille liées aux évolutions de l'activité économique. L'expérience des économies avancées au cours des cinq dernières décennies montre que la croissance de l'agrégat large en termes réels tend, en moyenne, à fléchir autour des phases de récession, en liaison avec la croissance du PIB en volume (de façon moins prononcée cependant et restant positive ; cf. graphique 4). En outre, les creux enregistrés par la croissance de l'agrégat monétaire large en termes réels tendent à coïncider avec ceux de la croissance du PIB en volume, et la reprise de la croissance monétaire à la suite d'une récession tend à s'effectuer à un rythme relativement modéré. Le fait que la croissance monétaire réelle évolue en phase (tout en reculant de façon moins prononcée) avec celle du PIB en volume en période de récession reflète sans doute plusieurs facteurs, tels que : a) les arbitrages de portefeuille au profit d'instruments plus

liquides et moins risqués, en vue de réduire le risque de portefeuille ou à titre de précaution ; et b) la nécessité de compenser la moindre hausse du revenu disponible et de lisser les dépenses de consommation en réduisant la part de l'épargne consacrée aux placements financiers à long terme. Durant la phase de reprise, les arbitrages de portefeuille au profit d'actifs plus risqués peuvent expliquer pourquoi le redressement de la croissance de la monnaie au sens large n'est pas aussi marqué que celui de la production. La variabilité de la croissance de l'agrégat monétaire large en termes réels tend à être significative aux alentours d'une récession, comme l'illustre l'écart moyen de 6 points de pourcentage observé entre les quartiles supérieur et inférieur. Les évolutions récentes de la croissance de M3 en termes réels dans la zone euro sont analogues à celles constatées, en moyenne, lors des précédentes récessions, la progression de l'agrégat poursuivant toutefois son recul en 2010 en dépit de la fin de la récession. Cela étant, une reprise différée de cette nature est typique des récessions qui s'accompagnent d'une crise bancaire<sup>8</sup>. Par conséquent, le léger rebond de la croissance de l'agrégat monétaire large en termes réels qui a été observé en 2011 dans la zone euro est également conforme aux précédentes récessions caractérisées par une crise bancaire.

**Graphique 4 Croissance moyenne en termes réels de l'agrégat monétaire large autour des épisodes de récession et de crise bancaire**

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)

- Fourchette interquartile pour l'ensemble des récessions
- Fourchette interquartile pour les récessions s'accompagnant d'une crise bancaire
- Moyenne pour l'ensemble des récessions
- Moyenne pour les récessions s'accompagnant d'une crise bancaire
- Zone euro (T=2009)



Sources : BCE, Commission européenne, BRI, FMI, OCDE et calculs de la BCE  
Notes : Les données portent sur 23 pays de l'OCDE, soit 12 pays de la zone euro et 11 autres pays de l'OCDE (cf. la note de bas de page n° 5). Les moyennes étant calculées à partir des données nationales, les agrégats pour la zone euro ne sont pas inclus. La période « T » représente la première année de récession. Pour une définition des récessions et des crises bancaires, cf. le corps du texte et la note de bas de page n° 8. Les données pour 2011 concernant la zone euro sont des estimations établies à partir des données disponibles jusqu'en novembre de cette même année.

## LA CROISSANCE MOYENNE DE L'AGRÉGAT MONÉTAIRE ÉTROIT AUTOUR DES ÉPISODES DE CRISE

La croissance de l'agrégat monétaire étroit M1<sup>9</sup> en termes réels est généralement étroitement liée

7 La monnaie au sens large est évaluée, dans ce cas, par M3 ou, lorsque cela n'est pas possible, par M2. Ces séries sont déflatées à l'aide des indices harmonisés de prix à la consommation ou, lorsque cela n'est pas possible, à l'aide des indices de prix à la consommation. Les principales sources de données sont la BCE et la Commission européenne (base de données AMECO), les données manquantes étant obtenues auprès de la BRI (base de données BISM), du FMI (base de données IFS) et de l'OCDE (base de données des Perspectives économiques). Les moyennes sont calculées à partir des données nationales et ne comprennent donc pas les agrégats pour la zone euro.

8 Les récessions s'accompagnant d'une crise bancaire se définissent comme des récessions (c'est-à-dire des périodes d'un an ou plus de croissance négative du PIB en volume) assorties d'une crise bancaire durant la phase de récession ou au cours des années immédiatement antérieures ou postérieures. Selon cette définition, sur les 87 récessions considérées dans l'échantillon, 23 ont été accompagnées d'une crise bancaire, dont 17 durant la période antérieure à 2007. Les données ne changent pas de manière significative lorsque les moyennes ne tiennent pas compte des récessions de 2008 et 2010.

9 L'agrégat monétaire étroit est mesuré ici par M1 pour l'ensemble des pays. En ce qui concerne le traitement des données et les sources, cf. la note de bas de page n° 7

à celle de l'activité réelle. Cependant, si elle est un indicateur moins fiable de la vigueur de la croissance du PIB en volume, la progression de M1 en termes réels tend à être un bon indicateur avancé des points de retournement de la croissance économique. Par conséquent, si, pour l'échantillon considéré, la corrélation moyenne entre la croissance de l'agrégat monétaire étroit en termes réels et celle du PIB en volume est significative, mais pas très substantielle (23 %), la valeur informative de la croissance de M1 en termes réels constatée immédiatement avant et après la récession est extrêmement utile. En effet, il apparaît que, en moyenne, la croissance de M1 en termes réels tend à fléchir à des niveaux proches de zéro dans l'année qui précède une récession, avant d'amorcer une lente reprise au cours de la première année de cet épisode (cf. graphique 5). Toutefois, lorsque la récession coïncide avec une crise bancaire, la croissance de M1 en termes réels poursuit généralement son recul au cours de la première année de la récession. Cela indique que la

progression de l'agrégat monétaire large et celle de l'agrégat étroit tendent, en moyenne, à diverger au cours de la première année de la récession, de façon moins systématique cependant lorsque la récession s'accompagne d'une crise bancaire. Cette divergence reflète sans doute les degrés différents de liquidité des principales composantes de l'agrégat monétaire large, l'agrégat étroit attirant les placements en période d'incertitude accrue, au détriment des autres composantes (en raison, par exemple, du moindre coût d'opportunité de la détention de numéraire et de dépôts à vue durant ces périodes), et permettant un réaménagement plus rapide des portefeuilles en cas de modification des perspectives économiques.

La variabilité de la croissance de l'agrégat étroit en termes réels autour d'une phase de récession est nettement plus prononcée que celle de l'agrégat monétaire large, comme l'indique l'écart moyen de 9 points de pourcentage entre les quartiles supérieur et inférieur. Les évolutions récentes de la croissance de M1 en termes réels dans la zone euro se sont légèrement éloignées de ces profils généralement observés, notamment en ce qui concerne la forte reprise observée en 2009 et le recul qui a suivi. Dans une large mesure, ces dernières évolutions ne sont pas conformes aux profils historiques typiques de la période qui suit une récession, que celle-ci s'accompagne ou non d'une crise bancaire. Par conséquent, elles résultent probablement de facteurs spécifiques à ces toutes dernières années, notamment du degré particulièrement élevé d'incertitude et de volatilité.

## LA CROISSANCE MOYENNE DU CRÉDIT INTÉRIEUR AUTOUR DES ÉPISODES DE CRISE

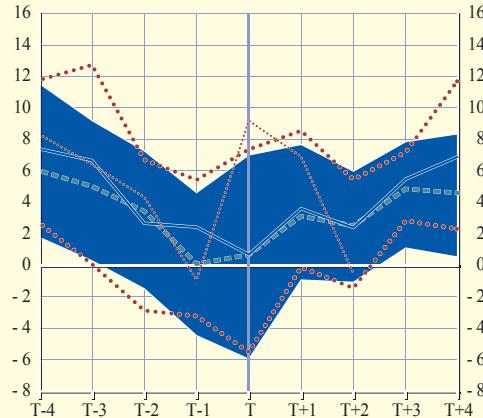
La croissance du crédit intérieur en termes réels<sup>10</sup> tend à présenter une évolution très synchronisée avec

10 Le crédit intérieur est mesuré ici par les prêts consentis par le secteur bancaire aux résidents de la zone euro autres que les banques. Les données historiques concernent essentiellement le crédit, et pas seulement les prêts accordés aux résidents (c'est-à-dire qu'ils prennent en compte d'autres formes de créances sur le secteur privé non financier, telles que les obligations émises par les sociétés), de sorte que les données relatives à la croissance des prêts sont rétropolées à l'aide des données relatives à la croissance du crédit intérieur. Ces séries sont déflatées à l'aide des indices harmonisés de prix à la consommation ou, lorsque cela n'est pas possible, à l'aide des indices de prix à la consommation. Les principales sources de données sont la BCE, la BRI (base de données BISM) et le FMI (base de données IFS). Les moyennes sont calculées à partir des données nationales et ne comprennent donc pas les agrégats relatifs à la zone euro.

**Graphique 5 Croissance moyenne en termes réels de l'agrégat monétaire étroit autour des épisodes de récession et de crise bancaire**

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)

- Fourchette interquartile pour l'ensemble des récessions
- Fourchette interquartile pour les récessions s'accompagnant d'une crise bancaire
- Moyenne pour l'ensemble des récessions
- Moyenne pour les récessions s'accompagnant d'une crise bancaire
- ..... Zone euro (T=2009)



Sources : BCE, Commission européenne, BRI, FMI, OCDE et calculs de la BCE

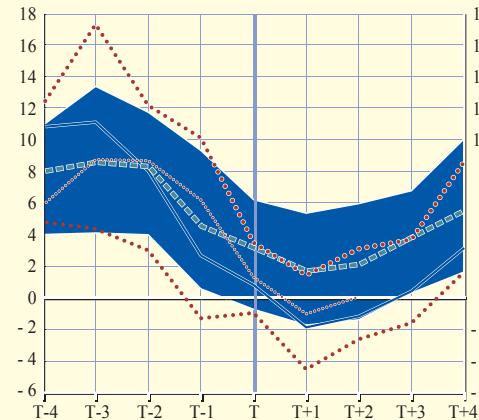
Notes : Les données portent sur 23 pays de l'OCDE, soit 12 pays de la zone euro et 11 autres pays de l'OCDE (cf. la note de bas de page n° 5). Les moyennes étant calculées à partir des données nationales, les agrégats pour la zone euro ne sont pas inclus. La période « T » représente la première année de récession. Pour une définition des récessions et des crises bancaires, cf. le corps du texte et la note de bas de page n° 8. Les données pour 2011 concernant la zone euro sont des estimations établies à partir des données disponibles jusqu'en novembre de cette même année.

celle du PIB en volume et à accuser souvent un léger retard par rapport aux points de retournement de la croissance de l'activité économique réelle. C'est ce que confirme le profil d'évolution, au cours des cinq dernières décennies, de la progression moyenne du crédit intérieur autour des épisodes de crise dans les pays de l'OCDE. Par exemple, la croissance du crédit en termes réels a eu tendance à se ralentir au cours des deux années précédant immédiatement une récession et à reculer encore l'année suivante, avant de se redresser, de manière progressive seulement, au cours des années suivantes (cf. graphique 6). La hausse du crédit en termes réels diminue généralement de façon plus prononcée lorsque la récession s'accompagne d'une crise bancaire, devenant même négative au cours des deux années qui suivent la première année de récession. Cela indique que la croissance de l'agréagat monétaire large et celle de sa principale contrepartie (c'est-à-dire le crédit intérieur) ont tendance à diverger au terme de la première année de récession. Ce phénomène est caractéristique d'une reprise « sans crédit », fréquemment observée, et qui

**Graphique 6 Croissance moyenne du crédit intérieur en termes réels autour des épisodes de récession et de crise bancaire**

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)

- Fourchette interquartile pour l'ensemble des récessions
- Fourchette interquartile pour les récessions s'accompagnant d'une crise bancaire
- Moyenne pour l'ensemble des récessions
- Moyenne pour les récessions s'accompagnant d'une crise bancaire
- Zone euro (T=2009)



Sources : BCE, Commission européenne, BRI, FMI, OCDE et calculs de la BCE

Notes : Les données portent sur 23 pays de l'OCDE, soit 12 pays de la zone euro et 11 autres pays de l'OCDE (cf. la note de bas de page n° 5). Les moyennes étant calculées à partir des données nationales, les agrégats pour la zone euro ne sont pas inclus. La période « T » représente la première année de récession. Pour une définition des récessions et des crises bancaires, cf. le corps du texte et la note de bas de page n° 8. Les données pour 2011 concernant la zone euro sont des estimations établies à partir des données disponibles jusqu'en novembre de cette même année.

peut être liée à divers facteurs. Premièrement, tandis que la monnaie au sens large bénéficie des arbitrages mentionnés précédemment au profit d'actifs plus liquides, les banques peuvent rencontrer de plus en plus de difficultés à lever des fonds sur les marchés de capitaux. Il en résulte un resserrement de leurs bilans, une diminution de l'offre de crédit et la nécessité de poursuivre la réduction du levier d'endettement en période de récession (ce dernier processus pouvant se prolonger durant la phase initiale de la reprise, jusqu'à ce que le caractère durable de cette dernière soit avéré). Bien entendu, ces problèmes sont aggravés dans le cas d'une récession s'accompagnant d'une crise bancaire, souvent caractérisée par une diminution du total des actifs bancaires et une réduction de la taille des portefeuilles de prêts (en termes réels)<sup>11</sup>. Deuxièmement, afin de limiter la part des créances douteuses (qui tend à augmenter durant la récession), et compte tenu des problèmes d'asymétrie de l'information tels que la sélection adverse et l'aléa moral, les banques peuvent choisir de limiter le volume de prêts qu'elles consentent plutôt que de privilégier l'ajustement de leurs taux débiteurs. Troisièmement, durant la phase initiale de la reprise, les sociétés non financières peuvent préférer recourir à l'autofinancement, au financement de marché et aux prêts intragroupes pour financer leurs investissements, limiter leur exposition au système bancaire et réduire leurs ratios d'endettement.

S'agissant du degré de variabilité de la croissance du crédit en termes réels autour d'une phase de récession, celui-ci s'avère relativement élevé par rapport à celui de la croissance de l'agréagat large en termes réels, et seulement légèrement inférieur à celui observé dans le cas de l'agréagat étroit (avec un écart moyen de 8 points de pourcentage entre les quartiles supérieur et inférieur). Les évolutions de la progression du crédit en termes réels dans la zone euro au cours des dernières années sont globalement conformes à celles constatées lors de précédentes récessions s'accompagnant d'une crise bancaire.

Dans l'ensemble, les éléments présentés permettent d'aboutir aux conclusions suivantes. La croissance en termes réels de l'agréagat monétaire au sens large tend,

11 Cf., par exemple, les informations présentées dans l'encadré 3 (*Le secteur bancaire durant les crises systémiques : les leçons du passé*) de l'article intitulé *La récente récession de la zone euro dans une perspective historique* du *Bulletin mensuel* de novembre 2009

en moyenne, à évoluer en phase avec la progression du PIB en volume autour de la période de récession, tandis que celle de l'agrégat étroit tend à précéder les points de retournement de l'activité économique et que la progression du crédit en termes réels présente généralement un retard par rapport au cycle d'activité. Par conséquent, tant la principale composante que la principale contrepartie de l'agrégat large ont tendance à diverger par rapport à la progression de M3 aux alentours de la phase de récession et au cours de la phase initiale de la reprise. Cette divergence a également été observée, dans une certaine mesure, à la faveur de certains épisodes historiques notables, tels que la Grande Dépression aux États-Unis et la « décennie perdue » au Japon (qui sont décrites plus en détail dans les encadrés 1 et 2, respectivement).

Les informations présentées dans ces deux encadrés confirment également l'importance de la crise bancaire qui accompagne la récession en termes de profil de croissance de la monnaie et du crédit. La croissance en termes réels de l'agrégat monétaire étroit et, dans une moindre mesure, celle du crédit intérieur tendent à présenter un degré beaucoup plus élevé de variabilité que la croissance de l'agrégat monétaire large autour d'une phase de récession s'accompagnant d'une crise bancaire. Les évolutions récentes des agrégats de monnaie et de crédit dans la zone euro paraissent suivre ces profils généraux, en particulier à l'aune des récessions s'accompagnant d'une crise bancaire (à l'exception possible de la croissance de M1 en termes réels, dont la volatilité a été plus prononcée qu'à l'accoutumée).

#### Encadré 1

#### ÉVOLUTION DE LA MONNAIE ET DU CRÉDIT AUX ÉTATS-UNIS DURANT LA GRANDE DÉPRESSION

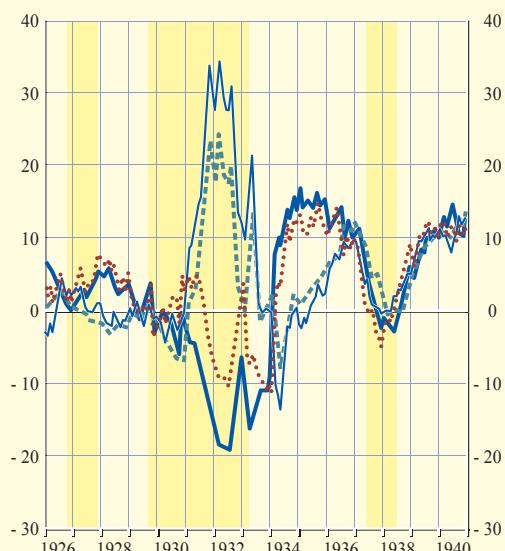
La gravité et la nature de la récente crise financière ont conduit plusieurs commentateurs à établir des comparaisons avec la Grande Dépression qui a frappé les États-Unis dans les années trente. L'analyse des évolutions de la monnaie et du crédit, en particulier, permet de formuler deux observations particulières. Premièrement, durant la phase de ralentissement économique (c'est-à-dire de 1929 à 1933), la monnaie et le crédit ont diminué de manière significative : le crédit s'est effondré dans des proportions globalement analogues à celles observées pour l'activité économique au cours de la même période, tandis que la contraction de la monnaie a été plus contenue. Deuxièmement, durant la phase de reprise économique, la monnaie et le crédit ont affiché des évolutions divergentes. Si la croissance de la monnaie a suivi une évolution conforme à celle de l'activité économique, le niveau du crédit ne s'est stabilisé que plus tardivement et ne s'est redressé qu'à partir de la seconde moitié de la décennie, l'économie connaissant une sorte de reprise « sans crédit ».

La Grande Dépression a duré plus de trois ans et demi. Ce ralentissement sévère s'est accompagné de plusieurs crises bancaires (de 1930 à 1933) et

**Graphique A Croissance de l'agrégat monétaire large et des billets et pièces en circulation aux États-Unis durant la Grande Dépression**

(variations annuelles en pourcentage)

- M2 en termes nominaux
- M2 en termes réels
- Billets et pièces en circulation en termes nominaux
- Billets et pièces en circulation en termes réels



Sources : NBER, Bureau de statistiques sur l'emploi (*US Bureau of Labor Statistics*) et calculs de la BCE

Notes : Les données mensuelles relatives à M2 et aux billets et pièces en circulation et celles relatives à M2 et aux billets et pièces en circulation en termes réels sont déflatées à l'aide de l'IPC. Les zones ombrées correspondent aux épisodes de récession tels que définis par le NBER.

d'une période prolongée de déflation. La dernière crise bancaire a culminé avec la proclamation, en mars 1933, d'une semaine fériée à l'échelle nationale, au terme de laquelle les États-Unis ont abandonné le système d'étalon-or.

En termes tant nominaux que réels, M2 a diminué de manière substantielle durant cet épisode. Ce recul a persisté durant une longue période et a été prononcé (le taux de contraction annuel atteignant 20 % en termes nominaux et 10 % en termes réels), aggravé par une succession de ruées sur les dépôts bancaires à partir de l'automne 1930 (cf. graphique A). Ce n'est qu'après la semaine fériée et la suspension de l'étalon-or que l'agréagat monétaire large s'est redressé de façon plus durable. Les agrégats monétaires large et étroit ont renoué avec leurs niveaux d'avant la crise en 1936, soit trois années après la fin de la récession. Le recul de la monnaie reflète la conversion des dépôts en liquidités à laquelle les ménages ont procédé à la faveur des retraits massifs de dépôts, comme en témoigne l'augmentation des billets et pièces en circulation au début des années trente. Parallèlement, les dépôts à vue et à terme détenus auprès des banques ont diminué en termes nominaux et n'ont amorcé une reprise qu'à partir de 1933. La croissance monétaire stable, observée après 1933, a coïncidé avec la reprise économique et a été favorisée, selon Romer<sup>1</sup> et Friedman et Schwartz<sup>2</sup>, par les entrées de capitaux étrangers résultant, quant à elles, de l'instabilité de la situation politique en Europe (qui se trouvait à la veille de la seconde guerre mondiale) et de la réintroduction de l'étalon-or aux États-Unis en 1934.

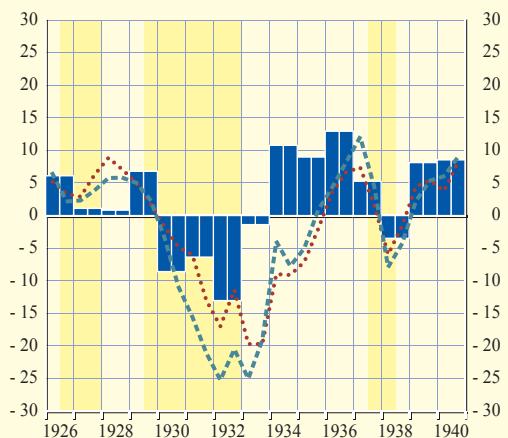
S'agissant de l'évolution du crédit, ce dernier a connu, en termes aussi bien nominaux que réels, une contraction sans précédent (cf. graphique B). La croissance du crédit en termes réels a commencé à se ralentir rapidement en 1929, et est devenue négative à la mi-1930, en phase avec le recul de la production. Si l'ampleur de la contraction du crédit enregistrée durant la première année de la Grande Dépression n'était pas sans précédent, la situation sur ce plan s'est brutalement aggravée avec l'apparition de graves crises bancaires en octobre 1930. Entre 1931 et 1933, la contraction du crédit s'est accélérée, son taux annuel réel s'établissant au sein d'une fourchette comprise entre 10 % et 20 %, et cette tendance négative s'est poursuivie après la fin du ralentissement économique. Le taux de contraction a commencé à s'atténuer à partir de 1934 seulement, la croissance annuelle du crédit ne redevenant positive qu'en 1936, soit trois années après la fin de la Grande Dépression. À cette date, la contraction cumulée représentait presque 50 % des niveaux antérieurs à la dépression.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la chute et la lente reprise du crédit. Premièrement, compte tenu de l'ampleur du ralentissement économique, le crédit a peut-être simplement réagi à la baisse de la production et de la demande globales. En revanche, cela n'explique pas de manière satisfaisante la poursuite de la contraction du crédit après le début de la reprise économique. Deuxièmement,

**Graphique B Croissance du crédit aux États-Unis durant la Grande Dépression**

(variation en % par rapport à l'année précédente)

— PIB  
··· Prêts des banques commerciales en termes réels  
- - - Prêts des banques commerciales en termes nominaux



Sources : Bureau de l'analyse économique (*US Bureau of Economic Analysis*), Bureau des statistiques sur l'emploi (*US Bureau of Labor Statistics*) et calculs de la BCE

Notes : Les données semestrielles relatives au crédit sont établies à partir des soldes de prêts constatés en juin et en décembre de chaque année. Le crédit en termes réels est déflaté à l'aide de l'IPC. Les zones ombrées correspondent aux épisodes de récession tels que définis par le NBER.

<sup>1</sup> Cf. Christina Romer, "What ended the Great Depression?", *The Journal of Economic History*, vol. 52, n° 4, 1992. Elle conclut que l'augmentation observée de la masse monétaire (telle que mesurée par M1) ne peut être attribuée à un ajustement endogène lié à la demande, dans la mesure où ni le ratio des dépôts rapportés aux réserves ni celui des dépôts rapportés à la monnaie fiduciaire n'ont augmenté durant la période comprise entre 1933 et 1940. Or, cette évolution est une condition nécessaire de la hausse endogène de M1, la base monétaire étant à un certain niveau.

<sup>2</sup> Cf. M. Friedman et A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963

l'évolution du crédit peut probablement s'expliquer par les contraintes d'offre liées à la nécessité pour les banques de reconstituer leur stock d'informations concernant les emprunteurs. Or, ces informations, généralement accumulées au fil du temps, avaient été perdues en raison du nombre exceptionnellement élevé de faillites bancaires constatées à compter de 1930, au terme desquelles le nombre de banques avait diminué de près de 50 %. Le changement de comportement des banques a également joué un rôle, l'incertitude qui régnait à l'époque contribuant à une hausse pour des motifs de précaution des ratios de réserves rapportés aux dépôts et à une plus grande préférence de ces institutions pour les actifs liquides, tels que les bons du Trésor escomptables auprès de la Réserve fédérale. Cela a eu pour effet de réduire la part des fonds bancaires disponibles pour l'octroi de crédits à long terme illiquides à des emprunteurs privés<sup>3</sup>. Enfin, des facteurs liés à la demande de crédit sont probablement aussi intervenus, les emprunteurs souhaitant sans doute maintenir leurs ratios d'endettement à des niveaux inférieurs à ceux observés avant la Grande Dépression.

En conclusion, la monnaie et le crédit ont enregistré un recul spectaculaire au cours de la crise des années trente. La reprise a été lente et, dans le cas du crédit, elle a mis du temps à arriver à son terme. Le découplage entre la monnaie et le crédit durant la phase de reprise peut s'expliquer de la manière suivante. D'une part, l'évolution de la monnaie a reflété le retour progressif de la confiance dans la stabilité du système bancaire<sup>4</sup>, favorisé par la reprise économique et les importantes entrées de capitaux étrangers. D'autre part, l'atonie de l'évolution du crédit peut s'expliquer d'une manière générale par les contraintes d'offre liées à la nécessité pour les banques de reconstituer leur stock d'informations concernant les emprunteurs, qui avaient été perdues à l'occasion des diverses crises bancaires, ainsi que par la préférence accrue des banques pour les actifs perçus comme étant plus liquides ou assortis de meilleures caractéristiques de risque.

3 Cf. Ben Bernanke, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, vol. 73, n° 3, 1983 257-276

4 À la suite de la panique observée au sein du système bancaire en 1933, les États-Unis ont introduit un certain nombre de mesures destinées à préserver la stabilité financière, dont la mise en place d'un dispositif permanent de garantie des dépôts.

## Encadré 2

### LES LEÇONS DE L'ASIE : ANALYSE DE LA CROISSANCE DE LA MONNAIE ET DU CRÉDIT AU JAPON PENDANT ET APRÈS LA « DÉCENNIE PERDUE » ET DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES D'ASIE EN TEMPS DE CRISE

La crise traversée par le Japon au cours des années quatre-vingt-dix (période souvent qualifiée de « décennie perdue ») et la crise asiatique de 1997-1999 présentent des analogies avec la crise économique et financière récente observée dans la zone euro. Par conséquent, une comparaison des évolutions de la croissance de la monnaie et du crédit au cours de ces deux épisodes peut fournir des indications utiles. Cet encadré comprend donc deux sections. La première examine la croissance de la monnaie et du crédit au Japon pendant la décennie perdue et par la suite, et la seconde analyse ces mêmes évolutions dans les économies émergentes d'Asie pendant la crise asiatique.

#### Évolutions de la monnaie et du crédit pendant la décennie perdue au Japon

Cette section s'appuie sur trois grandes observations concernant les évolutions de la monnaie et du crédit au Japon dans les années quatre-vingt-dix. Premièrement, les taux de croissance tendanciels de la monnaie et du crédit ont enregistré une chute brutale à la suite de l'effondrement des cours des actions et des prix des terrains en 1990 et 1991. Deuxièmement, après avoir initialement suivi des évolutions parallèles, la croissance de la monnaie et celle du crédit ont commencé à diverger au début de la crise asiatique en 1997. Alors que les agrégats monétaires larges poursuivaient leur progression à un rythme modéré mais stable, la reprise de l'activité économique après la crise asiatique ne s'est

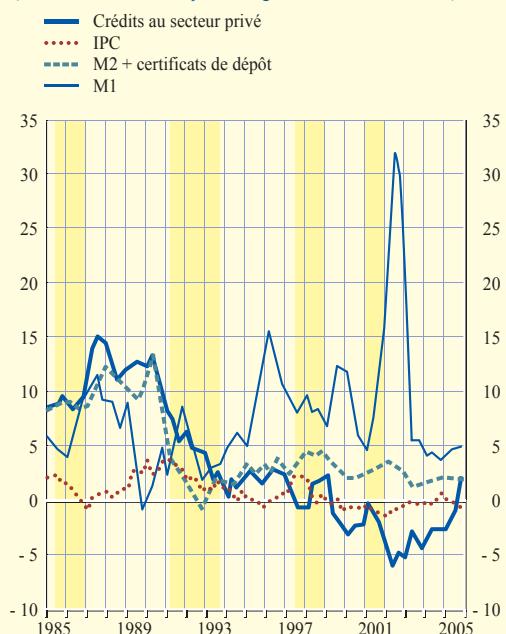
pas accompagnée d'une croissance des crédits au secteur privé ; ces derniers se sont contractés pendant près de dix ans. Troisièmement, la croissance modérée de la monnaie au sens large a coïncidé avec une forte expansion de l'agrégat étroit et avec une vive accélération des concours au secteur public. L'expérience japonaise montre à la fois que la croissance de la monnaie et du crédit peuvent rester atones sur une période prolongée à l'issue d'une crise financière et que la faiblesse de croissance du crédit, en particulier, peut persister, le système bancaire continuant de présenter des insuffisances.

Deux grandes thèses ont été proposées dans la littérature pour expliquer le découplage des évolutions de la monnaie et du crédit au Japon au cours de la décennie perdue : celle d'une crise du crédit (*credit crunch*) et celle d'une trappe à liquidité. L'hypothèse d'une crise du crédit s'appuie sur le retard accusé par la réponse réglementaire et sur l'importance des conditions d'octroi de crédit pour expliquer les évolutions divergentes de la croissance de la monnaie et du crédit. À la suite de la chute brutale des cours des actions et des prix des terrains au début des années quatre-vingt-dix, les entreprises ont subi des pertes importantes et leur solvabilité a été entamée par la baisse de la valeur de leurs garanties. Toutefois, cela n'a pas entraîné de diminution immédiate du crédit. Les banques ont continué à reconduire les prêts aux entreprises en difficulté pour limiter les défauts et les abandons de créances (processus qualifié de « prêts zombie »<sup>1</sup>). En l'absence d'importants retraits des dépôts au cours de cette période, les banques ont été peu incitées à assainir leurs bilans et ont essayé, à la place, de dissimuler les créances douteuses. De ce fait, l'encours de crédits octroyés au secteur privé est demeuré globalement inchangé dans un premier temps. La croissance des crédits a fléchi pour devenir pratiquement nulle et n'a progressé que très modestement quand l'économie a redémarré en 1994 (cf. graphique A).

Ce n'est qu'après une série de faillites bancaires en 1997 que le gouvernement s'est attaqué au problème de l'excédent de créances douteuses en introduisant une législation qui limitait le laxisme et imposait la recapitalisation des établissements bancaires vulnérables. De nombreux commentateurs en ont conclu que la longue période de contraction du crédit qui a suivi avait résulté du report systématique des mesures d'assainissement des créances douteuses<sup>2</sup>. En effet, des études empiriques<sup>3</sup> ont montré que les pertes sur prêts résultant des réformes prudentielles adoptées en 1997 ont exercé une incidence négative sur les coussins de fonds propres des banques, ce qui a limité leur capacité à consentir des

**Graphique A Croissance de la monnaie et du crédit au Japon pendant et après la décennie perdue**

(Variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Banque du Japon, Bureau du Cabinet du gouvernement japonais, FMI et calculs de la BCE

Notes : les zones en surbrillance indiquent les périodes de récession. Les données sont corrigées des incohérences entre l'enquête monétaire de la Banque du Japon et les statistiques financières internationales du FMI.

1 R.J. Caballero, T. Hoshi et A.K. Kashyap, "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *American Economic Review*, Vol. 98, n° 5, 2008 1943-1977

2 Cf. par exemple, T. Sekine, "Firm Investment and Balance Sheet Problems in Japan", *Working Paper Series*, n° 99/111, FMI, Washington DC, 1999 ; A. Kanaya, et D. Woo, "The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons", *Working Paper Series*, n° 00/7, FMI, Washington DC, 2000 ; et T. Callen et J.D. Ostry, "Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival", FMI, Washington DC, 2003

3 Cf. par exemple : W. Watanabe, "Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n° 2-3, 2007, et D. Woo, "In Search of the 'Capital Crunch': Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n° 6 (Part 1), 2003

prêts aux entreprises du secteur privé. En revanche, les banques ont accru leur exposition à la dette publique, laquelle, étant affectée d'une pondération du risque égale à zéro, ne nécessitait pas de couverture supplémentaire en fonds propres.

De leur côté, les tenants de la thèse de la trappe à liquidité expliquent le découplage entre la croissance de l'agréagat monétaire étroit et celle de l'agréagat large par le fait que le Japon s'est trouvé dans une situation de taux d'intérêt nominaux soit nuls, soit proches de zéro, de sorte que les mesures de politique monétaire visant à accroître la base monétaire étaient devenues inopérantes, puisque la monnaie de base et les obligations constituaient de parfaits substituts pour les investisseurs privés<sup>4</sup>.

À compter du milieu des années quatre-vingt-dix, quand les taux d'intérêt ont avoisiné zéro, la demande de monnaie a été déconnectée des évolutions de l'activité économique réelle. Selon l'hypothèse de la trappe à liquidité, cette situation a reflété une augmentation de la demande de monnaie à des fins de précaution dans un contexte d'instabilité financière et de volumes croissants d'actifs non performants aux bilans des banques<sup>5</sup>. Les banques ont marqué une préférence de plus en plus forte pour les actifs liquides, ce que l'on a pu commencer à observer dans le renforcement de la progression de leurs créances sur le secteur public (principalement sous forme de portefeuilles d'obligations d'État). De plus, la borne zéro des taux d'intérêt a limité la capacité des banques centrales à continuer de favoriser la croissance des concours au secteur privé en abaissement les taux d'intérêt nominaux, les taux d'intérêt réels demeurant positifs dans un environnement déflationniste. Selon Krugman<sup>6</sup> et Bernanke<sup>7</sup>, une réaction de politique monétaire plus précoce aurait permis d'éviter le problème de la borne inférieure des taux d'intérêt. Comme les pressions déflationnistes persistantes n'ont pas disparu de l'économie, la Banque du Japon a finalement introduit des mesures non conventionnelles de politique monétaire entre 2001 et 2006, pratiquant une politique « d'assouplissement quantitatif ».

### La monnaie et le crédit dans les économies émergentes d'Asie en temps de crise

Cette section analyse le comportement des agrégats de monnaie et de crédit dans les économies émergentes d'Asie pendant la crise asiatique de 1997 à 1999. Les observations sur cette période sont mises en regard des profils d'évolution correspondants au cours de la crise mondiale qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008. Bien que les deux crises diffèrent nettement en termes d'origine et d'ampleur des chocs considérés, dans les deux cas, des sorties massives de capitaux ont créé des tensions sur les taux de change domestiques, déclenchant des tensions sur la balance des paiements. Toutefois, en 1997 et 1998, ces évolutions ont fini par être associées à une crise bancaire, tandis que les banques ont été beaucoup moins affectées en 2008 et 2009. Par conséquent, l'émergence d'une « crise jumelle », c'est-à-dire à la fois financière et de taux de change, a entraîné un recul important et prolongé à la fois de la production en volume et de l'offre de crédit au secteur privé pendant les années quatre-vingt-dix, alors que l'on a observé, au cours des années récentes, une contraction moins prononcée et une reprise plus rapide. La fin de cette section examine les différences entre ces deux épisodes en termes de comportement des agrégats de monnaie et de crédit.

Le début de la crise asiatique de 1997-1999 a été marqué par d'importants retraits de fonds des marchés financiers domestiques, une crise précipitée par la découverte, de la part des investisseurs, que les banques locales présentaient une exposition excessive à des actifs sous-performants. L'instabilité politique qui a suivi et l'incertitude quant à la mise en œuvre effective des réformes du secteur bancaire

4 Cf. P. Krugman, "It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29, n°2, 1998 ; et B. Bernanke, *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis*, dans R. Mikitani et A. Posen (eds.), *Japan's financial crisis and its parallels to the US experience*, Institute for International Economics, Washington DC, 2000

5 K. Iwata, *The role of money and monetary policy in Japan*, discours prononcé à l'occasion de la quatrième Conférence des banques centrales organisée par la BCE, intitulée *The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century* (Le rôle de la monnaie : la monnaie et la politique monétaire au vingt et unième siècle) à Francfort sur le Main les 9 et 10 décembre 2006

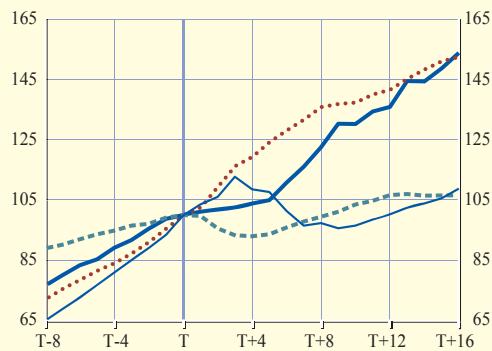
6 Cf. l'article cité en note de bas de page n° 4

7 Cf. l'article cité en note de bas de page n° 4

**Graphique B Évolutions de la croissance de la monnaie et du crédit autour de la période de la crise asiatique de 1997-1999**

(indice T=100 ; moyennes trimestrielles)

M1  
M2  
PIB en volume  
Crédit



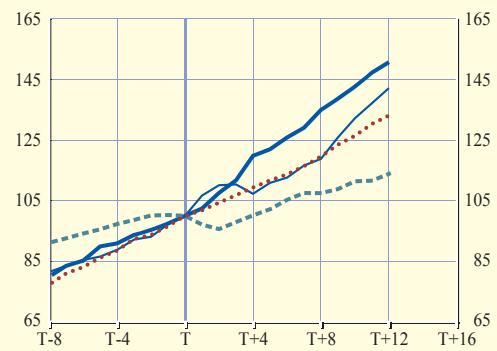
Source : Haver Analytics

Notes : les données recouvrent Hong-Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Corée du Sud et la Thaïlande. «T» représente le troisième trimestre 1997.

**Graphique C Évolutions de la croissance de la monnaie et du crédit autour de la faillite de Lehman Brothers en 2008**

(indice T= 100 ; moyennes trimestrielles)

M1  
M2  
PIB en volume  
Crédit



Source : Haver Analytics

Notes : les données recouvrent Hong-Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Corée du Sud et la Thaïlande. «T» représente le troisième trimestre 2008.

ont entraîné une surréaction des marchés et un comportement moutonnier qui ont conduit à une forte dépréciation des monnaies asiatiques. La contraction des marchés financiers a provoqué alors un effondrement de la croissance du PIB en volume dans toute la région.

Au troisième trimestre 2008, les pays émergents d'Asie ont également été fortement touchés par la crise financière mondiale qui a suivi la faillite de Lehman Brothers. La réduction du levier d'endettement opérée par les institutions financières mondiales et le renforcement de l'aversion au risque ont accru le coût du financement externe sur les marchés émergents et réduit sa disponibilité. Entre fin août et fin novembre 2008, les prix des actions ont baissé et le coût des *swaps* de défaut de crédit (CDS) a augmenté dans toute la région, indiquant une augmentation de la perception du risque par les investisseurs ; les taux de change ont légèrement fléchi contre dollar, mais il ne s'est pas produit de véritable crise de balance des paiements. De plus, grâce à des mesures proactives et à la solidité des fondamentaux, la production a rapidement renoué avec ses niveaux d'avant la crise.

Les graphiques B et C montrent l'évolution générale des principales variables monétaires pour un certain nombre d'économies asiatiques sur une période de six ans entourant la crise asiatique et la faillite de Lehman Brothers en 2008. Globalement, la crise asiatique a eu une incidence plus prononcée sur les évolutions monétaires dans les économies considérées. Le crédit intérieur (défini comme les créances sur le secteur privé) a d'abord augmenté à la suite des deux crises, alors que l'ampleur de la contraction entre point haut et point bas avait été beaucoup plus marquée pendant la crise asiatique. En outre, le crédit intérieur n'est revenu à des niveaux d'avant la crise que douze trimestres après le choc de 1997, alors que, à l'exception d'un trimestre (le 3<sup>e</sup> trimestre 2009) il a maintenu sa trajectoire haussière après la faillite de Lehman Brothers. De son côté, l'agréagat monétaire étroit (M1) a progressé plus rapidement au cours des quatre premiers trimestres qui ont suivi le début de la crise asiatique, avant de se modérer au cours de la période qui a immédiatement suivi ; les évolutions de M1 après la faillite de Lehman Brothers en 2008 ont été similaires, mais moins accentuées. Parallèlement, il n'existe pas de différence significative entre les deux crises s'agissant du comportement de l'agréagat large M2. En revanche, le PIB en volume n'a retrouvé des niveaux d'avant la crise que trois ans après le déclenchement de la crise asiatique, contre cinq trimestres après la faillite de Lehman Brothers.

Malgré des différences d'origine et d'amplitude des deux chocs, l'incidence hétérogène des deux crises sur la croissance de la monnaie et du crédit peut dans une large mesure s'expliquer par la faiblesse nettement plus marquée du système bancaire des économies émergentes d'Asie à la fin des années quatre-vingt-dix et par l'environnement politique fermé de l'époque. Dans cette crise, l'ensemble du système bancaire asiatique était extrêmement vulnérable aux tensions externes sur les financements à court terme ; en outre, la plupart des banques avaient trop massivement investi dans des projets risqués et à performances médiocres<sup>8</sup>. De plus, les politiques monétaires et de taux d'intérêt des gouvernements engagés dans des programmes du FMI ont dû s'inscrire dans un cadre de limites et de conditions strictes. Lors de la crise de 2008 et pendant les années qui ont suivi, les gouvernements ont pu contrecarrer les turbulences extérieures en assouplissant les politiques monétaires et budgétaires dans le contexte d'une nette amélioration des fondamentaux, tout en bénéficiant de la restructuration et du renforcement des systèmes bancaires intervenus au cours des dix années précédentes.

8 G. Corsetti, P. Pesenti, et N. Roubini, *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Japan and the World Economy*, vol. 11, n° 3, 1998

### 3 LES PRINCIPAUX FACTEURS À L'ORIGINE DE LA CROISSANCE DE LA MONNAIE ET DU CRÉDIT AUTOUR DES ÉPISODES DE CRISE

Plusieurs facteurs sont à l'origine des évolutions divergentes de la croissance de la monnaie et de celle du crédit autour des épisodes de crise économique et financière dans les économies avancées. Cette section en analysera certains, qui comptent parmi les plus importants, et s'intéressera également à des facteurs peut-être spécifiques aux années récentes, qui impliquent donc des écarts possibles par rapport aux moyennes historiques.

#### ORIGINES IMMÉDIATES DES CRISES ET CANAUX DE PROPAGATION

Les évolutions des agrégats de monnaie et de crédit aux alentours des périodes de récession sont probablement déterminées par les causes immédiates de la crise et par ses principaux canaux de propagation. Plus précisément, le rôle joué par les facteurs financiers dans la montée en puissance et la propagation d'une crise est sans doute essentiel pour analyser les évolutions de la croissance de la monnaie et du crédit. Par conséquent, une abondante littérature économique a été consacrée au rôle de la monnaie et du crédit durant les récessions et les crises financières, en se plaçant dans une perspective historique<sup>12</sup>. Ces travaux ont notamment souligné que les crises économiques et financières mondiales majeures étaient souvent précédées de niveaux élevés de croissance de la monnaie et du crédit (généralement liés à des anticipations de forte croissance économique relevant d'un optimisme excessif) s'accompagnant de déséquilibres macroéconomiques tels que des

déficits budgétaires ou du compte de transactions courantes, d'où une situation d'abondance de liquidité. Pour pouvoir bénéficier des périodes d'essor et y participer, les intervenants de marché sont incités à se concentrer sur les plus-values à court terme, qui sont de plus en plus découplées des gains de productivité réels. Une expansion se transforme brutalement en récession quand la confiance dans la capacité des emprunteurs à honorer leurs obligations financières est ébranlée ou réduite à néant. En conséquence, les prix des actifs chutent, la valeur des titres s'inscrit en forte baisse (ou est ramenée à zéro) et les marchés financiers se bloquent, font en partie défaut ou s'effondrent complètement<sup>13</sup>. Au niveau macroéconomique, l'interaction entre les prix des actifs et la monnaie et le crédit s'effectue au travers de différents canaux. Ainsi, les épisodes d'envolée et de chute des prix des actifs se répercutent sur la demande de monnaie, car la détention d'encaisses monétaires est déterminée en fonction des rendements des différents actifs dans le contexte d'un problème

12 La littérature relative au rôle de la monnaie et du crédit dans la macroéconomie au cours du cycle d'activité va des contributions d'I. Fisher (notamment "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, n° 4, 1933) qui examine le rôle des facteurs monétaires et de la « déflation par la dette » dans la propagation des ralentissements économiques, à celles de Friedman et Schwartz et de Bernanke (cf. les publications mentionnées dans les notes de bas de page 2 et 3, respectivement, de l'encadré 1), qui analysent le rôle de la monnaie et du crédit au cours de la Grande Dépression aux États-Unis. Pour une discussion plus récente du rôle de la monnaie et du crédit dans la macroéconomie, cf. la publication mentionnée en note de bas de page 1 (en particulier le chapitre 1) et X. Freixas et J.-C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 2008 (en particulier le chapitre 6), respectivement

13 Cf., par exemple, C. Kindleberger et R. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 2005, qui présente une analyse historique détaillée du rôle des facteurs de la monnaie et du crédit dans les crises financières, et la publication à laquelle il est fait référence en note de bas de page 6, qui examine en détail le rôle de la dette dans l'accélération et la propagation des crises financières

plus vaste d'arbitrages de portefeuilles. De plus, la dynamique du crédit est affectée par ces épisodes, notamment par le biais des bilans des sociétés non financières et des ménages ou par d'autres canaux. Plus précisément, les contraintes d'emprunt auxquelles se heurtent ces agents (en raison de problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés du crédit) s'aggravent quand un net recul des prix des actifs entame leur patrimoine net, réduisant ainsi la valeur des garanties auxquelles les prêts peuvent être adossés<sup>14</sup>.

Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, le secteur financier a connu une expansion sans précédent. Cette évolution a coïncidé avec des mutations importantes, comme l'innovation financière, l'assouplissement de la réglementation financière et la mondialisation financière qui ont été observés au cours des dernières décennies, et en particulier avant le déclenchement de la crise financière récente<sup>15</sup>. Si ces mutations ont présenté divers avantages, notamment la disponibilité accrue de crédits pour les ménages et les entreprises à des fins de consommation et d'investissement, elles ont également renforcé l'importance du secteur financier, aussi bien en tant que source d'instabilité qu'en tant que propagateur des chocs trouvant leur origine dans d'autres pans de l'économie.

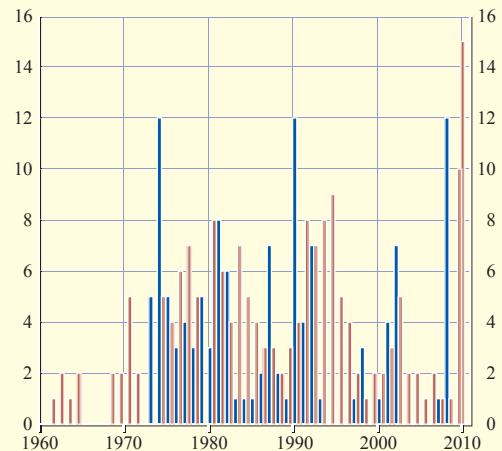
Selon les données disponibles, la plupart des récessions observées dans les économies de l'OCDE depuis 1960 (au milieu des années soixante-dix, au début des années quatre-vingt et des années quatre-vingt-dix et sur la période comprise entre 2008 et 2010, comme indiqué au graphique 3) se sont accompagnées de crises financières s'étendant à plusieurs pays. Par exemple, comme déjà mentionné, dans un certain nombre de pays, les récessions du début des années quatre-vingt-dix et de 2008-2010 se sont également accompagnées d'une crise bancaire systémique. De plus, on a également observé des phases d'éclatement des bulles de prix d'actifs<sup>16</sup> et de ralentissement de la croissance du crédit<sup>17</sup>, qui ont eu tendance à se chevaucher avec les récessions (bien qu'elles se soient également produites à d'autres périodes, notamment au début des années deux mille, cf. graphique 7)<sup>18</sup>.

Au total, les crises économiques les plus graves se sont souvent accompagnées d'une forme quelconque de crise financière se déroulant simultanément dans

**Graphique 7 Chute des prix d'actifs et ralentissement de la croissance du crédit**

(nombre d'épisodes)

— Chutes de prix d'actif  
— Ralentissement de la croissance du crédit



Source : Commission européenne, Eurostat, FMI, OCDE et calculs de la BCE

Notes : 23 pays de l'OCDE sont considérés : 12 pays de la zone euro et 11 autres pays de l'OCDE (cf. la note de base de page n° 5). Pour les définitions des baisses de prix d'actifs et des ralentissements de la croissance du crédit, cf. le corps du texte et les notes de bas de page n° 16 et 17. Les données relatives aux chutes de prix d'actifs ne sont disponibles que pour la période allant de 1970 à 2008.

plusieurs pays. Il n'est donc pas surprenant d'observer des fluctuations prononcées de la croissance de la monnaie et du crédit autour de la plupart des périodes de récessions. Toutefois, ces dernières années ont été caractérisées par une crise économique et financière plus profonde et plus étendue.

14 Cf. la publication mentionnée en note de bas de page 1 (en particulier le chapitre 6) pour un panorama plus détaillé des canaux reliant les prix des actifs, la monnaie et le crédit

15 Cf., par exemple, M. Schularick et A. Taylor, "Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises", 1870-2008, NBER Working Paper Series n° 15512, NBER, novembre 2009

16 Des chutes de prix d'actifs sont identifiées pour 17 économies de l'OCDE entre 1970 et 2008 dans D. Gerdesmeier, H.E. Reimers et B. Roffia, "Asset price misalignments and the role of money and credit", Working Paper Series n° 1068, BCE, juillet 2009. Les résultats sont globalement similaires en utilisant la chronologie (pour 18 économies de l'OCDE entre 1970 et 2007) dans L. Alessi et C. Detken, "Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity", European Journal of Political Economy, vol. 27, n° 3, 2011.

17 Par ralentissements de la croissance du crédit, on entend les périodes de taux de croissance négatif du crédit intérieur réel.

18 Pour plus de détails sur les liens entre les récessions et les crises financières, cf. également : S. Claessens, M.A. Kose et M. Terrones, "What happens during recessions, crunches and busts?", Economic Policy, vol. 24, n° 60, octobre 2009, et S. Claessens, M.A. Kose, et M. Terrones, "How do the business and financial cycles interact?", Working Paper Series, n° 11/88, FMI, Washington DC, avril 2011. Selon ces auteurs, l'interaction entre les variables macroéconomiques et financières constitue un facteur déterminant de la gravité et de la durée des récessions.

Le rôle joué par le secteur financier dans le déclenchement et la propagation des crises les plus récentes est incontestable ; il est associé, par exemple, à des bulles des marchés hypothécaire et du logement et à des mutations profondes du système bancaire (comme l'expansion des marchés de titrisation)<sup>19</sup>. À terme, en raison du rôle sans précédent joué par les marchés bancaires et du crédit lors des crises récentes, au moins sur la période écoulée depuis la seconde guerre mondiale, on ne peut exclure la possibilité que la croissance de la monnaie et du crédit s'écarte des moyennes historiques. Une particularité de ces dernières années réside dans les niveaux historiquement très élevés d'endettement, aussi bien du secteur privé que du secteur public, observés dans la plupart des pays de l'OCDE<sup>20</sup>. Cela indique que, après une récession, on peut s'attendre à un redressement moins marqué qu'habituellement de la croissance du crédit, les agents économiques souhaitant limiter leur endettement (ou y étant contraints) afin qu'il ne soit pas porté à des niveaux non soutenables. Cette situation témoigne donc peut-être de la nécessité d'une restructuration plus drastique, pouvant retarder le renforcement de la croissance du PIB en volume dans plusieurs économies avancées, y compris dans la zone euro. Par conséquent, une croissance plus faible du crédit affectera probablement l'activité économique, ce qui, en raison de facteurs structurels, freinera la croissance de la monnaie et du crédit pendant une longue période.

## DIMENSION INTERNATIONALE DES CRISES

La dimension internationale des crises constitue sans doute également un élément d'explication important de la croissance de la monnaie et du crédit autour des périodes de récession et de crises bancaires. Bien entendu, la gravité, la propagation et la durée des turbulences économiques et financières sont amplifiées dans le cas d'une crise internationale de grande ampleur qui entraîne des retombées négatives pour l'économie intérieure et offre peu de possibilités de tirer profit de l'expansion économique à l'étranger.

L'analyse effectuée précédemment montre qu'au cours de plusieurs épisodes, les crises ont touché simultanément un certain nombre d'économies. Notons également que les événements systémiques

survenus dans l'économie mondiale (en particulier s'agissant des grands pays) ont, au cours des cinquante dernières années, été plus fréquents en phase de croissance relativement forte de la liquidité globale, mesurée par les taux de croissance des agrégats mondiaux de monnaie et de crédit. Par conséquent, étant donné que les conditions de liquidité sont de plus en plus interconnectées dans les principales économies avancées, et compte tenu de l'intégration croissante des marchés financiers mondiaux, les conditions globales de la liquidité peuvent exercer une incidence significative sur les économies domestiques et doivent être prises en considération.

Les évolutions de l'agrégat monétaire large en termes réels autour des épisodes de récession ont eu tendance à varier en fonction des niveaux, relativement modérés ou abondants, de la liquidité mondiale. Dans le premier cas, on n'observe qu'un ralentissement léger et de courte durée de la croissance de l'agrégat large réel, alors que dans le second cas, on assiste à un recul prolongé de la croissance de la monnaie au sens large au cours de la reprise. Les évolutions dans la zone euro pendant et après la récente récession correspondent dans l'ensemble aux profils observés en présence d'une liquidité mondiale abondante (cf. graphique 8)<sup>21</sup> et des conclusions analogues peuvent être tirées pour la croissance du crédit intérieur en termes réels. Ces conclusions corroborent la thèse selon laquelle la liquidité mondiale se situait à des niveaux très élevés avant la récession, une correction significative n'étant intervenue qu'après 2009.

Les évolutions de la monnaie et du crédit varient en fonction du niveau de la liquidité globale en raison des liens directs qui existent, au travers de différents

19 Cf, par exemple, M. Brunnermeier, "Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, 2009

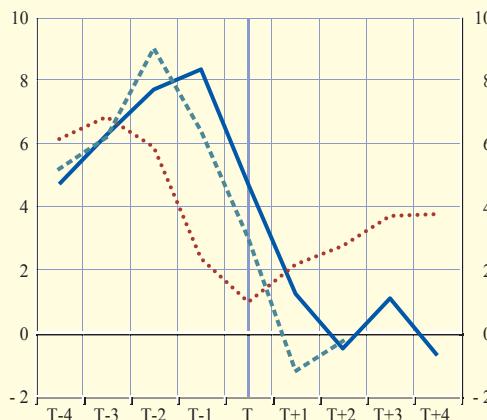
20 Cf. C. Reinhart et K. Rogoff "A Decade of Debt", *NBER Working Paper Series*, n°16827, NBER, février 2011. Les auteurs démontrent que, au cours des dernières années, la dette publique des économies avancées a atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la fin de la seconde guerre mondiale, et qui sont même supérieurs à ceux de la première guerre mondiale et de la Grande Dépression. Cela s'applique également aux niveaux de dette privée. Les résultats obtenus par Reinhart and Rogoff soulignent une régularité empirique, à savoir que les points hauts historiques en termes de levier d'endettement ont été très souvent associées à un ralentissement de la croissance économique.

21 À des fins d'analyse, une liquidité mondiale abondante correspond à une croissance de l'agrégat monétaire large mondial et du crédit intérieur mondial supérieure au 66<sup>e</sup> percentile. Une croissance inférieure à ce seuil est qualifiée de modérée.

**Graphique 8 Croissance de l'agrégat monétaire large en termes réels aux alentours des périodes de récession en présence d'une liquidité mondiale abondante et d'une liquidité mondiale modérée**

(variations annuelles en pourcentage)

— Liquidité mondiale abondante  
··· Liquidité mondiale modérée  
- - Zone euro (T = 2009)



Sources : BCE, Commission européenne, BRI, FMI, OCDE et calculs de la BCE

Notes : 23 pays de l'OCDE sont considérés : 12 pays de la zone euro et 11 autres pays de l'OCDE (cf. la note de bas de page n° 5). Pour les définitions d'une liquidité mondiale abondante et d'une liquidité mondiale modérée, cf. la note de bas de page n° 21.

canaux, entre les conditions de la liquidité au niveau mondial, les flux internationaux de capitaux et la monnaie et le crédit intérieurs, comme le montre la présentation monétaire de la balance des paiements. Premièrement, les flux internationaux de capitaux, qui comprennent les transactions avec le secteur domestique détenteur de monnaie (y compris les titres émis par ce secteur) réglées *via* le secteur bancaire résident, entraînent des variations de la position extérieure nette des banques et, souvent, de la masse monétaire. Par conséquent, les entrées de capitaux peuvent, dans certaines circonstances, contribuer à la croissance des agrégats monétaires intérieurs et, parfois, à une croissance monétaire excessive. De même, les sorties de capitaux peuvent limiter la disponibilité de la monnaie, et en fin de compte du crédit, dans l'économie intérieure, avec des conséquences négatives pour le secteur financier et l'économie réelle. De fait, certaines données indiquent qu'en moyenne, les pays qui étaient importateurs nets de capitaux avant une récession enregistrent une plus forte diminution de leur masse monétaire que ceux qui étaient exportateurs nets. Deuxièmement, la disponibilité des financements transfrontières peut exercer sur le

crédit intérieur une incidence directe qui va au-delà de celle qu'impliquent les conditions monétaires domestiques. En effet, l'activité de prêt interbancaire transfrontière est l'un des canaux par lesquels le système bancaire domestique peut octroyer des crédits pour des montants nettement supérieurs aux limites imposées par les financements disponibles sur le plan intérieur. Cela tend à expliquer pourquoi la dynamique de la croissance du crédit est susceptible d'être plus prononcée que celle de la monnaie aux alentours des crises.

Au total, la dimension internationale est un élément important à prendre en compte dans l'évaluation des profils d'évolution de la monnaie et du crédit autour des épisodes de crise. Cette dimension est incontestablement un aspect important de la crise récente mais qui n'est pas sans précédent dans les pays de l'OCDE en raison de la sortie du système de Bretton Woods et de la libéralisation progressive des mouvements internationaux de capitaux dans les années soixante-dix<sup>22</sup>. Cela étant, cette crise particulière a été la plus généralisée au niveau international depuis la seconde guerre mondiale, de sorte que ce facteur peut également être une source de déviation par rapport aux moyennes historiques.

## POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET AUTRES FACTEURS

En raison de la gravité sans précédent, du moins depuis la seconde guerre mondiale, de la récente crise économique et financière, les autorités de plusieurs économies avancées ont mis en œuvre des mesures de politique économique exceptionnelles. Certaines mesures visaient spécifiquement au soutien de la croissance du crédit intérieur, qui est considérée comme un facteur important de la reprise. Le crédit intérieur étant la principale contrepartie de la monnaie au sens large, les évolutions des agrégats monétaires en ont également été affectées. Des mesures de politique économiques sans équivalent, y compris des mesures non conventionnelles de politique monétaire, ont probablement contribué à éviter des écarts significatifs de la croissance de la monnaie et du crédit dans la zone euro par rapport aux moyennes

22 Notons que, comme la plupart des crises de l'échantillon considéré coïncident avec une absence de contrôle des mouvements de capitaux, il est difficile d'évaluer l'incidence de ces contrôles sur la dynamique de la monnaie et du crédit aux alentours des épisodes de crise.

historiques observées en périodes de crise au cours des trois ou quatre années écoulées. Par exemple, les mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées par la BCE ont joué un rôle essentiel dans le soutien au secteur bancaire de la zone euro, améliorant considérablement la situation de liquidité. Certaines données indiquent en outre qu'elles ont permis de prévenir un fléchissement important de la croissance des agrégats de monnaie et de crédit et d'empêcher ainsi des mécanismes de rétroaction porteurs de conséquences potentiellement négatives pour les variables macroéconomiques<sup>23</sup>.

En revanche, des sources d'incertitudes importantes demeurent, notamment en ce qui concerne la durée et l'incidence de la crise de la dette souveraine dans certains pays européens, ainsi que la solidité des bilans bancaires dans plusieurs pays de l'OCDE. Ces incertitudes ont probablement déclenché une aversion au risque accrue des agents économiques et contribué à renforcer la volatilité des flux monétaires au cours des dernières années. L'aversion au risque provoque une expansion de l'agrégat monétaire étroit et, dans une certaine mesure, de l'agrégat large, alors que la croissance du crédit demeure contenue. Ces facteurs peuvent donc expliquer les écarts constatés par rapport aux moyennes historiques. Il est probable que ce sont eux qui sous-tendent les fluctuations inhabituellement importantes de la monnaie au sens étroit en 2009 et 2010.

#### 4 CONCLUSION

Les profils de croissance moyenne de la monnaie et du crédit aux alentours des crises économiques et financières passées peuvent constituer une référence utile pour évaluer les évolutions actuelles et futures de la monnaie, du crédit et de la production. Cet article a présenté des éléments montrant que ces références doivent établir une distinction entre les différents types de récession, à savoir entre celles qui ont coïncidé avec une crise financière et les autres. Cela démontre l'existence d'une interaction importante entre la monnaie, le crédit et la production, en particulier au cours de ces épisodes. Les évolutions récentes de la monnaie et du crédit dans la zone euro sont globalement conformes aux profils généralement observés durant

les phases de récession et de reprise, si l'on compare le dernier ralentissement économique aux récessions qui se sont accompagnées de crises bancaires systémiques. La lente reprise de la croissance de l'agrégat monétaire large et du crédit intérieur en 2011 est effectivement conforme au modeste redressement de l'activité économique observé en 2010 et 2011 après la profonde récession de 2008 et 2009. Cette lenteur reflète aussi, probablement, la correction de la croissance excessive de ces agrégats avant la crise. De plus, la croissance de l'agrégat monétaire large, celle de l'agrégat monétaire étroit et la progression du crédit intérieur divergent habituellement durant ces périodes, la croissance de M1 précédant en général le retournement du cycle d'activité, celle de l'agrégat large évoluant en phase avec le cycle (de façon moins prononcée cependant durant le ralentissement), et la progression du crédit accusant généralement un retard par rapport à la reprise de l'activité économique. Si les évolutions récentes dans la zone euro sont largement conformes à ces régularités, la croissance de l'agrégat monétaire étroit a enregistré des fluctuations plus marquées qu'habituellement au cours des dernières années (notamment par comparaison avec les évolutions classiques autour des périodes de crise économique et financière), ce qui reflète probablement les niveaux exceptionnellement élevés de volatilité et d'incertitude observés dans la zone euro sur cette période.

À plus long terme, on ne peut exclure une certaine accentuation de l'interaction entre les agrégats de monnaie et de crédit de la zone euro (la production pouvant alors s'écartez des moyennes historiques), sous l'effet principalement du concours simultané de divers facteurs. Ces derniers peuvent être liés : a) aux niveaux exceptionnellement élevés de l'endettement des secteurs public et privé constatés au cours des dernières années ; b) à l'interaction entre la crise de la dette souveraine, les inquiétudes des investisseurs et les pressions qui s'exercent sur le financement et sur les fonds propres des banques dans divers pays européens ; et c) à la vitesse à laquelle la crise s'est propagée à l'échelle internationale.

23 Pour des indications relatives à l'incidence sur les agrégats de monnaie et de crédit, cf. l'article intitulé *Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression*, du *Bulletin mensuel* de juillet 2011 (en particulier l'encadré 2).



## L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DANS LA ZONE EURO

Depuis le second semestre 2009, les ratios de dette des sociétés non financières ont progressivement diminué par rapport aux niveaux d'endettement élevés atteints précédemment. Cette évolution est intervenue dans un environnement qui s'est modifié avec le déclenchement de la crise financière à la fin de l'été 2007 et qui se caractérise par un risque de crédit et une aversion au risque sensiblement accrus ainsi que par un renforcement des préoccupations relatives à la soutenabilité de la dette en général. Le ratio d'endettement par rapport au total des actifs des sociétés non financières a légèrement diminué, revenant de 46 % au deuxième trimestre 2009 à 43 % au premier trimestre 2011, avant de se stabiliser au deuxième trimestre<sup>1</sup>.

La diminution progressive des ratios de dette reflète à la fois des facteurs d'offre et de demande, qui exercent une incidence sur les crédits aux entreprises. S'agissant de la demande, le ralentissement de l'activité économique et, en particulier, le fléchissement de la formation brute de capital fixe (FBCF), ainsi qu'une plus forte propension à mettre les bénéfices en réserve ont contribué à réduire les besoins de financement externe des entreprises. En ce qui concerne l'offre, le durcissement des critères d'octroi des crédits appliqués par les banques ont freiné la croissance des prêts bancaires consentis au secteur privé non financier. Cette évolution a contribué au désendettement des entreprises mais également à une modification d'ensemble de leur structure financière, la part du financement bancaire diminuant par rapport au financement de marché. Dans le même temps, les ratios de dette des entreprises sont élevés au regard des évolutions passées. Cela ressort, notamment, des comparaisons à long terme avec la situation des entreprises non financières aux États-Unis.

Un aspect important de l'endettement des entreprises dans la zone euro a trait à la forte hétérogénéité entre les différents pays de la zone, principalement en termes de niveau de la dette des entreprises au moment du déclenchement de la crise financière, mais également s'agissant du rythme du processus de désendettement depuis mi-2009. Toutefois, les entreprises de la plupart des grands pays de la zone euro ont commencé à se désendetter progressivement mi-2009, reflétant ainsi la situation globale de la zone. Une autre dimension importante de l'hétérogénéité de l'endettement des entreprises de la zone euro concerne le rôle joué par la taille de l'entreprise. Selon les données d'enquêtes, au total, un pourcentage plus élevé de grandes entreprises que de petites et moyennes entreprises (PME) ont fait état d'une diminution de leurs ratios de dette par rapport aux actifs entre 2009 et 2011.

S'agissant de l'incidence de ce processus de désendettement sur les perspectives en matière de soutenabilité de la dette, les sociétés non financières ont légèrement réduit leur vulnérabilité à cet égard, comme le montre la diminution de la charge liée au service de la dette par rapport au pic observé en 2009. En dépit de ce signal positif, le niveau toujours très élevé de l'endettement des sociétés non financières au regard des évolutions passées indique la persistance de vulnérabilités, notamment dans l'hypothèse d'une augmentation des coûts du financement par endettement.

### I INTRODUCTION

L'endettement des secteurs privés non financiers (ménages et sociétés non financières) de la zone euro a progressé rapidement au cours de la dernière décennie, à peu près jusqu'en 2009. Cette augmentation de l'endettement jusqu'à des niveaux élevés a accentué la vulnérabilité du secteur privé non financier aux évolutions des taux d'intérêt et aux évaluations négatives du risque de crédit par les intervenants de marché.

Même si l'endettement exerce des incidences positives sur la croissance jusqu'à un certain point, dans la mesure où il aide les investisseurs à financer leur croissance en contractant des prêts ou en émettant des titres de créance, il devient nocif lorsqu'il est trop élevé<sup>2</sup>. La crise financière,

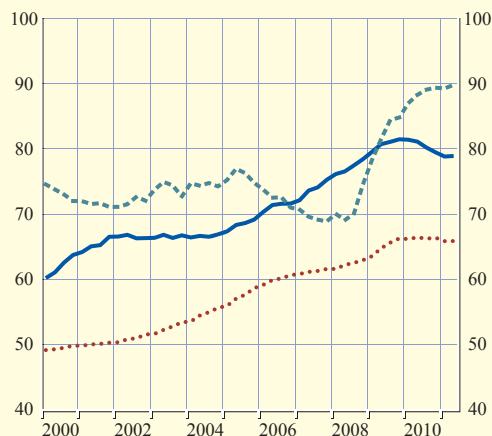
1 Cet article inclut des données tirées des comptes intégrés de la zone euro jusqu'au deuxième trimestre 2011.

2 S.G. Cecchetti, M.S. Mohanty et F. Zampolli, *The real effects of debt*, Working Paper Series de la BRI, N° 352. Cf. également la section 5 du présent article

**Graphique I Ratios dette/PIB des secteurs non financiers dans la zone euro**

(en pourcentages)

— Sociétés non financières  
··· Ménages  
--- Administrations publiques



Source : BCE

Notes : La dette des ménages est constituée de prêts. La dette des sociétés non financières et des administrations publiques inclut les prêts (hors prêts intragroupes), les titres de créance et les provisions techniques d'assurance. Pour les administrations publiques, le ratio de la dette rapportée au PIB est conforme aux comptes intégrés de la zone euro.

qui a débuté mi-2007 et s'est intensifiée en septembre 2008, a conduit à reconsidérer ce qui constitue un niveau d'endettement soutenable et à redécouvrir les risques de crédit. Cela a conduit les débiteurs à s'efforcer de réduire leur endettement. Alors que la faiblesse de l'activité économique a entraîné une nouvelle augmentation des ratios d'endettement en 2009, le ratio de la dette des sociétés non financières rapportée au PIB a commencé à fléchir progressivement, revenant de 81 % au dernier trimestre 2009 à 79 % au deuxième trimestre 2011 (cf. graphique 1). Le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB a continué d'augmenter jusqu'au deuxième trimestre 2010, mais a légèrement diminué par la suite jusqu'au deuxième trimestre 2011. À la différence des secteurs privés non financiers, la dette des administrations publiques a évolué dans la direction opposée durant la crise<sup>3</sup>. Le ralentissement économique, ainsi que la diminution des recettes publiques et l'augmentation des dépenses qui en ont découlé, ont provoqué une forte augmentation des ratios de dette des administrations publiques

durant la crise financière et ce, jusqu'au deuxième trimestre 2011. La progression de la dette du secteur public a des répercussions sur le financement du secteur privé quand les primes de risque pays augmentent et que les risques souverains se propagent aux conditions d'octroi des crédits bancaires et à celles du financement de marché pour les entreprises. La crise financière a ainsi mis clairement en évidence l'interconnexion entre les bilans des secteurs public et privé.

À partir de ce tableau d'ensemble des évolutions de l'endettement dans les différents secteurs, le présent article se penche plus particulièrement sur la situation des sociétés non financières dans la zone euro. La section 2 décrit de façon détaillée les évolutions de l'endettement des sociétés non financières dans la zone euro et dans les différents pays qui la composent au cours de la dernière décennie et fournit des éléments d'explication. Cette section intègre en outre un encadré comparant les évolutions de l'endettement des sociétés non financières dans la zone euro et aux États-Unis. La section 3 traite de la composition du financement externe et du rôle de l'endettement dans le financement des sociétés non financières de la zone euro. En particulier, elle examine les modifications de la structure du financement des sociétés non financières durant la crise financière. La section 4 analyse les besoins de financement externe des petites et moyennes entreprises et des grandes entreprises dans la zone euro et l'évolution de leur endettement, en s'appuyant sur des données au niveau des entreprises, ainsi que le financement par endettement dans les principaux secteurs. La section 5 est consacrée à la question fondamentale de la soutenabilité de la dette et analyse les indicateurs permettant d'évaluer cette soutenabilité dans le cas des entreprises. Enfin, la section 6 conclut en proposant une synthèse des points essentiels de cet article.

<sup>3</sup> La définition de la dette des administrations publiques fondée sur les comptes intégrés de la zone euro diffère de la définition de la dette publique au sens de Maastricht dans la mesure où elle est non consolidée et en valeur de marché.

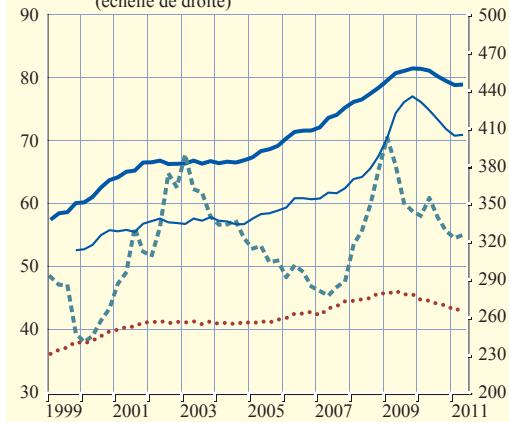
## 2 LES ÉVOLUTIONS DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DANS LA ZONE EURO

La forte augmentation de l'endettement des sociétés non financières de la zone euro (le ratio de la dette rapportée au PIB étant passé de 57 % au premier trimestre 1999 à un point haut de 81 % au quatrième trimestre 2009) a eu lieu en différentes phases (cf. graphique 2 ainsi que l'encadré pour une perspective à plus long terme)<sup>4</sup>. De la seconde moitié des années quatre-vingt-dix jusqu'au début 2002, les ratios d'endettement des sociétés non financières ont augmenté en liaison avec « l'essor de la nouvelle économie », à un moment où les conditions de financement des investissements réels et financiers des entreprises étaient favorables et la croissance des prêts soutenue. Après la période d'assainissement des bilans qui a suivi, les ratios de dette par rapport au PIB des sociétés non financières de la zone euro ont de nouveau augmenté à partir de 2005 et ont culminé en 2009. Cette évolution ressort de différents indicateurs relatifs à la dette. Tandis que le ratio de la dette rapportée au PIB établit un lien entre l'endettement des entreprises et l'activité économique, celui de la dette rapportée à l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières exprime la capacité des entreprises à rembourser leur endettement au moyen de leur revenu d'exploitation. Ce ratio est particulièrement intéressant pour évaluer le caractère soutenable de la dette, l'excédent brut d'exploitation étant utilisé pour le remboursement de celle-ci (cf. section 5). Le ratio de la dette rapportée à l'excédent brut d'exploitation est passé de 313 % en 1999 à 437 % au quatrième trimestre 2009, puis a diminué par la suite, pour revenir à 405 % au deuxième trimestre 2011 (cf. graphique 2). La forte progression enregistrée au second semestre 2008 et en 2009 a principalement résulté d'une contraction de l'excédent brut d'exploitation liée à l'atonie de l'activité économique. L'augmentation a été moins prononcée pour le ratio de la dette rapportée aux actifs, qui inclut tant les immobilisations que les actifs financiers et présente donc un caractère plus exhaustif s'agissant des actifs des sociétés non financières qui génèrent des revenus ou peuvent être cédés si nécessaire. Le ratio de la dette par rapport au total des actifs<sup>5</sup> est passé de 36,2 % au premier trimestre 1999 à

Graphique 2 Ratios d'endettement des sociétés non financières dans la zone euro

(en pourcentages)

- Ratio dette/PIB (échelle de gauche)
- Ratio dette/total des actifs (échelle de gauche)
- - - Ratio dette/fonds propres (échelle de gauche)
- Ratio dette/excédent brut d'exploitation (échelle de droite)



Source : BCE

Notes : La dette des sociétés non financières inclut les prêts (hors prêts intragroupes), les titres de créance et les provisions techniques d'assurance. Les actifs financiers ont été consolidés en incluant les prêts intragroupes, les actions et les autres comptes à recevoir à l'exception des créances commerciales.

un point haut de 46,2 % au deuxième trimestre 2009. Il a diminué progressivement par la suite, ressortant à 43 % au deuxième trimestre 2011. Contrairement aux autres ratios d'endettement, le ratio de la dette rapportée aux fonds propres des sociétés non financières est plus volatile, en raison notamment des effets de valorisation résultant des variations des cours des actions.

Ainsi, la plupart des ratios d'endettement des sociétés non financières de la zone euro ont enregistré un pic en 2009, puis ont légèrement diminué jusqu'en 2011, où ils se sont quelque peu stabilisés. Cette évolution reflète l'incidence du cycle d'activité et les efforts des sociétés non financières pour se désendetter, dans un contexte de sensibilité accrue aux risques de crédit. L'augmentation des ratios de la dette rapportée aux actifs a généralement été plus modérée que celles des ratios de la dette

4 La dette des sociétés non financières inclut les prêts (hors prêts intragroupes), les titres de créance émis par les sociétés non financières et les réserves pour fonds de pension des sociétés non financières.

5 Les dettes et les actifs excluent les prêts intragroupes. Les actions et autres participations (hors parts d'OPCVM) et les autres comptes (hors crédits commerciaux) ont été compensés dans la définition des actifs.

par rapport à l'activité économique. Cela montre que la progression de l'endettement des sociétés non financières a été favorisée, dans une large mesure, par une augmentation des actifs, qui peuvent être utilisés comme garanties et ont permis aux entreprises de s'endetter davantage. Dans le même temps, la hausse de l'endettement par rapport aux revenus des entreprises suscite des préoccupations quant au caractère soutenable de leur dette (cf. section 5).

La forte contraction de l'activité économique en 2008 et 2009 a entraîné un recul important de la demande de crédit en raison d'une diminution de la FBCF et des moindres besoins en fonds de roulement des sociétés non financières. De plus, le fort recul de l'activité de fusions et acquisitions des sociétés non financières entre 2008 et le premier trimestre 2010 a entraîné une réduction de leur demande de financement externe. L'endettement a par conséquent sensiblement diminué sous l'effet de facteurs liés à la demande. Cette évolution ressort également de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, dans laquelle les banques participantes ont déclaré une diminution de la demande nette de prêts émanant des entreprises entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2010, puis de nouveau au troisième trimestre 2011.

Par ailleurs, les contraintes pesant sur l'offre de prêts bancaires ont pu contribuer au processus de désendettement des entreprises. Au cours de la période qui a précédé la crise financière, on a accordé peu d'attention à la progression des niveaux d'endettement des entreprises car le coût du financement par endettement et les charges d'intérêt des sociétés non financières demeuraient modérés. Toutefois, l'attitude des banques et des intervenants de marché a évolué durant la crise financière, quand les banques elles-mêmes se sont retrouvées en difficulté pour accéder au financement en raison d'inquiétudes relatives à leurs bilans. Les banques participant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ont déclaré en 2008 et 2009, puis de nouveau au troisième trimestre 2011, que les coûts du financement et les contraintes de bilan qu'elles rencontraient contribuaient fortement au

durcissement net des critères d'octroi des prêts aux entreprises<sup>6</sup>. De plus, au cours de la même période, un pourcentage net important de banques ont fait état d'un élargissement des marges sur les prêts, qui a été plus marqué pour les crédits risqués que pour les crédits standard. En ce qui concerne le financement de marché des sociétés non financières, le coût du financement par le biais de l'émission de titres de créance a fortement augmenté en 2008, sur fond d'inquiétudes du marché quant à la solvabilité des emprunteurs. En réaction à ces évolutions des prêts bancaires et du financement par endettement sur les marchés, et outre le fait que la demande de financement externe a reculé en liaison avec la conjoncture, les entreprises peuvent avoir accentué leurs efforts de désendettement afin de garantir ou d'améliorer leur solvabilité.

Le processus de désendettement des sociétés non financières apparaît également au travers des évolutions de la croissance réelle du financement par endettement et de la croissance du PIB en volume (cf. graphique 3). En 2008 et 2009, la croissance réelle du financement par endettement des sociétés non financières s'est sensiblement ralentie et est devenue négative du quatrième trimestre 2009 jusqu'au premier trimestre 2011. De plus, le fléchissement de la croissance réelle du financement par endettement s'est poursuivi jusqu'au deuxième trimestre 2011, alors que la croissance du PIB avait déjà commencé à se redresser en 2009. Cette évolution est conforme aux profils d'évolution sur longue période des prêts aux sociétés non financières, qui ont tendance à suivre le cycle avec un décalage de trois trimestres environ<sup>7</sup>. Le graphique 3 montre également que la diminution du ratio de la dette rapportée au PIB des sociétés non financières de la zone euro par rapport au point haut enregistré au dernier trimestre 2009 a débuté un ou deux ans environ après le ralentissement de la croissance du PIB.

6 Cf. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro sur le site internet de la BCE

7 Cf. l'article intitulé *Évolutions récentes des prêts au secteur privé du Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2011

**Graphique 3 Croissance réelle du financement par endettement des sociétés non financières de la zone euro et croissance du PIB en volume**

(variations annuelles en pourcentage, déflatées du déflateur du PIB ; en pourcentages)

- Croissance réelle du financement par endettement des sociétés non financières de la zone euro
- Croissance du PIB en volume de la zone euro
- Ratio dette/PIB des sociétés non financières de la zone euro



Source : BCE

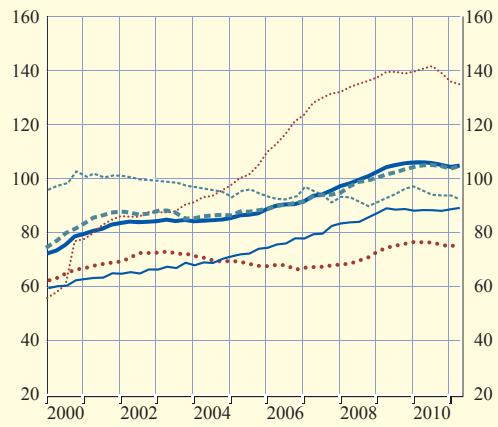
Note : Le financement par endettement inclut les prêts (hors prêts intragroupes), les titres de créance et les réserves pour fonds de pension.

Le processus de désendettement des sociétés non financières a été facilité par les importantes capacités d'autofinancement accumulées par les entreprises. Entre le troisième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2010, les sociétés non financières ont fortement accru leurs bénéfices non distribués, évolution qui s'est reflétée dans l'épargne des entreprises (et les transferts nets en capital). L'épargne des entreprises est restée globalement stable par rapport au PIB à partir de ce moment-là et jusqu'au début du deuxième trimestre 2011 (cf. graphique D de l'encadré). Cette évolution, conjuguée à une forte baisse de la formation de capital, a entraîné une réduction significative de l'écart de financement des sociétés non financières (qui correspond au ratio de la capacité nette (+)/besoin net (-) de financement par rapport au PIB), qui est même devenu excédentaire entre le quatrième trimestre 2009 et le quatrième trimestre 2010. L'évolution des bénéfices des entreprises est globalement conforme aux évolutions de leur rentabilité ressortant des données au niveau des entreprises. Selon ces données, le rendement des actifs des entreprises a augmenté entre le second semestre 2009 et la mi-2010 puis est resté globalement stable jusqu'à mi-2011 dans

**Graphique 4 Ratio dette/PIB des sociétés non financières d'une sélection de pays de la zone euro**

(en pourcentages)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Pays-Bas



Sources : BCE et Eurostat

Note : La dette recouvre l'ensemble des prêts, les titres de créance et les réserves pour fonds de pension

un environnement caractérisé par des tensions croissantes sur les coûts et un ralentissement de la progression des ventes.

Même si les niveaux des différents indicateurs relatifs à la dette des sociétés non financières ont baissé en 2010 et au premier trimestre 2011 pour l'ensemble de la zone euro, la situation est contrastée entre les différents pays de la zone<sup>8</sup>. Premièrement, s'agissant des ratios d'endettement, les sociétés non financières allemandes ont affiché le plus faible ratio dette/PIB parmi les cinq principaux pays de la zone euro depuis le quatrième trimestre 2004 (cf. graphique 4). En Espagne, en revanche, ce ratio a été nettement supérieur à celui de la zone euro durant la majeure partie de la période sous revue. Dans le même temps, en ce qui concerne le ratio de la dette par rapport aux actifs financiers, les sociétés non financières françaises se sont situées en dessous de la moyenne de la zone euro durant toute la période sous revue, tandis que les sociétés italiennes se trouvaient nettement au-dessus du niveau de

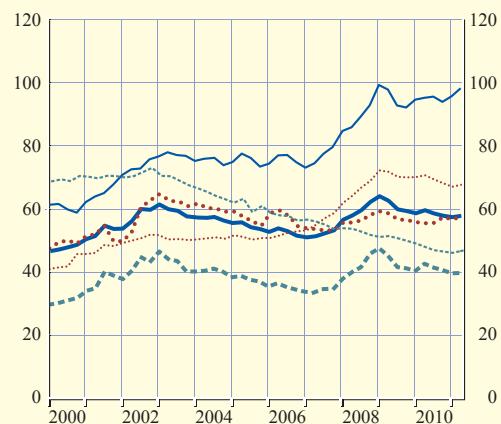
8 Le présent article examine essentiellement les cinq principaux pays de la zone euro.

la zone euro (cf. graphique 5). Si l'on examine les évolutions de l'endettement entre 2000 et le deuxième trimestre 2011, parmi les cinq principaux pays de la zone euro, les ratios de la dette rapportée aux actifs financiers des sociétés non financières ont enregistré les plus fortes augmentations en Italie et en Espagne, tandis qu'ils ont été plus stables en France et en Allemagne. Les ratios d'endettement des sociétés non financières ont commencé à diminuer dans ces quatre pays au deuxième trimestre 2009, reflétant les évolutions au niveau de la zone euro. Toutefois, alors que le ratio de la dette rapportée aux actifs financiers des sociétés non financières en Allemagne, en France et en Espagne est resté globalement stable en 2011 jusqu'au deuxième trimestre, en Italie, ce ratio a recommencé à augmenter cette année. De plus, si l'on se fonde sur le ratio de la dette rapportée aux actifs financiers, les sociétés non financières néerlandaises ont commencé à se désendetter beaucoup plus tôt (à partir du premier trimestre 2003) que celles des quatre autres grands pays de la zone euro.

**Graphique 5 Ratio dette/actifs financiers des sociétés non financières d'une sélection de pays de la zone euro**

(en pourcentages)

Zone euro  
Allemagne  
France  
Italie  
Espagne  
Pays-Bas



Sources : BCE et Eurostat

Notes : La dette recouvre l'ensemble des prêts, les titres de créance et les réserves pour fonds de pension. Les actifs financiers incluent le numéraire et les dépôts, les prêts, les titres de créance, les actions et autres participations, les autres comptes à recevoir et les provisions techniques d'assurance.

## Encadré

### L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES : COMPARAISON ENTRE LA ZONE EURO ET LES ÉTATS-UNIS

Le présent encadré compare l'endettement des sociétés non financières de la zone euro avec celui des entreprises non financières aux États-Unis, qui est le secteur offrant les meilleures possibilités de comparaison<sup>1</sup>. Au moment où la crise financière a éclaté, les sociétés non financières des deux zones économiques affichaient un niveau d'endettement élevé et elles ont entamé un processus de désendettement à compter de 2009, en liaison avec cette crise. Des facteurs liés à la demande, compte tenu du très fort recul de l'activité économique depuis le dernier trimestre 2008, ainsi que des contraintes d'offre, en termes de distribution du crédit bancaire, ont contribué à la diminution des ratios d'endettement des sociétés non financières. En outre, la progression des bénéfices a aidé les entreprises à se désendetter.

### Ratios d'endettement des sociétés non financières dans la zone euro et aux États-Unis – une perspective à long terme

En adoptant une perspective à long terme, le graphique A montre que le ratio de la dette rapportée au PIB des entreprises non financières américaines a doublé au cours des cinquante dernières années, passant de 37 % en 1960 à 74 % au deuxième trimestre 2011. L'augmentation du ratio de la dette par rapport au total des actifs a été tout aussi prononcée, celui-ci étant passé de 21 % en 1960 à 45 %

<sup>1</sup> Aux États-Unis, ce secteur inclut toutes les entreprises non financières, qu'elles soient constituées en sociétés ou non. À la différence du secteur privé non financier de la zone euro, il inclut également les entreprises individuelles, qui sont classées dans le secteur des ménages dans les comptes intégrés de la zone euro. Cf. également l'encadré intitulé *Évolution du financement des entreprises : comparaison entre la zone euro et les États-Unis* dans l'article intitulé *Evolutions du financement des entreprises dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2005 et l'encadré intitulé *La comparabilité des comptes nationaux des États-Unis et de la zone euro* dans l'article intitulé *Les évolutions des bilans du secteur privé dans la zone euro et aux États-Unis* du *Bulletin mensuel* de février 2004.

au deuxième trimestre 2011. La progression du ratio de la dette rapportée au PIB des entreprises non financières aux États-Unis a été particulièrement marquée durant les années quatre-vingt, dans un contexte d'inflation et de taux d'intérêt élevés, alors qu'elle s'est nettement ralentie au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix. Dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix et jusqu'en 2002, ce ratio a de nouveau augmenté rapidement, en liaison avec « l'essor de la nouvelle économie » pour atteindre des niveaux comparables à ceux observés en 1989. Cette augmentation de l'endettement a principalement reflété la très forte croissance des prêts entre 1995 et 2000 afin de financer les investissements importants réalisés à la faveur du niveau de confiance élevé dans la vigueur de la croissance de la productivité. Après une phase d'assainissement des bilans, le ratio de la dette rapportée au PIB des entreprises non financières américaines a de nouveau augmenté pour atteindre 79 % au deuxième trimestre 2009, son plus haut niveau en cinquante ans.

Même si l'on ne dispose d'aucune donnée comparable pour la zone euro sur une période aussi longue, le graphique A montre que les ratios de la dette rapportée au PIB des sociétés non financières de la zone euro et des entreprises non financières aux États-Unis ont évolué à des niveaux similaires depuis 1999. Au deuxième trimestre 2011, ce ratio était légèrement plus élevé dans la zone euro (78,9 %) qu'aux États-Unis (74,3 %). Le ratio de la dette rapportée au total des actifs était globalement similaire dans les deux économies, s'établissant à 43,4 % pour les sociétés non financières de la zone euro et à 44,7 % pour les entreprises non financières américaines.

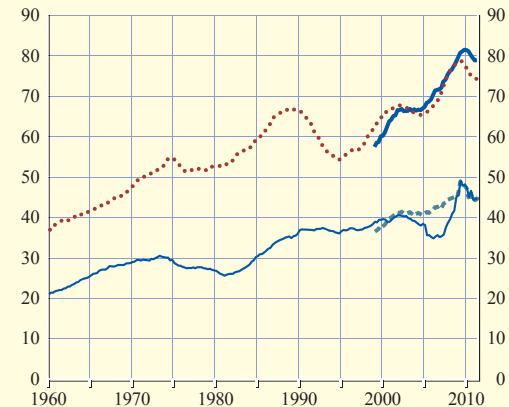
Alors que les structures et l'environnement économiques ont fondamentalement changé au cours de cette période de cinquante ans, le niveau très élevé d'endettement atteint par les entreprises non financières en 2009 et les niveaux importants auxquels ils se situent toujours les rendent vulnérables à des augmentations éventuelles du coût du financement.

### Le désendettement des entreprises durant la crise financière

Dans le contexte de la crise financière, les ratios de la dette rapportée au PIB des sociétés non financières ont commencé à diminuer dans les deux économies en 2009. Comme le montrent les graphiques B et C, le taux de croissance annuel du financement par endettement a fortement diminué à partir du second semestre 2007, quand la crise financière a débuté, et la baisse s'est poursuivie jusqu'au premier trimestre 2010. Ce taux s'est ralenti plus fortement aux États-Unis que dans la zone euro, devenant notamment négatif outre-Atlantique entre le troisième trimestre 2009 et le troisième trimestre 2010. S'agissant des sociétés non financières de la zone euro, il n'a été légèrement négatif

**Graphique A Ratios d'endettement des sociétés non financières dans la zone euro et aux États-Unis**  
(en pourcentage)

- Ratio dette/PIB, sociétés non financières de la zone euro
- Ratio dette/PIB, entreprises non financières aux États-Unis
- Ratio dette/total des actifs, sociétés non financières de la zone euro
- Ratio dette/total des actifs, entreprises non financières aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et BCE

Notes : La dette n'inclut pas les prêts intersociétés. Pour la zone euro, les actifs ont été consolidés en intégrant les prêts intragroupes, les actions et les autres comptes (hors crédits commerciaux). Les actions et autres titres de participation (hors titres d'OPCVM) et les autres comptes (hors crédits commerciaux) ont été compensés dans la définition des actifs, dans la mesure où ils ne sont pas inclus dans les données pour les États-Unis.

**Graphique B Contributions à la croissance du financement par endettement des sociétés non financières dans la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Source : BCE

Note : Le financement par endettement recouvre les prêts (hors prêts intragroupes) et les titres de créance

**Graphique C Contributions à la croissance du financement par endettement des entreprises non financières aux États-Unis**

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Source : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve

Note : Le financement par endettement correspond aux instruments du marché du crédit conformément aux statistiques américaines relatives aux opérations financières.

qu'au premier semestre 2010. Cette évolution implique une baisse un peu plus marquée du ratio de la dette rapportée au PIB des entreprises non financières américaines par rapport à son point haut entre le deuxième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2011, tandis que pour les sociétés non financières de la zone euro, le recul de ce ratio (par rapport à son pic du quatrième trimestre 2009) a été plus progressif.

Le ralentissement prononcé de l'activité économique durant la crise financière a été à l'origine du repli du financement par endettement dans les deux économies. De plus, d'après l'enquête du Système fédéral de réserve auprès des responsables du crédit (*US senior loan officer survey*) et l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont considérablement durci les critères d'octroi des crédits aux entreprises durant la crise financière ; ce durcissement a débuté au premier trimestre 2007 et a atteint son point culminant au quatrième trimestre 2008. Cela vaut tout particulièrement pour les sociétés non financières de la zone euro et, notamment, pour les petites entreprises, qui dépendent dans une large mesure des prêts bancaires pour leur financement externe. Entre 2009 et 2011, le durcissement net des critères d'octroi des crédits aux entreprises s'est largement atténué pour se transformer en assouplissement net aux États-Unis, alors qu'il s'est renforcé s'agissant des prêts aux entreprises de la zone euro au troisième trimestre 2011. Des contraintes ont ainsi pesé sur l'offre de prêts bancaires, notamment durant la première phase de la crise financière. Tant la demande que l'offre de financement par endettement ont par conséquent contribué au ralentissement de la croissance de ce type de financement dans les deux économies.

Durant la crise financière, des changements importants sont intervenus dans la composition du financement externe des sociétés non financières de la zone euro et des États-Unis. Le financement de marché des sociétés non financières a pris une importance accrue dans les deux économies durant la crise (cf. graphiques B et C). En revanche, les entreprises non financières américaines ont réduit leur financement sous forme de prêts bancaires entre le deuxième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2011. La même évolution a été constatée dans la zone euro entre le troisième trimestre 2009 et le quatrième trimestre 2010, mais dans une moindre mesure qu'aux États-Unis.

Dans les deux zones économiques, les augmentations substantielles des bénéfices non distribués ont favorisé la réduction des ratios de dette des entreprises non financières et par là même leur dépendance vis-à-vis de l'endettement. Aux États-Unis, l'augmentation des bénéfices des entreprises se reflète dans le ratio de l'épargne brute et des transferts nets en capital rapportés au PIB des entreprises non financières, qui est passé de 8,7 % au deuxième trimestre 2008 à 11,1 % au deuxième trimestre 2011 (cf. graphique D). S'agissant des sociétés non financières de la zone euro, la progression a été similaire, ce ratio passant de 8,8 % au deuxième trimestre 2009 à 10,5 % au deuxième trimestre 2011. De plus, la FBCF a fortement diminué en 2008 et 2009, dans le sillage de la crise. Ces deux évolutions ont entraîné une très nette diminution du besoin de financement externe des sociétés non financières. L'écart de financement (défini comme le ratio entre la capacité nette (+)/besoin net (-) de financement et le PIB), qui est généralement négatif pour les sociétés qui ont besoin de capitaux extérieurs pour financer leurs investissements, est devenu positif pour les entreprises non financières américaines entre le premier trimestre 2009 (0,5 %) et le deuxième trimestre 2011 (2,6 %), ainsi que pour les sociétés non financières de la zone euro entre le quatrième trimestre 2009 et le quatrième trimestre 2010.

### Conclusion

Dans l'ensemble, les ratios d'endettement des sociétés non financières dans la zone euro et aux États-Unis sont globalement comparables, en termes tant de niveaux que d'évolutions. Dans les deux économies, les sociétés non financières avaient accumulé, avant le déclenchement de la crise à la fin de l'été 2007, un niveau d'endettement très élevé au regard des évolutions passées, mais les ratios de dette ont commencé à diminuer par la suite. Cela étant, les ratios de dette demeurent historiquement élevés et constituent une importante source de vulnérabilité pesant sur les perspectives du secteur des entreprises, notamment s'agissant des risques liés à une augmentation des coûts du financement par endettement.

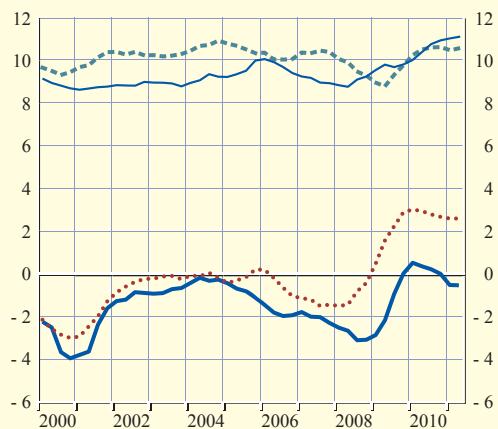
### 3 LE RÔLE DE LA DETTE DANS LE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

La détermination de la forme qu'adopte la structure financière d'une entreprise est une des décisions les plus importantes incomptant à ses cadres dirigeants. Après que Modigliani et Miller<sup>9</sup> ont apporté une contribution majeure en formulant leur théorème

**Graphique D Écart de financement et bénéfices non distribués des sociétés non financières dans la zone euro et aux États-Unis**

(en pourcentage du PIB)

- Capacité nette (+)/besoin net (-) de financement, sociétés non financières de la zone euro
- Capacité nette (+)/besoin net (-) de financement, entreprises non financières aux États-Unis
- Épargne brute et transferts nets en capital, sociétés non financières de la zone euro
- Épargne brute et transferts nets en capital, entreprises non financières aux États-Unis



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et BCE

Notes : L'écart de financement est défini comme le ratio de capacité nette (+)/besoin net (-) de financement par rapport au PIB et correspond globalement à l'épargne brute et aux transferts nets en capital moins la FBCF rapportés au PIB.

en 1958, il est désormais largement admis que la structure financière d'une entreprise a une influence sur sa valeur de marché en raison des imperfections des marchés de capitaux. Plusieurs approches théoriques, reposant sur un assouplissement de

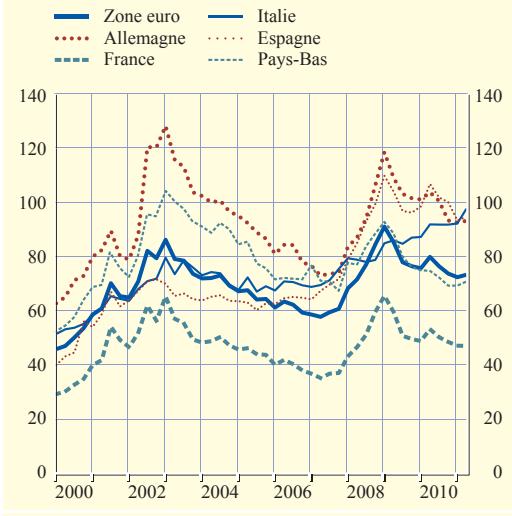
9 F. Modigliani et H. M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, vol. 48(3), juin 1958

l'hypothèse de Modigliani et Miller, examinent, selon différents scénarios, l'existence de coûts d'agence, les asymétries d'information, des considérations de contrôle des entreprises et la fiscalité en tant que facteurs déterminant les décisions des entreprises quant à leur structure financière. Selon la théorie de la hiérarchie de financement (*pecking order*), les managers ont l'impression que les asymétries d'information sont telles que les actions d'une entreprise sont généralement sous-évaluées par les marchés, aussi privilégient-ils l'autofinancement par rapport au financement externe, et le recours à l'emprunt par rapport à l'augmentation de capital<sup>10</sup>. D'après cette théorie, le niveau d'endettement d'une entreprise reflète essentiellement les évolutions passées de la rentabilité et les opportunités d'investissement. Si, *a contrario*, les managers essaient d'exploiter l'asymétrie de l'information au profit des actionnaires actuels, ils ont tendance à vendre des actions de l'entreprise lorsque la valeur de celle-ci est élevée, reliant ainsi la structure financière aux variations de prix des actions<sup>11</sup>. Dans ces deux théories, les managers ne sont pas réellement intéressés par la définition d'une cible d'endettement spécifique et, de plus, ils n'ont aucune raison de chercher à revenir sur les modifications du ratio d'endettement en fonction des variations de la valeur de l'entreprise. En vertu d'une autre théorie, celle dite de l'arbitrage (*trade-off*), les imperfections des marchés créent une relation entre le ratio d'endettement et la valeur de l'entreprise<sup>12</sup>. Selon cette théorie, la structure financière optimale de toute entreprise reflète l'équilibre entre les avantages que présente l'endettement en termes d'économies d'impôts et l'augmentation des coûts d'agence et des coûts de faillite générés par des niveaux d'endettement élevés. Dans ce cas, les managers cherchent activement à compenser les écarts par rapport à leurs ratios de dette optimaux.

Dans des enquêtes récentes<sup>13</sup>, la plupart des entreprises ont déclaré n'avoir pas de cible particulière en termes de répartition entre dette à taux fixe et dette à taux variable et entre dette court à terme et dette à long terme, ni en termes d'échéance moyenne, de durée ou de proportion d'emprunt auprès du secteur bancaire. Mettre l'accent sur les déterminants des ratios cibles, la flexibilité financière, les notations de crédit, la volatilité

**Graphique 6 Ratio dette/fonds propres des sociétés non financières d'une sélection de pays de la zone euro**

(en pourcentages)



Source : BCE

des bénéfices, ainsi que sur les avantages fiscaux attachés aux charges d'intérêts est jugé très important lorsque l'on évalue le montant approprié de dette.

Les ratios de dette rapportée aux fonds propres des sociétés non financières fournissent des informations sur la structure financière de ces entreprises. Depuis 2000, ce ratio s'établit, en moyenne, à 69 % pour les sociétés non financières de la zone euro (cf. graphique 6). Les fluctuations très importantes de ce ratio liées à la volatilité des cours des actions indiquent que la structure financière des entreprises est généralement constituée d'une plus grande proportion d'actions, en particulier d'actions non cotées<sup>14</sup>, que d'endettement. Au cours de la période sous

10 S. C. Myers, *The capital structure puzzle*, *Journal of Finance*, n° 39, 1984  
11 M. P. Baker et J. A. Wurgler, *Market timing and capital structure*, *Journal of Finance*, vol. 57(1), 2002

12 H. DeAngelo et R. Masulis, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, 1980

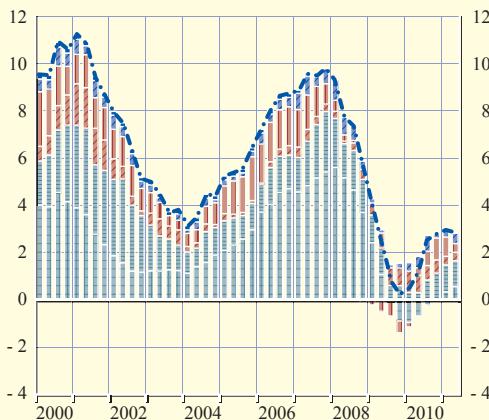
13 J.R. Graham et C.R. Harvey, *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, *Journal of Financial Economics*, n° 60, 2001 ; D. Brounen, A. De Jong et K. Koedijk, *Capital structure policies in Europe: Survey evidence*, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30(5), 2006 ; et H. Servaes et P. Tufano, *The Theory and Practice of Corporate Debt Structure*, Deutsche Bank, 2006

14 Entre 2000 et le deuxième trimestre 2011, les actions cotées représentaient en moyenne 17 % du total du passif des sociétés non financières, et les actions non cotées 34 %.

**Graphique 7 Contributions à la croissance annuelle du financement par endettement des sociétés non financières dans la zone euro**

(variations annuelles pourcentage ; en points de pourcentage)

- Réserves de fonds de pension
- Crédits commerciaux
- Prêts des non IFM (hors prêts intragroupes)
- Prêts intragroupes
- Titres de créance
- Prêts des IFM
- Total



Source : BCE

Note : Le financement par endettement recouvre l'ensemble des prêts, titres de créance, crédits commerciaux et réserves de fonds de pension.

revue, la part de la dette rapportée aux capitaux propres des entreprises était inférieure à la moyenne de la zone euro en France, et supérieure à cette moyenne en Allemagne. Globalement, on observe une certaine hétérogénéité de la structure financière selon les pays de la zone euro.

S'agissant de sa structure, la dette des sociétés financières de la zone euro est traditionnellement constituée en grande partie de prêts bancaires<sup>15</sup>. Les petites entreprises, en particulier, utilisent souvent cette source de financement externe, leur accès au financement de marché étant limité. Toutefois, au cours de la crise financière, ce profil s'est fortement modifié (cf. graphique 7). La contribution du financement par prêt bancaire à l'ensemble du financement par endettement a diminué à partir du deuxième trimestre 2008, dénotant une tendance à la désintermédiation, et est devenue négative entre le troisième trimestre 2009 et le troisième trimestre 2010. En revanche, d'autres sources de financement par endettement ont gagné en importance. En particulier, l'émission de titres de créance par les sociétés non financières s'est

développée pendant la crise financière. Après avoir atteint un point haut en novembre 2008, peu après la faillite de Lehman Brothers, le coût du financement de marché pour les sociétés non financières a fortement diminué jusqu'en septembre 2010, puis a légèrement augmenté. De même, après quelques hausses des taux débiteurs des banques jusqu'en octobre 2008, les mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs de la BCE ont conduit à une baisse de ces taux jusque début 2010, suivie d'une hausse modérée jusque mi-2011. Tandis que les évolutions du coût de financement ne témoignent donc pas d'une modification de la structure du financement par endettement des sociétés non financières, des informations tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro donnent à penser que cette modification au détriment des prêts bancaires pourrait avoir été liée à des limitations de l'offre de prêts des banques (cf. section 2).

En outre, le financement interentreprises pourrait avoir servi à amortir l'insuffisante disponibilité du crédit bancaire<sup>16</sup>. En particulier, des prêts accordés par les maisons mères à leurs filiales (prêts intragroupes) pourraient avoir aidé les petites entreprises à accéder aux financements. De plus, les crédits commerciaux, qui sont liés aux échanges de biens, ont pris de l'importance, ce qui suggère qu'ils jouent un rôle tampon<sup>17</sup>.

#### 4 BESOINS DE FINANCEMENT EXTERNE ET ÉVOLUTIONS DE L'ENDETTEMENT SELON LA TAILLE D'ENTREPRISE ET DANS LES PRINCIPAUX SECTEURS INDUSTRIELS DE LA ZONE EURO

Une source importante d'hétérogénéité du degré d'endettement des entreprises de la zone euro

15 La dette est définie ici par les prêts (y compris les prêts intragroupes), les titres de créance et les crédits commerciaux (nets des crédits commerciaux à recevoir) afin de refléter l'importance relative des différents instruments.

16 Cf. également l'article intitulé *La crise financière à la lumière des comptes de la zone euro : une perspective en termes de flux financiers* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011.

17 En ce qui concerne l'évolution récente des crédits commerciaux, cf. l'encadré intitulé *L'utilisation des crédits commerciaux par les sociétés non financières de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2011.

est liée à leur taille. Il est largement reconnu que les petites entreprises sont confrontées à des problèmes de financement différents et souvent plus importants que les grandes entreprises, essentiellement en raison des particularités de leur financement<sup>18</sup>. Premièrement, les petites entreprises sont souvent jugées plus opaques et plus exposées au risque de faillite que les grandes entreprises. Deuxièmement, les petites entreprises sont souvent moins bien établies et n'ont pas eu le temps d'accumuler une expérience et de se forger une réputation. Troisièmement, les PME n'émettent normalement pas de titres cotés en continu sur les marchés organisés, et ne peuvent donc pas utiliser ce moyen pour fournir des informations au marché. En même temps, les petites entreprises s'appuient sur le financement externe, notamment les prêts bancaires, pour financer leur croissance. Ainsi, l'existence d'obstacles majeurs au financement peut poser un problème considérable aux PME, ce qui peut accroître les risques de crédit dans le secteur des entreprises et aussi affecter négativement la productivité de l'économie. Cela paraît encore plus pertinent aujourd'hui, les sources de financement des entreprises s'étant raréfiées et la disponibilité des instruments de financement s'étant dégradée au cours de la crise financière.

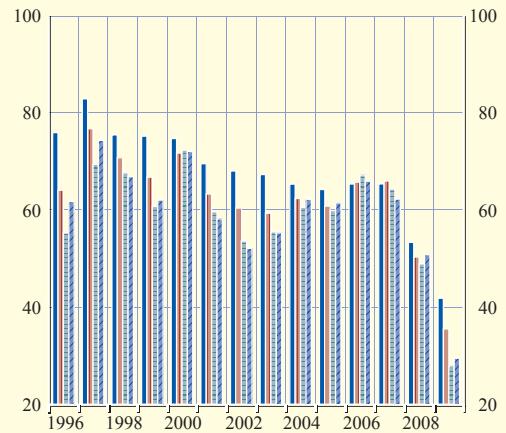
Afin de donner une idée de l'importance du financement externe pour les entreprises en fonction de leur taille, le graphique 8 illustre le pourcentage d'entreprises qui y ont recours pour financer leur croissance<sup>19</sup>.

Deux faits stylisés se dégagent de ce graphique. Premièrement, une grande part des petites entreprises ont recouru au financement externe à la fin des années quatre-vingt-dix pour obtenir un rythme de croissance supérieur à celui permis par leurs seules ressources internes. Deuxièmement, cette proportion a progressivement diminué, la capacité des entreprises à respecter leurs obligations en matière de paiement des intérêts avec les revenus générés par leur activité s'étant réduite. En fait, le ratio mesurant la charge d'intérêts, qui reflète à la fois l'incidence des variations des taux d'intérêt (liées aux conditions générales du crédit à l'échelle nationale), ainsi que la rentabilité et le niveau d'endettement des entreprises, avait déjà commencé à augmenter en 2005 et a atteint un

**Graphique 8 Entreprises dont la croissance est plus rapide que prévu selon l'autofinancement<sup>1</sup>**

(en pourcentage du nombre d'entreprises)

Moins de 10 salariés  
De 10 à 49 salariés  
De 50 à 249 salariés  
Plus de 250 salariés



Sources : Bureau van Dijk (base de données AMADEUS) et calculs de la BCE

1) Suivant l'approche présentée par Demirguc-Kunt et Maksimovic dans *Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data*, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, le modèle de programmation financière « pourcentage des ventes » est utilisé pour calculer le taux de croissance maximum possible pour chaque entreprise si seul l'autofinancement est disponible.

point haut en 2009, dernière année de la période sous revue (cf. graphique 9). Dans l'ensemble, la charge d'intérêts a été proportionnellement plus élevée pour les petites entreprises, mais leurs ratios d'endettement se sont accrus au cours de la crise financière jusqu'en 2009.

Les informations fournies directement par les entreprises grâce à une enquête auprès d'un échantillon de sociétés non financières de l'UE (enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro)<sup>20</sup> apportent un éclairage sur

18 Pour davantage d'informations, cf. *Corporate finance in the euro area*, série d'études concernant des sujets spécifiques de la BCE, n° 63, juin 2007

19 L'analyse présentée dans cette section s'appuie sur des informations recueillies au niveau des entreprises, émanant de la base de données AMADEUS élaborée par le Bureau van Dijk. L'échantillon est constitué principalement d'entreprises non cotées, hors agriculture, sylviculture, pêche et industries minières, de neuf pays de la zone euro (BE, DE, ES, GR, FR, IT, NL, PT et FI), et compte environ 300 000 entreprises qui y ont participé pendant au moins quatre années de suite sur la période 1994-2009.

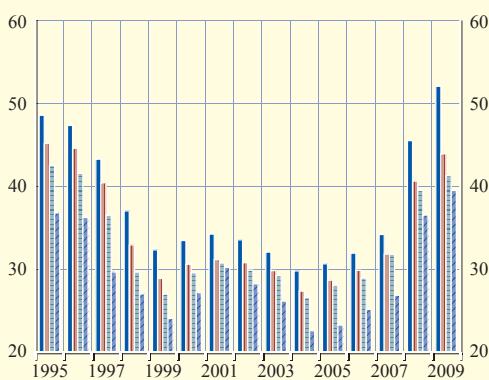
20 Pour plus de détails sur cette enquête, ainsi que les rapports des différentes campagnes, cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

**Graphique 9 Charge d'intérêts et ratios d'endettement selon la taille de l'entreprise**

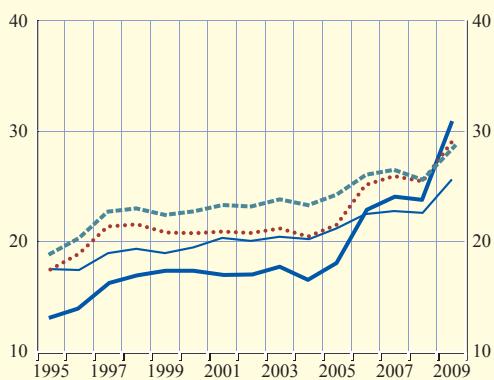
(en pourcentage)

**a) Charge d'intérêts**

- Moins de 10 salariés
- De 10 à 49 salariés
- De 50 à 249 salariés
- Plus de 250 salariés

**b) Ratios d'endettement**

- Moins de 10 salariés
- De 10 à 49 salariés
- De 50 à 249 salariés
- Plus de 250 salariés



Sources : Bureau van Dijk (base de données AMADEUS) et calculs de la BCE

Note : La charge d'intérêts est définie par le ratio des paiements d'intérêts rapportés à la somme des bénéfices (avant intérêts, impôts, provisions et amortissements) et des revenus financiers.

les évolutions plus récentes de l'endettement des entreprises en fonction de leur taille. Cette enquête a été réalisée à cinq reprises entre l'été 2009 et septembre 2011 et reflète l'évaluation par les entreprises des évolutions à court terme de leurs besoins de financement et de leur accès aux financements pendant l'intensification de la crise financière. Les déclarations des entreprises ont notamment montré que le montant de leur dette rapporté à leurs actifs avait eu tendance à diminuer à l'échelle de la zone euro depuis le début de l'enquête (cf. graphique 10), soulignant certains efforts de désendettement, qui semblent avoir été plus importants pour les grandes entreprises que pour les PME. Au niveau national, les entreprises espagnoles, et italiennes dans une moindre mesure, ont fait état d'une poursuite de la hausse de leurs ratios d'endettement en 2010 et en 2011. On peut noter que ces évolutions reproduisent les évolutions macroéconomiques illustrées par le graphique 5.

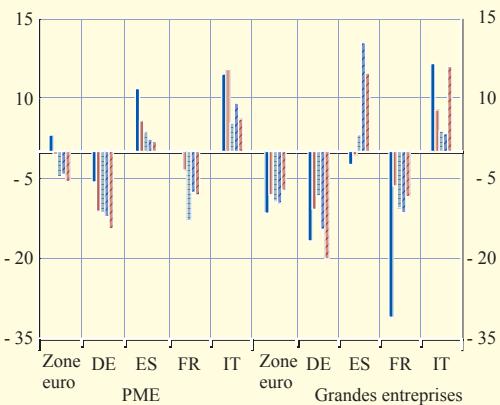
L'enquête fournit également des informations utiles sur le principal facteur de limitation de l'accès des PME au financement entre 2009 et 2011. Tandis qu'à l'échelle de la zone euro, plus d'un tiers des entreprises ont déclaré n'avoir été confrontées à aucun obstacle pour obtenir un financement,

les difficultés rencontrées étaient principalement liées à une insuffisance de sûretés ou de garanties et à des taux d'intérêt ou des prix jugés trop élevés.

**Graphique 10 Ratio dette/total des actifs**

(au cours des six derniers mois ; en pourcentage net des réponses)

- S1 2009
- S2 2009
- S1 2010
- S2 2010
- S1 2011

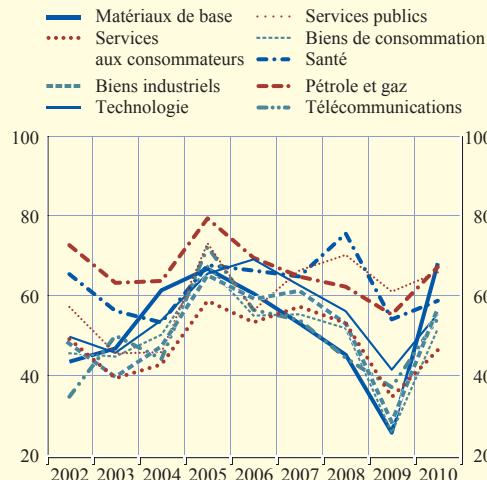


Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des petites et moyennes entreprises au financement dans la zone euro

Note : Les pourcentages nets sont calculés comme la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant une augmentation et celles déclarant une diminution.

**Graphique 11 Entreprises ayant un besoin de financement positif par secteurs**

(en pourcentage)



Sources : Thompson Datastream et calculs de la BCE  
 Notes : L'indicateur présente le pourcentage d'entreprises ayant un écart de financement positif. Le besoin de financement est défini comme la différence entre la FBCF et la capacité d'autofinancement de l'entreprise, divisée par la FBCF. L'investissement en immobilisations non financières est calculé comme la première différence entre les immobilisations corporelles et incorporelles plus les amortissements pour dépréciation. L'autofinancement net est défini comme l'autofinancement (bénéfice de la période plus les amortissements) moins l'augmentation des actifs courants non monétaires (stocks plus comptes à recevoir) plus l'accroissement des crédits commerciaux.

S'agissant des principaux secteurs industriels, le graphique 11 montre l'évolution dans le temps de l'écart de financement des grandes sociétés cotées. Cet indicateur présente le pourcentage d'entreprises ayant un écart de financement positif, c'est-à-dire les entreprises dont les investissements ne sont pas couverts en interne par autofinancement, et qui doivent donc être financés par des sources externes. Les sociétés cotées ayant accès à diverses sources de financement (titres de créance et prêts) et pouvant tirer le meilleur profit des opportunités de la croissance mondiale sur les marchés internationaux, il est admis que ces entreprises ne rencontrent guère de difficultés pour accéder au financement externe. Par conséquent, le recours à ce mode de financement par les sociétés cotées d'un secteur donné doit refléter étroitement le besoin de financement externe de ce secteur<sup>21</sup>.

Cet indicateur montre clairement la procyclicité de l'écart de financement, mais témoigne également de différences structurelles entre secteurs. Dans les

secteurs du pétrole et du gaz, de la santé et des services publics, les entreprises recourent plus fortement au financement externe, ce qui pourrait refléter les taux d'investissement exceptionnellement élevés de ces secteurs. En revanche, dans les secteurs des matériaux de base et des biens de consommation, les entreprises ont moins recours au financement externe, bien que, très probablement, cela ne découle pas de bénéfices élevés, mais de la faiblesse de l'investissement. La crise économique et financière a eu une incidence globalement comparable sur les besoins de financement des différents secteurs. En 2009, le pourcentage d'entreprises ayant eu besoin d'un financement externe a atteint un niveau plancher depuis début 2000 dans tous les secteurs, à l'exception des services publics.

## 5 LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

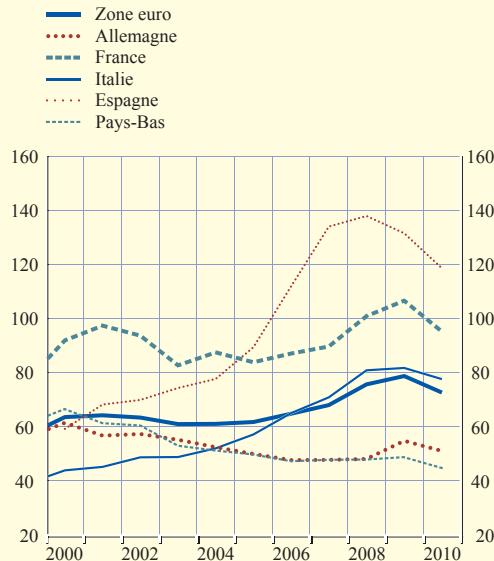
Bien que les ratios d'endettement des sociétés non financières aient légèrement diminué depuis 2009 dans le contexte de la crise financière, ils sont restés élevés au regard des évolutions passées (cf. l'encadré de la section 2). Cependant, les données relatives au niveau des ratios d'endettement sont à elles seules insuffisantes pour apprécier la soutenabilité de la dette. La force d'une entreprise en termes de production de revenus, ainsi que les conditions de taux d'intérêt et la structure par échéances de sa dette contribuent également à déterminer si le niveau d'endettement paraît soutenable.

Un facteur important pour évaluer la soutenabilité de l'endettement est la charge du service de la dette des entreprises. Elle reflète la charge cumulée résultant des obligations de paiement des intérêts et de remboursement de la dette des sociétés non financières. Le graphique 12 présente la charge du service de la dette mise en regard de l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières. Pour les sociétés non financières de la zone euro, cette charge a

21 Cette approche est similaire à celle proposée par G. R. Rajan et L. Zingales, *Financial Dependence and Growth, The American Economic Review*, vol. 88(3), pour les sociétés américaines cotées.

**Graphique I2 Charge du service de la dette des sociétés non financières d'une sélection de pays de la zone euro**

(en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation)



Sources : BCE, Dealogic (échéance des titres de créance), enquête 2002 du Réseau européen de recherche sur les PME (ENSR) (échéance des prêts bancaires)

Note : La charge du service de la dette est définie comme la somme des paiements d'intérêts bruts et des remboursements de dette estimés (reposant sur les encours de prêts à long terme (nets), les titres de créance à long terme et les réserves de fonds de pension et les échéances moyennes pour la dette), en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation.

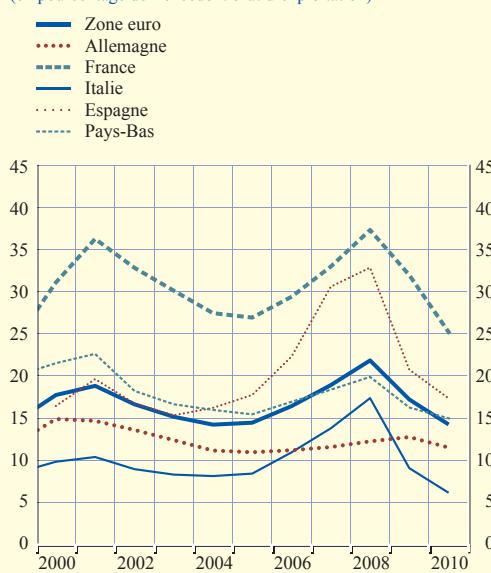
Si l'on s'attache uniquement aux paiements d'intérêts des sociétés non financières, la diminution de la charge d'intérêts (en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation) en 2009 et en 2010 est manifeste dans le graphique 13. Pour les sociétés non financières de la zone euro, ce ratio est revenu d'un pic de 22 % au dernier trimestre 2008 à 15 % au deuxième trimestre 2011. Dans les cinq plus grands pays de la zone euro, les charges d'intérêts ont nettement diminué après 2008, à l'exception de l'Allemagne, où elles sont restées pratiquement inchangées.

Le profil des échéances de la dette des entreprises fournit également certains indices quant à la présence de risques de taux d'intérêt et de risques de liquidité, d'où son importance pour évaluer la soutenabilité de la dette. Généralement, une plus faible proportion de dette à court terme réduit les vulnérabilités des entreprises en raison de la moindre fréquence des remboursements et prolongations de dette.

Pendant la crise financière, la structure par échéances de la dette des sociétés non financières

**Graphique I3 Charge d'intérêts des sociétés non financières d'une sélection de pays de la zone euro**

(en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation)

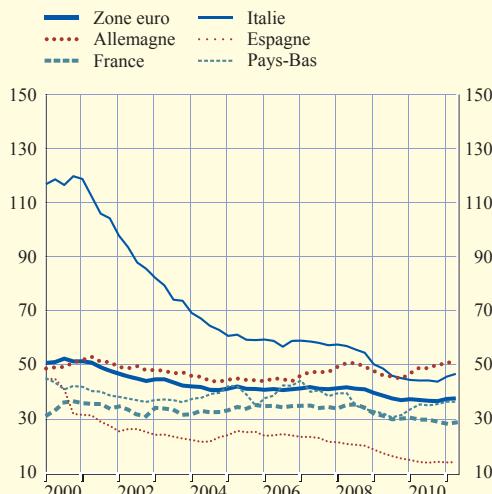


Source : BCE

Note : Ratio paiement des intérêts bruts sur excédent brut d'exploitation

**Graphique 14 Ratio endettement à court terme/endettement à long terme des sociétés non financières d'une sélection de pays de la zone euro**

(en pourcentage)



Source : BCE

Note : L'endettement recouvre l'ensemble des prêts, titres de créance et réserves de fonds de pension.

s'est modifiée : la part de la dette à court terme a diminué en proportion de la dette à long terme, revenant de 42 % au deuxième trimestre 2008 à 37 % au quatrième trimestre 2010, puis demeurant pratiquement inchangée jusqu'au deuxième trimestre 2011 (cf. graphique 14). Cette baisse de la part de la dette à court terme des sociétés non financières concerne l'ensemble des grands pays de la zone euro, à l'exception de l'Allemagne. La proportion de dette à court

terme des entreprises allemandes et italiennes est la plus élevée, tandis que celle des entreprises françaises et espagnoles est inférieure à la moyenne de la zone euro.

En ce qui concerne l'endettement de marché, l'échéance moyenne de la dette obligataire des entreprises a diminué entre 2010 et 2011 dans la plupart des pays de la zone euro présentés dans le tableau, tout en affichant une très grande hétérogénéité. Dans les cinq principaux pays de la zone euro, l'échéance moyenne de la dette obligataire des entreprises a fortement diminué entre 2010 et 2011 en France et en Italie, tandis qu'elle a augmenté en particulier en Espagne. Sur la même période, elle est restée pratiquement inchangée en Allemagne et aux Pays-Bas. En outre, l'échéance moyenne de la dette obligataire des entreprises allemandes est la plus faible des cinq principaux pays de la zone euro.

S'il n'existe aucun élément solide dans la littérature quant à un niveau de dette optimal dans l'économie, il est admis que des niveaux d'endettement élevés représentent intrinsèquement une vulnérabilité car ils accroissent la fragilité des entreprises vis-à-vis des variations du cycle d'activité, de l'inflation et des taux d'intérêt. En outre, lorsque les ratios d'endettement dépassent un certain niveau, les crises financières deviennent plus probables et aussi plus sévères et sont généralement suivies

**Échéance moyenne de la dette obligataire des entreprises d'une sélection de pays de la zone euro**

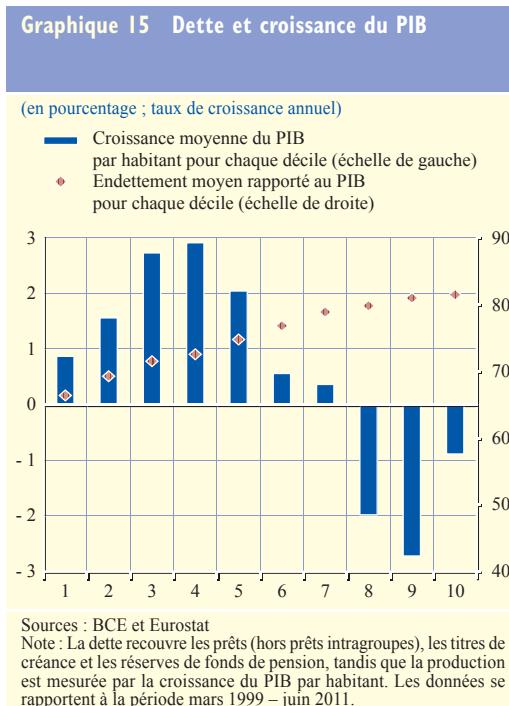
(en années)

	1999-2007	2008	2009	2010	2011
Belgique	12,4	6,0	8,7	6,0	7,1
Allemagne	4,7	5,1	5,9	5,0	4,8
Irlande	8,8	9,0	7,0	8,4	9,0
Grèce	7,8	5,0	7,5	8,5	5,8
Espagne	7,3	10,1	8,0	6,2	9,2
France	6,3	6,7	7,5	9,2	8,3
Italie	8,5	8,8	8,9	8,3	7,3
Luxembourg	7,5	5,7	8,9	11,2	10,2
Pays-Bas	7,6	9,7	8,3	8,6	8,7
Autriche	7,6	5,3	7,3	8,1	7,8
Portugal	7,5	7,2	7,8	7,8	7,0
Finlande	6,8	5,0	8,0	5,7	6,1

Source : Dealogic

de longues périodes de réduction de la dette<sup>22</sup>. Certaines économies, toutefois, pourraient avoir la capacité de supporter des niveaux d'endettement beaucoup plus élevés que les autres, en raison de caractéristiques institutionnelles propres au pays, en particulier en ce qui concerne le système financier, ou en raison d'écart de productivité qui se traduisent par une croissance économique relativement plus forte. Par conséquent, le ratio d'endettement ne doit pas être considéré comme un indicateur précis de la soutenabilité, mais doit être évalué conjointement avec d'autres facteurs. Néanmoins, des hausses significatives et rapides du ratio d'endettement en comparaison historique, ou par rapport aux hausses enregistrées dans des pays comparables, pourraient être l'indication d'une flambée du crédit injustifiée au regard des fondamentaux macroéconomiques<sup>23</sup>.

Une analyse récente réalisée par la BRI sur l'incidence de la dette sur l'activité économique dans un échantillon de pays de l'OCDE montre qu'il existe des seuils d'endettement au-delà desquels l'augmentation de la dette affaiblit la croissance tendancielle<sup>24</sup>. Le graphique 15 illustre la relation entre le ratio de dette publique rapportée au PIB dans la zone euro et la croissance du PIB par habitant sur la période 1999-2011. Le calcul est effectué en découplant la croissance du PIB par habitant de la zone euro selon la distribution par déciles du ratio dette agrégée/PIB de la zone euro (défini en excluant les prêts intragroupes). La croissance moyenne du PIB par habitant augmente entre le premier décile et le quatrième décile, ce qui correspond à un ratio moyen dette/PIB de 73 %. Tandis que le ratio d'endettement augmente, le taux de croissance du PIB diminue et devient négatif pour les derniers déciles. Pour une comparaison avec les dernières données disponibles, le ratio dette agrégée/PIB de la zone euro a atteint 79 % au deuxième trimestre 2011, tandis que le taux de croissance annuel du PIB par habitant s'est inscrit à 1,6 %. Le graphique 15 montre que, sur longue période, des niveaux plus élevés de dette rapportée au PIB ont effectivement été associés dans la zone euro à des taux de croissance plus faibles (et négatifs) de la croissance du PIB par habitant. Toutefois, cette analyse élémentaire ne peut fournir aucune indication quant à l'orientation future de l'endettement ou à son incidence probable sur la croissance du PIB.



## 6 CONCLUSION

Dans l'ensemble, les sociétés non financières de la zone euro ont accumulé des niveaux de dette élevés avant le début de la crise financière à la fin de l'été 2007. Les ratios d'endettement des sociétés non financières ont commencé à diminuer progressivement dans le contexte de la crise financière, mais leur niveau est resté important jusqu'au deuxième trimestre 2011. Cette évolution peut être observée par comparaison historique avec les données relatives aux sociétés non financières aux États-Unis.

22 Cf. G. See Tang et C. Upperc, *Debt reduction after crises*, rapport trimestriel de la BRI, septembre 2010

23 Par exemple, en préparant le tableau de bord de surveillance des déséquilibres macroéconomiques, la Commission européenne a récemment analysé certains seuils liés aux ratios dette/PIB et flux de crédit/PIB pour le secteur privé (sociétés non financières et ménages) dans son ensemble. Le seuil de l'endettement rapporté au PIB (160 %) est calculé comme le quartile supérieur sur la base des informations relatives à la période 1994-2007 dans l'UE 27.

24 S. Cecchetti, M. S. Mohanty et F. Zampolli, *The real effects of debt*, document de travail de la BRI n° 352, 2011. Dans les travaux de recherche de la BRI, le seuil estimé pour le secteur des entreprises au-delà duquel une hausse du ratio dette/PIB déterminera une baisse de la croissance du PIB est de l'ordre de 90 %. La série relative à la dette est définie sur une base non consolidée.

Les ratios d’endettement des sociétés non financières de la zone euro sont hétérogènes entre pays et entre secteurs, essentiellement en ce qui concerne les niveaux atteints au moment du déclenchement de la crise financière, mais également en termes de rythme de désendettement depuis mi-2009. Néanmoins, les ratios de dette rapportée aux actifs financiers des sociétés non financières ont commencé à diminuer depuis mi-2009 dans la majorité des cinq principaux pays de la zone globalement en ligne avec les évolutions d’ensemble de la zone euro. De même, les besoins de financement externe des sociétés non financières ont baissé dans l’ensemble des secteurs depuis 2009.

S’agissant de la soutenabilité de la dette, les sociétés non financières de la zone euro ont légèrement réduit leur vulnérabilité depuis 2009, en liaison avec la diminution de la charge du service de la dette. Toutefois, du fait de son importance au regard des évolutions passées, le niveau de la dette des sociétés non financières reste une source de vulnérabilité importante pour les perspectives du secteur des entreprises, eu égard notamment aux risques associés à l’augmentation des coûts du financement par endettement.

# LES FLUX FINANCIERS TRANSFRONTIÈRES AU SEIN DE LA ZONE EURO

Depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999, l'Union monétaire européenne a joué un rôle fondamental dans le processus d'intégration financière, non seulement au sein de la zone euro, mais aussi au niveau mondial. La crise financière mondiale, qui a démarré mi-2007 et a connu son paroxysme après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, a brutalement interrompu le processus d'une intégration financière mondiale régulière. Dans ce contexte, le présent article examine le rôle de la zone euro dans la finance transfrontière mondiale à la fois avant et depuis la crise financière mondiale.

## I LE RÔLE DE LA ZONE EURO DANS LA FINANCE TRANSFRONTIÈRE MONDIALE

Le processus d'intégration financière mondiale se manifeste par une augmentation régulière des flux financiers transfrontières et par l'accumulation et la progression d'importants avoirs et engagements extérieurs. Ces derniers peuvent prendre la forme, par exemple, d'investissements de portefeuille en obligations ou en actions, d'investissements directs à l'étranger ou de prêts entre résidents de différents pays<sup>1</sup>. L'ensemble des flux financiers transfrontières constitue donc une mesure agrégée de l'ampleur des transactions sur actifs financiers et, plus généralement, de l'intensité des liens financiers entre différentes économies.

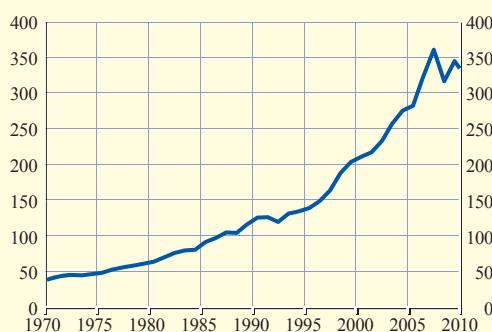
Entre 1980 et 2007, avant le déclenchement de la crise financière mondiale, les avoirs et engagements

extérieurs ont sextuplé au niveau mondial, passant de près de 60 % à plus de 360 % du PIB mondial, soit une croissance annuelle moyenne supérieure à 10 % du PIB mondial (cf. graphique 1). Sur la même période, les flux financiers mondiaux bruts ont progressé à un rythme tout aussi rapide, passant de 6 % du PIB mondial en 1980 à 36 % en 2007. Même si le commerce mondial d'actifs, mesuré de cette façon, n'égale pas les échanges de biens et de services, ces derniers ont progressé à un rythme bien inférieur sur la même période, passant de 40 % environ du PIB mondial en 1980 à près de 50 % en 2007 (cf. graphique 2).

1 La section 2 propose une présentation plus détaillée de la façon dont les flux financiers internationaux peuvent être classés et pris en compte dans les statistiques de balance des paiements.

**Graphique 1 Stock total des avoirs et des engagements financiers transfrontières**

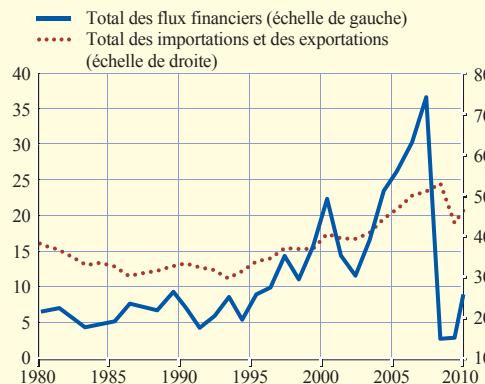
(en pourcentage du PIB mondial)



Sources : FMI et calculs des services de la BCE  
Notes : La dernière observation se rapporte à 2010. Les données se basent sur les *Statistiques financières internationales* du FMI ; les données manquantes sont complétées d'après la méthodologie présentée par P.R. Lane et G.M. Milesi-Ferretti, *The external wealth of nations mark II : Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004*, *Journal of International Economics*, Vol. 73, n° 2 (2007)

**Graphique 2 Total des flux financiers transfrontières et total des importations et des exportations de biens**

(en pourcentage du PIB mondial)



Source : *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI  
Note : La dernière observation se rapporte à 2010.

Au cours de la crise financière mondiale, le commerce mondial s'est effondré, tant pour les biens que pour les actifs financiers. Les investissements transfrontières mondiaux, mesurés par les flux financiers d'avoirs et d'engagements au plan mondial, ont chuté, revenant de plus de 20 000 milliards de dollars (plus de 35 % du PIB mondial) en 2007 à 1 500 milliards environ (moins de 5 % du PIB mondial) l'année suivante (cf. graphique 2). Depuis cette date, les investissements transfrontières mondiaux se sont régulièrement redressés et la valeur

annuelle des transactions internationales sur actifs financiers dépasse actuellement 10 000 milliards de dollars. Cette évolution indique que la crise n'a que temporairement interrompu le processus de renforcement de l'intégration financière et que l'économie mondiale devrait continuer à l'avenir d'engranger les bénéfices considérables offerts par l'intégration financière internationale aux économies participantes (comme le montre de façon plus détaillée l'encadré 1 du présent article).

#### Encadré 1

#### LES AVANTAGES ET LES DÉFIS ASSOCIÉS À L'INTÉGRATION FINANCIÈRE TRANSFRONTIÈRE

Les études portant sur l'intégration financière internationale s'accordent largement pour constater que les investissements transfrontières au plan mondial sont profitables à la fois pour les économies qui investissent et pour les économies destinataires de ces investissements et que ces avantages, notamment à long terme, peuvent être considérables<sup>1</sup>.

En premier lieu, la détention transfrontière d'avoirs et d'engagements permet aux économies de partager le risque associé à leurs cycles nationaux d'activité<sup>2</sup>. En permettant à un pays d'emprunter lors des ralentissements économiques et de prêter lors des périodes de reprise, l'ouverture financière favorise la consommation et le partage du risque en matière de revenus, tout en réduisant la volatilité de la croissance de la consommation. Cet effet contracyclique des marchés mondiaux de capitaux sur les variables réelles est particulièrement important, les chocs étant généralement temporaires ou idiosyncratiques. En outre, l'amélioration du partage du risque renforce la capacité des pays à se spécialiser dans leurs secteurs les plus productifs, entraînant une efficacité économique accrue<sup>3</sup>.

En deuxième lieu, les flux financiers internationaux sont essentiels pour diriger les capitaux mondiaux vers les zones où ils peuvent être utilisés de la façon la plus productive. Cette observation se fonde sur le modèle de croissance néoclassique, qui prévoit, en supposant des rendements marginaux décroissants du capital, que le capital devrait être transféré des pays où son rendement marginal est relativement plus faible vers les pays où sa productivité marginale est plus élevée. La possibilité de recourir à un gisement international de ressources a également une incidence sur les investissements et la croissance au niveau national, puisque cela permet aux pays d'accroître leurs investissements et leur production au-delà des contraintes imposées par l'épargne domestique. Dans de nombreuses économies émergentes, la capacité d'épargne est contrainte par la faiblesse du niveau des revenus. Les entrées nettes de capitaux peuvent ainsi suppléer l'épargne nationale et accroître le volume de capitaux utilisés, permettant au pays bénéficiaire d'augmenter son taux de croissance économique et d'améliorer son niveau de vie<sup>4</sup>.

En troisième lieu, on avance souvent l'idée que la présence d'investisseurs étrangers accroît le niveau de productivité du pays bénéficiaire, par exemple grâce à un transfert simultané de connaissances

1 Cf. G.L. Kaminsky et S.L. Schmukler, *Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalisation*, document de travail du NBER, n° 9787 (2003)

2 Cf. M. Fratzscher et J. Imbs, *Risk sharing, finance, and institutions in international portfolios*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, n° 3 (2009)

3 Cf. S. Kalemli-Özcan, B. Sorensen et O. Yosha, *Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence*, *American Economic Review*, Vol. 3, n° 3 (2003)

4 Cf. R. Levine, *International financial liberalization and economic growth*, *Review of International Economics*, Vol. 9, n° 4 (2001)

dont il n'est pas tenu compte dans les flux de capitaux eux-mêmes<sup>5</sup>. L'ouverture financière peut également avoir une incidence profitable sur l'efficacité du système bancaire domestique en accroissant la profondeur et l'étendue des marchés financiers nationaux et en abaissant les coûts associés aux marchés oligopolistiques<sup>6</sup>.

En quatrième lieu, l'intégration financière transfrontière peut exercer un autre effet indirect (ou « bénéfice collatéral ») en raison de la discipline qu'elle est susceptible d'imposer aux politiques économiques nationales et à la gouvernance publique et privée<sup>7</sup>. Les études relatives aux investissements transfrontières concluent généralement que les investisseurs étrangers sont particulièrement sensibles aux asymétries d'information et préfèrent investir dans des pays dotés d'institutions solides et d'antécédents macroéconomiques stables<sup>8</sup>. Dans la mesure où les autorités nationales souhaitent recueillir certains des bénéfices précédemment mentionnés de l'intégration financière et donc attirer les investissements étrangers, l'intégration financière peut permettre de discipliner celles-ci en les incitant à se recentrer sur des politiques économiques et monétaires soutenables et axées sur la stabilité<sup>9</sup>. Une meilleure discipline se traduit par une plus grande stabilité macroéconomique et donc également par une croissance économique plus rapide (de même que les effets directs de l'intégration financière), comme le soulignent les études récentes sur la croissance endogène.

Dans le contexte de la crise financière mondiale, le rôle de la discipline et de la stabilité macroéconomiques a récemment été placé au centre du débat public et de la recherche économique sur l'intégration financière mondiale. Cela s'explique par le fait que, malgré les effets incontestablement bénéfiques de l'intégration financière sur la croissance et sur le bien-être social général à long terme, les déséquilibres des flux de capitaux peuvent également entraîner des difficultés considérables et des risques importants pour les économies caractérisées par des politiques domestiques insoutenables, qui ne parviennent pas à concilier les objectifs de stabilité extérieure et ceux de stabilité intérieure.

En effet, des entrées nettes de capitaux excessivement prolongées et importantes peuvent entraîner des effets macroéconomiques non souhaitables (expansion monétaire rapide et tensions inflationnistes par exemple), et gonfler les prix des actifs et alimenter la croissance du crédit, renforçant ainsi le risque d'une succession de cycles d'expansion et de récession. Les flux financiers provoqués par des facteurs volatils comme le comportement grégaire des investisseurs ou la « quête de rendement » peuvent, dans un contexte d'appétence accrue pour le risque, entraîner une mauvaise valorisation des actifs financiers, avec le risque d'ajustements brutaux qui lui est associé, et engendrer des conséquences douloureuses pour l'économie réelle. Dans le même temps, l'impact de ces entrées spéculatives sur la croissance à long terme peut être limité si elles servent à financer des investissements domestiques spéculatifs ou de faible qualité.

Ainsi, l'enseignement que l'on peut tirer de la littérature économique portant sur l'intégration financière et les flux de capitaux transfrontières est le suivant : des politiques macroéconomiques équilibrées et soutenables sont nécessaires afin de recueillir les bénéfices de l'intégration financière mondiale, car elles permettent aux pays d'attirer des flux de capitaux stables et équilibrés, propices à la croissance à long terme de l'économie. Par ailleurs, les politiques économiques doivent également

5 Cf. M.A. Kose, E.S. Prasad et E.M. Terrones, *Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, n° 4 (2009)

6 Cf. R. Levine, *Finance and development: Issues and experience*, *Journal of International Economics*, Vol. 37, n° 3 (1994)

7 Cf. M.A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff et S-J. Wei, *Financial Globalization: A Reappraisal*, documents de travail du FMI, Vol. 56, n° 1 (2009)

8 Sur le rôle des institutions, cf. L. Alfar, S. Kalemli-Özcan et V. Volosovych, *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*, document de travail du NBER, n° 11696 (2005); M. Fidora, M. Fratzscher et C. Thimann, *Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, n° 4 (2007) et R.G. Gelos et S-J. Wei, *Transparency and International Portfolio Holdings*, *Journal of Finance*, Vol. 60, n° 6 (2005)

9 Cf. *Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey With New Evidence from Financial Remoteness*, documents de travail du FMI, Vol. 56, n° 1 (2009)

être soigneusement alignées avec l'objectif de soutenabilité extérieure, car la volatilité inhérente aux flux de capitaux transfrontières peut avoir une incidence importante sur la volatilité des variables macroéconomiques domestiques si les politiques économique, monétaire et de taux de change, au niveau national, ne sont pas axées sur la stabilité.

La zone euro a joué un rôle important dans l'expansion rapide de la finance transfrontière mondiale, facilitant l'intensification des liens financiers non seulement entre les États membres de la zone, mais aussi entre celle-ci et l'économie mondiale. Les études sur l'intégration financière ont abondamment analysé l'effet catalyseur de l'Union monétaire européenne, qui a favorisé un processus continu d'intégration sur les marchés financiers européens et entraîné un essor des investissements transfrontières entre pays de la zone euro<sup>2</sup>. Avec l'introduction de la monnaie unique, l'Union monétaire européenne a également entraîné une hausse des flux financiers en dehors de la zone euro et une augmentation régulière de la part de la zone dans le commerce mondial des actifs financiers (cf. graphique 3).

Selon les mesures conventionnelles de l'intégration financière, la zone euro est, parmi les principales économies, celle qui présente le degré le plus élevé d'intégration financière avec le reste du monde. Entre 2007 et 2010, elle représentait, en moyenne,

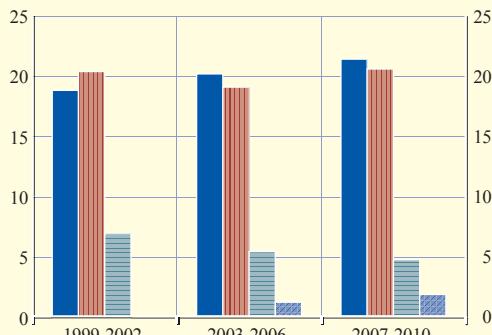
21 % du stock mondial d'avoirs et engagements extérieurs, ce qui la plaçait légèrement devant les États-Unis. Alors que ces chiffres reflètent l'importance de la zone euro et des États-Unis dans l'activité économique mondiale, le stock d'avoirs et d'engagements extérieurs de la zone euro est également supérieur à celui des États-Unis et d'autres économies majeures si on le mesure en termes de PIB (cf. graphique 4). Cette configuration est encore plus prononcée lorsque l'on compare l'activité financière transfrontière de ces économies (à la fois en termes de stocks et de flux et d'avoirs et d'engagements) avec des mesures de l'activité financière nationale, telles que la capitalisation boursière nationale, la part de l'encours des titres de créance et le volume total des transactions sur les marchés financiers nationaux.

2 Cf. P. R. Lane, *Global Bond Portfolios and EMU*, *International Journal of Central Banking*, Vol. 2, n° 2 (2006). Cf. également les articles intitulés *Contribution de la BCE et de l'Eurosystème à l'intégration financière européenne*, *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 2006 et *L'intégration des marchés financiers de l'Europe*, *Bulletin mensuel* de la BCE, octobre 2003

**Graphique 3 Parts dans le stock mondial total des avoirs et engagements extérieurs**

(en pourcentages moyens de l'encours mondial total)

— Zone euro  
— États-Unis  
— Japon  
— Chine

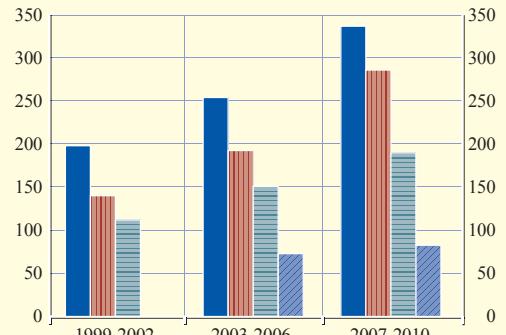


Sources : FMI, BCE et calculs des services de la BCE<sup>1)</sup>  
Notes : Pour la zone euro, les données sont nettes des investissements transfrontières intrazona euro. Pour la Chine, les données sont disponibles seulement pour la période allant de 2005 à 2009.  
1) Cf. les notes du graphique 1

**Graphique 4 Avoirs et engagements extérieurs en part du PIB national**

(en pourcentages moyens du PIB)

— Zone euro  
— États-Unis  
— Japon  
— Chine



Sources : FMI, BCE et calculs des services de la BCE<sup>1)</sup>  
Notes : Pour la zone euro, les données sont nettes des investissements transfrontières intrazona euro. Pour la Chine, les données sont disponibles seulement pour la période allant de 2005 à 2009.  
1) Cf. les notes du graphique 1

Par conséquent, la zone euro joue non seulement un rôle de premier plan sur les marchés financiers mondiaux (cf. sa part importante dans les stocks et les flux financiers mondiaux), mais elle se caractérise également par un degré élevé d'intégration avec la finance mondiale (cf. l'importance des stocks et des flux d'avoirs et d'engagements extérieurs dans le PIB de la zone). Ces éléments conjugués indiquent l'importance des flux financiers transfrontières de la zone euro pour l'évaluation des évolutions des marchés financiers mondiaux, ainsi que pour l'analyse de leur incidence sur l'économie financière et réelle de la zone.

Le présent article examine les principales tendances de la finance transfrontière de la zone euro depuis le début de l'Union monétaire européenne. Une attention particulière est accordée aux évolutions observées depuis l'apparition de la crise financière mondiale en 2007. Cet article présente également certains des principaux moteurs des flux de capitaux de la zone au cours des dernières années, avant de conclure par une analyse des implications en termes de politiques à adopter par les autorités.

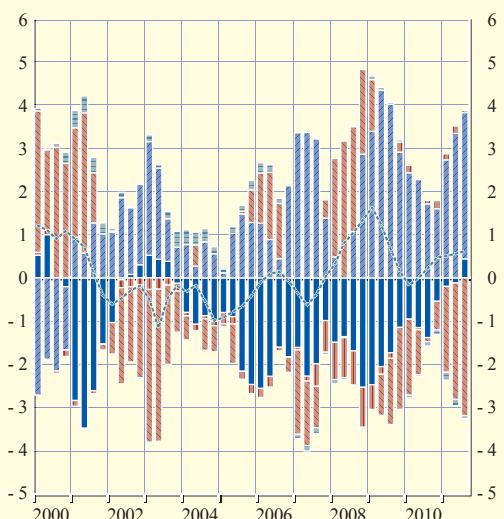
## 2 TENDANCES DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES TRANSFRONTIERES DE LA ZONE EURO

Les opérations financières transfrontières de la zone euro sont recensées dans le compte financier de la balance des paiements de la zone (brièvement présentée dans l'encadré 2). Depuis le début de l'Union monétaire européenne, le compte financier de la zone euro a été stable et, en même temps, globalement équilibré : depuis 1999, son solde s'est élevé en moyenne à 0,1 % du PIB et a fluctué dans une bande étroite de  $+/- 1$  % du PIB (cf. graphique 5).

**Graphique 5 Compte financier de la zone euro par catégorie d'investissement**

(flux trimestriels ; somme sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

- Investissements directs
- Produits financiers dérivés
- Avoirs de réserve
- Investissements de portefeuille
- Autres investissements
- Compte financier



Source : BCE

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2011.

Les investissements de portefeuille représentent généralement la principale source de financement de la zone euro. Depuis 2001, celle-ci a constamment été importatrice nette d'investissements de portefeuille, à la fois en titres de créance (sous forme d'obligations et d'instruments du marché monétaire), traduisant la taille et la profondeur des marchés de titres de créance de la zone, et en actions (cf. graphiques 5 et 6).

### Encadré 2

#### LE COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO

Les transactions économiques entre la zone euro et le reste du monde sont retracées dans la balance des paiements de la zone euro<sup>1</sup>. La somme des soldes des comptes de transactions courantes et de capital (ce dernier étant généralement beaucoup plus faible dans la plupart des économies avancées et des économies émergentes) correspond au solde du compte financier (sous réserve des erreurs et

<sup>1</sup> La BCE suit les recommandations du *Manuel de la balance des paiements* du FMI pour l'élaboration de ses statistiques extérieures.

omissions), qui regroupe l'ensemble des transactions extérieures impliquant des flux financiers<sup>2</sup>. Pour la zone euro, seules sont enregistrées les transactions qui impliquent le reste du monde : les transactions intrazone euro sont exclues. Les transactions enregistrées sont généralement divisées en cinq sous-composantes : les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits financiers dérivés, les autres investissements et les avoirs de réserve.

Les investissements directs reflètent l'objectif d'une entité résidente d'un pays d'acquérir un intérêt durable dans une entreprise résidente d'un autre pays. Un intérêt durable implique à la fois l'existence d'une relation économique de long terme et un niveau d'influence significatif sur la gestion de l'entreprise par l'investisseur direct. Conformément aux normes internationales et aux meilleures pratiques, figurant dans le *Manuel de la balance des paiements* du FMI, les investissements directs étrangers comprennent les transactions dans lesquelles une entité acheteuse acquiert une participation égale à 10 % au minimum de l'entreprise visée.

Les investissements de portefeuille comprennent les transactions sur titres de créance et actions, à l'exception de celles qui sont incluses dans les investissements directs et les avoirs de réserve (cf. ci-après).

Les produits financiers dérivés sont des instruments financiers liés à un actif sous-jacent ou à un indice sous-jacent spécifique. Les catégories les plus répandues d'instruments financiers comprises dans les produits financiers dérivés sont les options, les contrats à terme (*futures*), les *swaps*, les contrats de change à terme et les dérivés de crédit.

Les avoirs de réserve de la zone euro sont constitués des portefeuilles d'actifs étrangers de l'Eurosystème, c'est-à-dire les avoirs de réserve de la BCE et les avoirs de réserve détenus par les banques centrales nationales des États membres de la zone euro. Ils comprennent l'or monétaire, les droits de tirage spéciaux, la position de réserve auprès du FMI, les éléments d'actif libellés en devises (incluant le numéraire et les dépôts, ainsi que les titres de créance) et les autres créances.

Les « autres investissements » se rapportent à une catégorie résiduelle comprenant toutes les transactions financières extérieures qui ne sont pas comprises dans les sous-composantes ci-dessus du compte financier et ne reflètent pas les variations des avoirs de réserve de la zone euro. Ils comprennent notamment les prêts et les dépôts transfrontières, ainsi que les crédits commerciaux et les autres avoirs et engagements.

<sup>2</sup> Dans un souci de simplicité et suivant la pratique habituelle de la littérature économique, les deux termes « flux financiers » et « flux de capitaux » sont utilisés dans l'article pour désigner les transactions du compte financier.

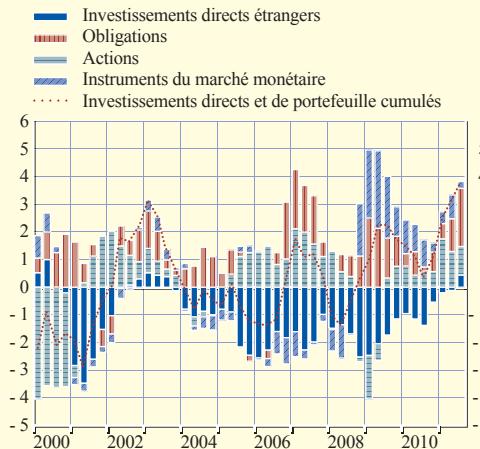
Dans le même temps, la zone euro a généralement été exportatrice nette d'investissements directs étrangers, essentiellement sous forme d'opérations en capital et, dans une moindre mesure, de bénéfices réinvestis et d'autres opérations en capital, ces dernières prenant souvent la forme de prêts intragroupes.

Le schéma général d'entrées d'investissements nets de portefeuille compensées par des sorties au titre des investissements directs étrangers nets est une caractéristique commune des flux financiers

transfrontières des économies avancées, qui s'explique de plusieurs façons. En premier lieu, ces économies disposent de marchés de titres suffisamment larges et profonds pour attirer d'importantes entrées d'investissements de portefeuille. En second lieu, les investisseurs des économies avancées préfèrent souvent les investissements directs (qui leur octroient immédiatement un droit de propriété et un contrôle sur une entreprise) aux investissements de portefeuille dans les économies émergentes, qui ont généralement des marchés financiers moins

**Graphique 6 Investissements directs et de portefeuille cumulés de la zone euro**

(flux trimestriels ; somme sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



Source : BCE

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2011.

profonds et un cadre institutionnel moins développé, caractérisé par une gouvernance publique et privée moins élaborée<sup>3</sup>. En outre, les investissements directs à l'étranger font souvent partie des stratégies de pénétration des marchés des grandes entreprises multinationales ayant leur siège dans les économies avancées.

Alors que les produits financiers dérivés et les réserves officielles ne représentent généralement qu'une petite fraction du compte financier, la rubrique résiduelle « autres investissements » est en général importante et volatile, reflétant essentiellement la nature des activités du secteur bancaire de la zone euro, qui recouvrent des prêts, du numéraire et des dépôts.

### 3 LES DÉTERMINANTS DES FLUX FINANCIERS DE LA ZONE EURO DEPUIS LA CRISE

Même si la configuration générale des flux financiers nets n'a pas évolué de manière sensible durant la crise financière mondiale, la stabilité du compte financier net et sa ventilation par instruments masquent des modifications significatives des flux financiers transfrontières sur les avoirs et engagements et de leur composition sectorielle. À cet égard, le récent repli des activités financières

**Graphique 7 Flux financiers sur les avoirs et engagements de la zone euro**

(flux mensuels, cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



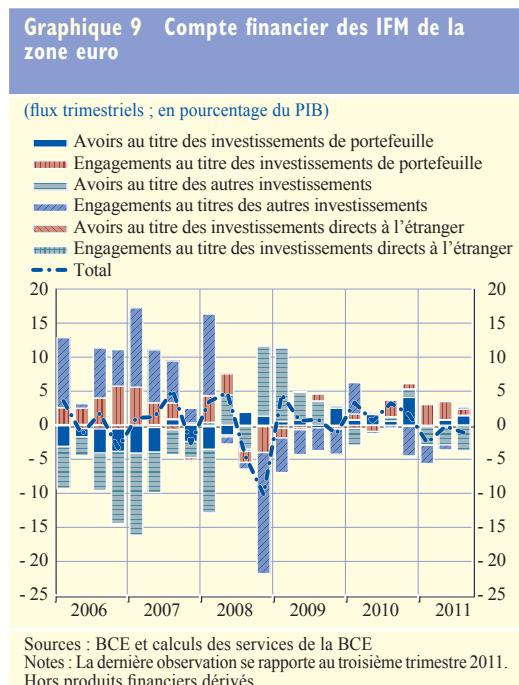
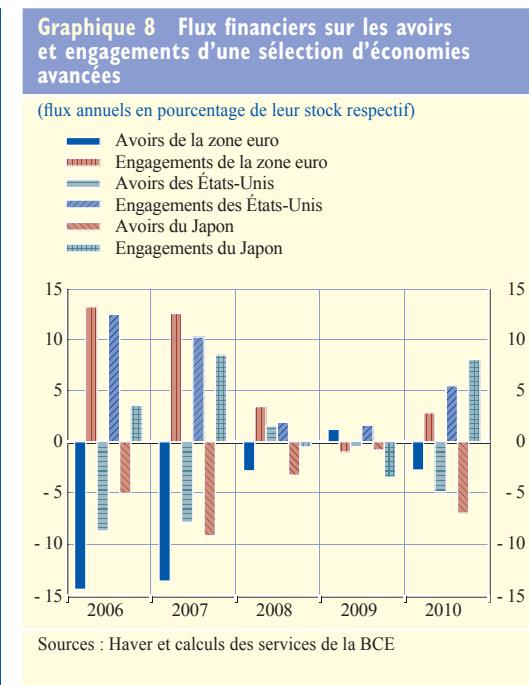
Source : BCE

Note : La dernière observation se rapporte à septembre 2011.

amène à souligner les trois principaux aspects qui doivent être pris en compte dans l'analyse des flux financiers transfrontières. Premièrement, les flux sur les avoirs et engagements peuvent être bien plus importants que les flux nets. Deuxièmement, les flux financiers externes peuvent être volatiles et facilement s'inverser. Et troisièmement, des flux nets équilibrés peuvent dissimuler l'accumulation progressive de déséquilibres macroéconomiques et de risques financiers, la croissance parallèle des avoirs et des engagements en pourcentage du PIB accroissant la vulnérabilité d'un pays à des retournements soudains de situation sur les marchés financiers et à des chocs affectant de manière défavorable la richesse et les bilans.

Après l'apparition de la première période de perturbations sur les marchés financiers, qui a marqué le début de la crise financière mondiale en 2007, les flux financiers sur les avoirs et engagements de la zone euro ont fortement reculé, de 20 % du PIB à moins de 5 % du PIB en 2008, et les investisseurs internationaux tant dans les économies de la zone euro que dans d'autres grandes économies ont rapatrié leurs fonds investis à l'étranger en termes nets en 2009 (cf. graphique 7).

3 Cf. également C. Daude et M. Fratzscher, *The pecking order of cross-border investment*, *Journal of International Economics*, Vol. 74, n° 1 (2008)



Même si une reprise des mouvements de capitaux a entraîné depuis lors une augmentation des flux financiers transfrontières internationaux et au niveau de la zone euro, l'activité financière transfrontière au plan mondial reste encore nettement inférieure à ses niveaux d'avant la crise, c'est-à-dire avant le recul des flux financiers internationaux en 2008 et 2009 (cf. graphique 8).

Le processus de désendettement impliquait également une restructuration importante des bilans des banques de la zone euro, qui s'est traduite par une diminution de l'activité de prêt transfrontière de la part du secteur bancaire de la zone. Les banques ont réduit leurs portefeuilles d'avoirs à l'étranger, parallèlement au recul de leurs engagements vis-à-vis des investisseurs étrangers. Ce fut le cas, en particulier, au dernier trimestre 2008, immédiatement après la faillite de Lehman Brothers, ainsi qu'il ressort de la diminution des engagements au titre des autres investissements-dépôts et prêts pour l'essentiel – qui représentait plus de 20 % du PIB de la zone euro (cf. graphique 9).

D'autres circonstances exceptionnelles ont amplifié la baisse des investissements en avoirs et engagements transfrontières. Premièrement

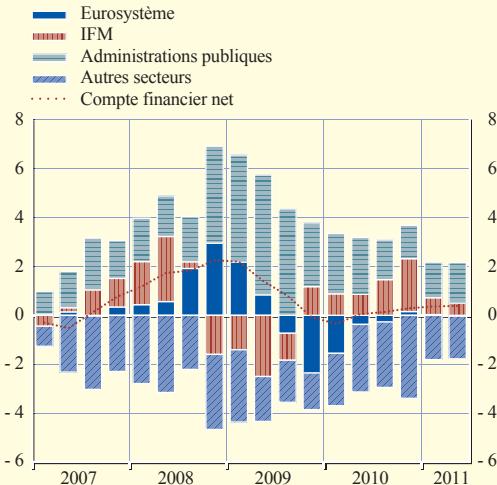
la pénurie de liquidités, résultant des dysfonctionnements du marché interbancaire et du marché des titres adossés à des actifs (ABS), a déclenché d'importantes ventes d'autres avoirs, les investisseurs internationaux cherchant à obtenir des liquidités. Deuxièmement, le renforcement de l'incertitude et les asymétries d'information entre bailleurs de fonds et emprunteurs ont entraîné une augmentation soudaine de l'aversion au risque et cela a probablement induit un comportement grégaire de la part des investisseurs internationaux. En raison de la pénurie de liquidités dans le secteur bancaire au niveau international, les banques de la zone euro sont passées d'une situation d'emprunteurs nets à une situation de prêteurs nets au dernier trimestre 2008 et durant la majeure partie de 2009 (cf. graphique 10)<sup>4</sup>.

Le désendettement du secteur bancaire est intervenu dans un contexte de progression de l'endettement du secteur public de la zone euro, qui a joué le rôle de substitut à l'endettement privé durant la crise financière mondiale (cf. graphique 10).

4 Cf., également, K. Forster, M. Vasardani et M. Ca' Zorzi, *Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis*, série d'études concernant des sujets spécifiques de la BCE, n° 126, juillet 2011.

**Graphique 10 Compte financier de la zone euro par secteurs**

(flux trimestriels ; somme sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE

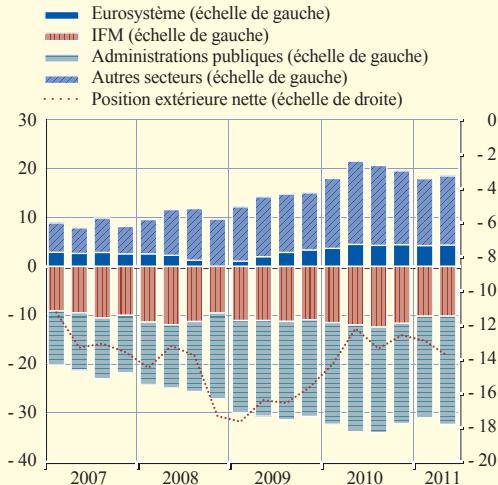
Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2011.  
Hors produits financiers dérivés.

En raison de l'accroissement des besoins de financement des États de la zone euro lié aux stabilisateurs automatiques, et du fait des mesures de relance budgétaire mises en œuvre en réponse à la crise financière mondiale, le compte financier net du secteur des administrations publiques, c'est-à-dire le besoin net de financement externe de l'État, est passé de quelque 2 % du PIB dans les années qui ont précédé la crise à plus de 4 % au dernier trimestre 2008 et durant les trois premiers trimestres 2009 (cf. graphique 10). La progression de l'endettement du secteur public de la zone euro, qui apparaît dans l'augmentation des entrées au titre des investissements de portefeuille venues absorber en partie l'émission de dette publique de la zone, et la reconduction temporaire des accords de *swap* de devises en coordination avec des autorités monétaires étrangères ont constitué les principaux facteurs à l'origine de la faible progression du solde du compte financier durant la crise financière mondiale. En outre, le retournement qui lui a fait suite, reflétant l'incidence des mesures d'assainissement budgétaire, a réduit les besoins de financement du secteur public de la zone euro.

La progression temporaire des entrées nettes dans la zone euro a eu également pour conséquence au

**Graphique 11 Position extérieure de la zone euro par secteurs**

(encours trimestriels de fin de période en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE

Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2011.  
Hors produits financiers dérivés.

niveau de la position extérieure de la zone euro, qui regroupe les avoirs et les engagements extérieurs, une augmentation provisoire de la position débitrice nette. Cette évolution résulte essentiellement de l'augmentation de la position débitrice nette du secteur des administrations publiques de près de 10 % du PIB, qui a été compensée seulement pour partie par une augmentation de la position créditrice nette des « autres secteurs » (cf. graphique 11)<sup>5</sup>. Depuis 2009, la position extérieure de la zone euro s'est rapprochée de ses niveaux d'avant la crise en raison du ralentissement des entrées nettes dans la zone euro, de la dépréciation de l'euro en 2010, qui a accru la valeur des avoirs extérieurs non libellés en euros, et des performances relativement plus faibles des marchés boursiers de la zone par rapport au reste du monde (cf. graphique 12).

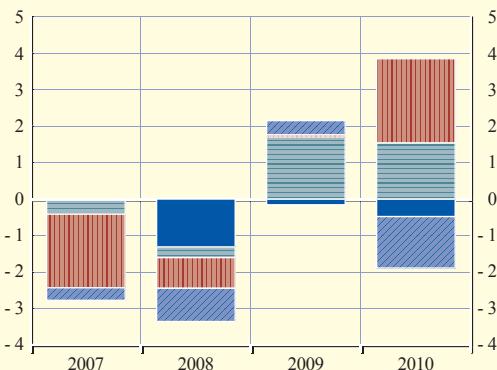
La stabilité globale des flux financiers transfrontières en termes nets de la zone euro et de la position extérieure de la zone masque néanmoins une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphique 13). Certains pays de la zone ont été exportateurs nets

<sup>5</sup> Les autres secteurs incluent les sociétés non financières, les sociétés financières autres que les IFM (c'est-à-dire les OPCVM, les sociétés d'assurance, les fonds de pension et les autres sociétés financières) et les ménages.

### Graphique 12 Décomposition des évolutions de la position extérieure de la zone euro

(flux annuels ; en pourcentage du PIB)

- Transactions financières
- Variation de taux de change
- Variation de prix
- Autres ajustements



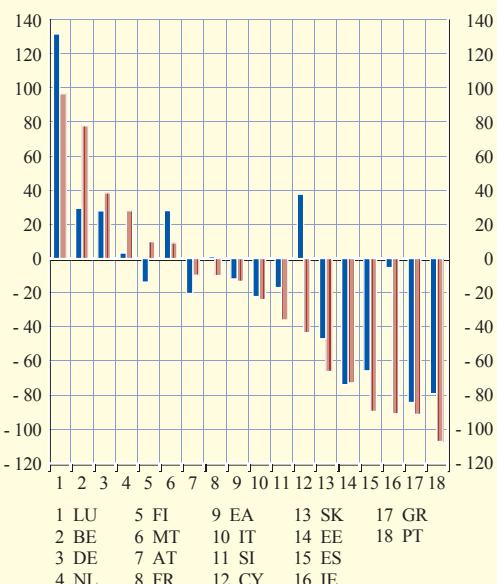
Source : BCE

Note : La dernière observation se rapporte à 2010.

### Graphique 13 Position extérieure des pays de la zone euro en 2006 et 2010

(en pourcentage du PIB)

- 2006
- 2010



Source : BCE

Note : Les pays sont positionnés en fonction de leur position extérieure en pourcentage de leur PIB respectif en 2010.

de capitaux au cours des dernières années, tandis que d'autres ont affiché des besoins de financement importants et durables et ont été importateurs nets de capitaux durant une période prolongée. Pour certains pays, la persistance d'entrées financières nettes a également été le reflet de périodes prolongées de forte croissance de la demande domestique conduisant à des anticipations excessivement optimistes concernant l'évolution des revenus et des bénéfices. Cette tendance a souvent été accompagnée ou aggravée par des politiques nationales déséquilibrées et, notamment, une orientation budgétaire insuffisamment rigoureuse qui a fini par compromettre le potentiel de croissance à long terme et a provoqué une perte graduelle de compétitivité.

Par conséquent, la position extérieure nette de certains pays de la zone euro a continué de se détériorer au cours des dernières années, suscitant des préoccupations croissantes sur les marchés financiers internationaux quant aux besoins de financement de ces pays, les tensions s'étant encore intensifiées depuis le premier semestre 2010, période où l'aversion au risque est réapparue et où la volatilité s'est accrue sur les marchés financiers.

Les événements durant la crise ont montré que les flux de capitaux ont une capacité à réagir rapidement à des chocs défavorables. Plus précisément, les épisodes qui produisent de l'incertitude peuvent entraîner un rapide changement de sentiment des investisseurs, qui peut se manifester par des retournements soudains. Même si la situation économique et financière mondiale a été au départ le principal facteur ayant affecté la dynamique des flux transfrontières de la zone euro, les facteurs liés aux risques spécifiques à chaque pays ont constamment gagné en importance. La démonstration en a été faite par exemple début 2010, quand les flux financiers transfrontières à destination des instruments de dette de la zone euro ont diminué avec la réapparition des tensions sur certains compartiments des marchés financiers. Dans l'optique de mieux cerner l'incidence de l'aversion au risque sur la dynamique des flux de capitaux, l'encadré 3 s'appuie sur une analyse des corrélations entre les flux de capitaux et les mesures de l'aversion au risque durant la crise, ainsi que d'autres facteurs possibles.

## Encadré 3

## LE RÔLE DE L'AVERSION AU RISQUE DANS LES FLUX DE CAPITAUX DE LA ZONE EURO DEPUIS LA CRISE

L'existence d'une abondante littérature portant sur les déterminants des flux financiers internationaux n'est pas surprenante, puisqu'il est généralement avéré que l'intégration financière et les flux de capitaux transfrontières jouent un rôle important pour promouvoir l'investissement et la croissance au sein des économies participant au commerce international des actifs (cf. l'encadré 1)<sup>1</sup>. Dans le même temps, la volatilité des flux financiers au cours des dernières décennies, notamment lors des périodes de regain de tensions financières, a renforcé l'intérêt des chercheurs pour les déterminants des flux transfrontières. Plus récemment, la littérature a accordé une attention croissante aux déterminants à l'origine des différentes « vagues » de flux financiers, identifiées comme des « interruptions », des « hausses », des « fuites » ou des « replis » en fonction de leur sens et de leur origine (en provenance ou en direction de l'économie domestique ou de l'étranger)<sup>2</sup>.

Toutefois, l'attention de cette littérature s'est généralement portée sur des échantillons plus longs de données, en raison de la nature à long terme du processus d'intégration financière. Dès lors, afin d'évaluer les déterminants des flux financiers transfrontières de la zone euro sur la période relativement courte qui s'est écoulée depuis le début de la crise, le présent encadré utilise une méthodologie cherchant à rendre compte des facteurs variables dans le temps qui ont affecté ces flux lors des différentes étapes de la crise.

La quantification de l'impact variable au cours du temps de différents déterminants sur les flux nets de portefeuille de la zone euro se fonde sur un modèle permettant aux coefficients de régression de varier sur chaque période. Les coefficients de régression variables dans le temps sont utilisés pour rendre compte des éventuels changements du sentiment des marchés, puisque les objectifs des intervenants évoluent au fil du temps, de même, par conséquent, que les déterminants des flux de portefeuille<sup>3</sup>.

Plus précisément, les flux mensuels nets au titre des investissements de portefeuille et des autres investissements de la zone euro sont modélisés sur la base de l'équation de régression sous forme réduite suivante :

$$y_t = \sum_i^n \beta_{i,t} x_{i,t-1} + \varepsilon_t$$

dans laquelle la variable  $y_t$  correspond, selon le cas, aux investissements nets de portefeuille ou aux autres investissements nets, les quatre variables  $x_{it}$  correspondent à a) un indice de la volatilité implicite des marchés boursiers approximant le niveau d'aversion mondiale au risque, b) l'écart entre les rendements des emprunts publics de la zone euro et une mesure agrégée des rendements des emprunts publics d'économies avancées ne faisant pas partie de la zone euro, c) la variation du taux de change effectif de l'euro et d) la différence de la croissance de la production industrielle entre la zone euro et les économies avancées hors zone euro, approximant les fondamentaux affectant la situation de l'économie réelle.

1 La littérature sur les déterminants des flux financiers transfrontières est trop abondante pour en donner ici une vue d'ensemble exhaustive. Outre les études citées dans cet article, les contributions suivantes sont particulièrement intéressantes: A.G. Ahearn, W.L. Griever et F.E. Warnock, *Information costs and home bias: an analysis of U.S. holdings of foreign equities*, *Journal of International Economics*, Vol. 62, n° 2 (2004); K. Chan, V. Covrig et L. Ng, *What Determines the Domestic Bias and the Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide*, *Journal of Finance*, Vol. 60, n° 3 (2005); et H. Rey et Y. Oh, *Information and Capital Flows: The Determinants of Transactions in Financial Assets*, *European Economic Review*, Vol. 45, n° 4 (2001).

2 Cf., par exemple, K. Forbes et F. Warnock, *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment*, document de travail du NBER, n° 17351 (2011).

3 Pour une description détaillée de la méthodologie et de la façon dont elle s'applique aux flux de capitaux des économies émergentes, cf. la publication spéciale intitulée *Portfolio flows to emerging market economies: determinants and domestic impact*, *Financial Stability Review*, BCE (juin 2011).

L'ampleur de la réponse des flux nets d'investissements de portefeuille et des flux nets au titre des autres investissements aux variations de chacun de leurs déterminants,  $\beta_{i,t}$ , est à son tour susceptible de varier au fil du temps en réponse aux éventuelles variations du sentiment des marchés non expliquées dans le modèle<sup>4</sup>.

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

Ces réponses estimées des flux au titre des investissements de portefeuille et des autres investissements à leurs déterminants peuvent alors, conjuguées aux modifications effectives des déterminants eux-mêmes, être transformées en contributions à la variation d'ensemble des flux sur la base du modèle sous forme réduite. En l'absence d'un modèle structurel basé sur des fondements microéconomiques, ces contributions peuvent être interprétées de façon économétrique comme des corrélations conditionnelles variables dans le temps entre les flux nets d'investissements de portefeuille et d'autres investissements et leurs déterminants.

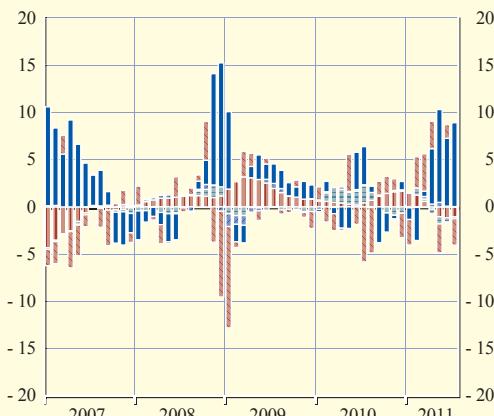
La conclusion centrale de l'analyse basée sur le modèle est que, depuis le début de la crise financière mondiale, l'aversion au risque a constitué le moteur essentiel des flux financiers de la zone euro. En particulier, l'incidence de l'aversion au risque sur le sens des flux financiers de la zone euro a constamment changé au cours des différentes étapes de la crise. D'autres déterminants des flux financiers transfrontières de la zone euro qui sont normalement leurs principaux moteurs, comme les évolutions des taux de change et les écarts de taux d'intérêt, n'ont, en revanche, joué qu'un rôle mineur. Dans une certaine mesure, toutefois, l'écart entre le rendement des emprunts publics de la zone euro et celui des emprunts publics d'autres économies avancées de premier plan (notamment les États-Unis), qui a généralement été positif depuis le début de la crise, a soutenu les entrées financières nettes à destination de la zone euro (cf. graphiques A et B).

4 Le modèle peut être estimé sur la base du filtre de Kalman par le maximum de vraisemblance, comme l'indiquent C.-J. Kim et E., *State Space Models with Regime Switching: Classical and Gibbs-Sampling Approaches with Applications*, MIT Press (1998) ou en utilisant les méthodes bayésiennes.

**Graphique A** Investissements nets de portefeuille : estimation des déterminants

(en pourcentage du PIB ; flux cumulés sur trois mois)

- Aversion au risque
- Écart de rendement
- Variation du taux de change
- Différentiel de croissance
- Non expliqué

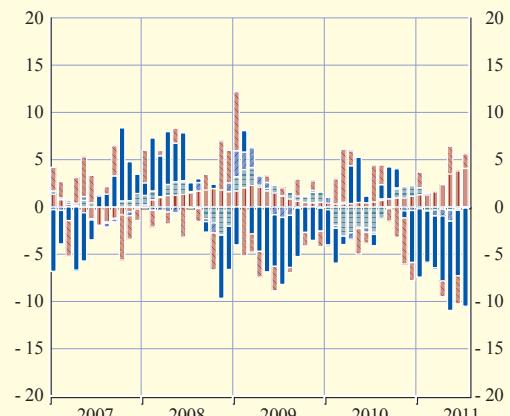


Source : Calculs des services de la BCE  
Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2011.

**Graphique B** Autres investissements nets : estimation des déterminants

(en pourcentage du PIB ; flux cumulés sur trois mois)

- Aversion au risque
- Écart de rendement
- Variation du taux de change
- Différentiel de croissance
- Non expliqué



Source : Calculs des services de la BCE  
Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2011.

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, le modèle associe la progression des entrées de capitaux enregistrée fin 2008 à la hausse substantielle de l'aversion au risque observée dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers (cf. graphique A). Ainsi, selon le modèle, l'aversion au risque constatée au début de la crise a généralement entraîné des entrées nettes dans la zone euro, probablement parce que la principale source de risque était alors perçue comme extérieure à cette zone, considérée dès lors comme un refuge sûr pour les investisseurs tant domestiques que mondiaux.

En 2009, le regain de tensions sur les marchés financiers, notamment en Europe, mis en évidence par la nouvelle hausse de l'aversion au risque, semble avoir entraîné une réduction progressive des entrées d'investissements de portefeuille vers la zone euro (et plus tard, des sorties nettes de ces mêmes investissements en provenance de cette zone), probablement en raison de l'attention prioritaire accordée aux tensions sur les marchés de la dette souveraine de certains pays (cf. graphique A).

De 2010 à mi-2011, le modèle associe l'aversion au risque à une hausse globale d'importantes entrées nettes de portefeuille vers la zone euro. Cette évolution pourrait bien refléter les flux provenant des investisseurs étrangers vers les valeurs refuges constituées par les titres de créance (souverains) émis par les pays du cœur de la zone euro (cf. graphique A). Dans le même temps, l'aversion au risque continue de soutenir des sorties nettes au titre des autres investissements, composante résiduelle comprenant pour l'essentiel les transactions impliquant le secteur bancaire de la zone euro (cf. graphique B).

#### 4 CONCLUSIONS

La crise actuelle a modifié de façon significative la configuration des flux financiers transfrontières. Ces évolutions, motivées par des retournements soudains et une volatilité accrue, ont conduit à un regain d'attention pour les flux financiers transfrontières et à une reconnaissance de leur importance pour la stabilité macroéconomique et financière dans les économies avancées et émergentes<sup>6</sup>. Les conclusions suivantes ressortent de l'analyse menée dans le présent article.

Premièrement, l'accumulation de déséquilibres doit être surveillée attentivement, avec une attention toute particulière portée aux déficits, qui pourraient s'accompagner de problèmes de financement et de crises de change, mais également aux excédents, ceux-ci pouvant être associés à un essor du crédit et une envolée des prix de l'immobilier dans la mesure où ces évolutions sont alimentées par des entrées brutes de capitaux à caractère spéculatif.

Deuxièmement, la taille des flux financiers et des positions en avoirs et engagements est importante même en l'absence de besoins de financements importants et durables, autrement dit dans les pays ayant des comptes de transactions courantes

relativement équilibrés. Les flux financiers et les positions sur avoirs et engagements qui sont importants au regard de l'activité économique d'un pays pourraient être le signe d'un risque d'exposition élevée à la contagion venue de l'étranger. En outre, les pays présentant un degré très élevé d'ouverture financière sont plus exposés à des périodes de tensions élevées sur les marchés financiers, induisant des comportements de repli voire de rapatriement des capitaux investis à l'étranger. La limitation de l'accès aux marchés de capitaux internationaux qui en résulterait pourrait rapidement conduire à des chocs affectant la liquidité et à une baisse soudaine des prix des actifs, notamment dans les périodes de basse conjoncture, avec d'importantes conséquences négatives pour l'économie réelle.

Troisièmement, au sein de la zone euro, les facteurs spécifiques à certains secteurs et à certains pays doivent recevoir l'attention qu'ils méritent. En particulier, les déséquilibres nationaux doivent faire l'objet d'un suivi attentif en vue d'identifier les vulnérabilités éventuelles qui ne sont pas manifestes au niveau de la zone euro.

<sup>6</sup> Cf., également, K. Forster, M. Vasardani et M. Ca' Zorzi, op. cit.

Enfin, la crise a également apporté certains enseignements concernant la discipline macroéconomique. La raison en est que, malgré les effets incontestablement bénéfiques de l'intégration financière sur la croissance et le bien-être général pour la société à long terme, un déséquilibre des flux de capitaux peut induire des risques importants pour les économies quand il est associé à des politiques nationales non soutenables. Des politiques macroéconomiques équilibrées et soutenables sont une condition préalable si les pays veulent retirer les bénéfices de l'intégration financière au niveau international. En effet, elles permettent aux pays qui les adoptent d'attirer des flux de capitaux stables et qui s'équilibrer, ce qui favorise la croissance à long terme de l'économie. En outre, les politiques économiques doivent être soigneusement alignées sur l'objectif de soutenabilité externe, la volatilité inhérente aux flux de capitaux transfrontières pouvant avoir une incidence non négligeable sur la volatilité des variables macroéconomiques domestiques en l'absence de politiques économiques nationales axées sur la stabilité.

# STATISTIQUES DE LA ZONE EURO





# TABLE DES MATIÈRES<sup>1</sup>

<b>VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO</b>	
Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro	<b>S5</b>
<b>1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE</b>	
1.1 Situation financière consolidée de l'Eurosystème	<b>S6</b>
1.2 Taux directeurs de la BCE	<b>S7</b>
1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres	<b>S8</b>
1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité	<b>S9</b>
<b>2 STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES</b>	
2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro	<b>S10</b>
2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro	<b>S11</b>
2.3 Statistiques monétaires	<b>S12</b>
2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation	<b>S14</b>
2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation	<b>S17</b>
2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation	<b>S20</b>
2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM	<b>S21</b>
2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro	<b>S22</b>
2.9 Titres détenus par les OPCVM ventilés par émetteurs	<b>S23</b>
2.10 Bilan agrégé des véhicules financiers <i>ad hoc</i> de la zone euro	<b>S24</b>
2.11 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro	<b>S25</b>
<b>3 COMPTES DE LA ZONE EURO</b>	
3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels	<b>S26</b>
3.2 Comptes non financiers de la zone euro	<b>S30</b>
3.3 Ménages	<b>S32</b>
3.4 Sociétés non financières	<b>S33</b>
3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension	<b>S34</b>
<b>4 MARCHÉS FINANCIERS</b>	
4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises	<b>S35</b>
4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments	<b>S36</b>
4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro	<b>S38</b>
4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro	<b>S40</b>
4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro	<b>S42</b>
4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire	<b>S44</b>
4.7 Courbes des taux de la zone euro	<b>S45</b>
4.8 Indices boursiers	<b>S46</b>
<b>5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL</b>	
5.1 IPCH, autres prix et coûts	<b>S47</b>
5.2 Production et demande	<b>S50</b>
5.3 Marché du travail	<b>S54</b>

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

<b>6</b>	<b>FINANCES PUBLIQUES</b>	
6.1	Recettes, dépenses et déficit/excédent	<b>\$56</b>
6.2	Dette	<b>\$57</b>
6.3	Variation de la dette	<b>\$58</b>
6.4	Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels	<b>\$59</b>
6.5	Dette trimestrielle et variation de la dette	<b>\$60</b>
<b>7</b>	<b>BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE</b>	
7.1	État récapitulatif de la balance des paiements	<b>\$61</b>
7.2	Compte de transactions courantes et compte de capital	<b>\$62</b>
7.3	Compte financier	<b>\$64</b>
7.4	Présentation monétaire de la balance des paiements	<b>\$70</b>
7.5	Échanges de biens	<b>\$71</b>
<b>8</b>	<b>TAUX DE CHANGE</b>	
8.1	Taux de change effectifs	<b>\$73</b>
8.2	Taux de change bilatéraux	<b>\$74</b>
<b>9</b>	<b>ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO</b>	
9.1	Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE	<b>\$75</b>
9.2	Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon	<b>\$76</b>
	<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	<b>\$77</b>
	<b>NOTES TECHNIQUES</b>	<b>\$79</b>
	<b>NOTES GÉNÉRALES</b>	<b>\$85</b>

---

**Conventions utilisées dans les tableaux**

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



## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

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

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

	M1 <sup>2)</sup> 1	M2 <sup>2)</sup> 2	M3 <sup>2,3)</sup> Moyenne mobile sur 3 mois (centrée) 3	M3 <sup>2,3)</sup> Moyenne mobile sur 3 mois (centrée) 4	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques <sup>2)</sup> 5	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM <sup>2)</sup> 6	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période) 7	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) <sup>4)</sup> 8
2010	8,5	1,8	0,5	—	0,6	4,1	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	—	2,4	—	1,39	2,65
2011 T1	3,2	2,4	1,9	—	2,4	2,1	1,10	3,66
T2	1,7	2,4	2,1	—	2,6	1,5	1,42	3,41
T3	1,4	2,3	2,4	—	2,5	0,6	1,56	2,48
T4	1,9	2,1	2,3	—	2,1	—	1,50	2,65
2011 Août	1,7	2,4	2,8	2,6	2,5	0,1	1,55	2,76
Septembre	2,0	2,5	2,9	2,8	2,5	0,0	1,54	2,48
Octobre	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,8	1,58	2,79
Novembre	2,1	2,1	2,0	2,1	1,7	-0,7	1,48	3,07
Décembre	1,6	1,8	1,6	—	1,0	—	1,43	2,65
2012 Janvier	—	—	—	—	—	—	1,22	2,67

### 2. Prix, production, demande et marché du travail<sup>5)</sup>

	IPCH <sup>1)</sup> 1	Prix à la production 2	Coûts horaires de main-d'œuvre 3	PIB en volume (données cvs) 4	Production industrielle (hors construction) 5	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%) 6	Emploi (données cvs) 7	Chômage (% de la population active ; données cvs) 8
2010	1,6	2,9	1,6	1,9	7,4	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	—	—	—	80,3	—	10,1
2011 T2	2,8	6,3	3,3	1,6	4,2	80,9	0,4	10,0
T3	2,7	5,9	2,7	1,3	4,0	80,0	0,3	10,2
T4	2,9	5,1	—	—	—	79,8	—	10,4
2011 Août	2,5	5,8	—	—	6,0	—	—	10,2
Septembre	3,0	5,8	—	—	2,2	—	—	10,3
Octobre	3,0	5,5	—	—	1,0	79,6	—	10,3
Novembre	3,0	5,4	—	—	0,1	—	—	10,4
Décembre	2,7	4,3	—	—	—	—	—	10,4
2012 Janvier	2,7	—	—	—	—	79,9	—	—

### 3. Statistiques extérieures

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

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période) 4	Position extérieure nette (en % du PIB) 5	Dette extérieure brute (en % du PIB) 6	Taux de change effectif de l'euro : TCE-20 <sup>6)</sup> (indice T1 1999 = 100)	Taux de change EUR/USD 8
	Comptes de transactions courantes et de capital 1	Biens 2	Investissements directs et de portefeuille cumulés 3					
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6
2011	—	—	—	667,1	—	—	103,4	100,7
2011 T1	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,6	102,7	100,1
T2	-20,4	-3,0	121,2	580,9	-14,1	119,5	105,2	102,6
T3	0,6	3,1	21,1	646,6	-13,8	123,1	103,5	100,6
T4	—	—	—	667,1	—	—	102,1	99,4
2011 Août	-1,5	-4,2	33,3	656,3	—	—	103,8	100,8
Septembre	0,9	3,6	29,7	646,6	—	—	102,8	99,9
Octobre	4,1	1,7	-34,1	651,6	—	—	103,0	100,3
Novembre	3,2	6,4	-4,5	683,4	—	—	102,6	99,9
Décembre	—	—	—	667,1	—	—	100,8	98,2
2012 Janvier	—	—	—	—	—	—	98,9	96,4

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

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

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

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

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

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

5) Les données se rapportent à l'Euro 17, sauf indication contraire.

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



## STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

1. Actif	13 janvier 2012	20 janvier 2012	27 janvier 2012	3 février 2012
<b>Avoirs et créances en or</b>	423 451	423 450	423 446	423 446
<b>Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro</b>	246 024	245 306	244 971	246 012
<b>Créances en devises sur les résidents de la zone euro</b>	94 543	94 514	96 673	100 434
<b>Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro</b>	23 489	25 732	25 009	24 180
<b>Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro</b>	817 255	831 730	809 248	794 978
Opérations principales de refinancement	110 881	126 877	130 317	115 579
Opérations de refinancement à plus long terme	703 894	701 478	676 505	676 505
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0
Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0	0	0
Facilité de prêt marginal	2 386	3 323	2 366	2 799
Appels de marge versés	94	53	59	94
<b>Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro</b>	69 534	75 550	72 292	73 319
<b>Titres en euros émis par les résidents de la zone euro</b>	623 042	623 968	624 849	623 229
Titres détenus à des fins de politique monétaire	278 835	282 215	282 579	282 541
Autres titres	344 207	341 753	342 270	340 688
<b>Créances en euros sur les administrations publiques</b>	33 926	33 926	33 926	31 176
<b>Autres actifs</b>	345 723	352 020	352 164	345 352
<b>Total de l'actif</b>	2 676 987	2 706 197	2 682 576	2 662 126

2. Passif	13 janvier 2012	20 janvier 2012	27 janvier 2012	3 février 2012
<b>Billets en circulation</b>	876 589	871 841	869 167	871 508
<b>Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	840 822	845 255	797 868	815 235
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	132 536	134 722	88 939	83 915
Facilité de dépôt	493 272	491 780	488 884	511 438
Reprises de liquidité en blanc	213 000	217 000	219 000	219 000
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0
Appels de marge reçus	2 015	1 752	1 045	882
<b>Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	1 354	1 480	1 676	2 017
<b>Certificats de dette émis</b>	0	0	0	0
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	87 509	108 874	136 115	93 804
<b>Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro</b>	117 730	118 930	118 556	122 474
<b>Engagements en devises envers les résidents de la zone euro</b>	3 224	1 969	2 845	3 541
<b>Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro</b>	9 777	9 965	9 523	9 584
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	55 942	55 942	55 942	55 942
Autres passifs	208 460	216 363	215 299	212 116
Comptes de réévaluation	394 031	394 028	394 028	394 028
Capital et réserves	81 550	81 550	81 558	81 877
<b>Total du passif</b>	2 676 987	2 706 197	2 682 576	2 662 126

Source : BCE

## 1.2 Taux directeurs de la BCE

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

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

Source : BCE

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

**1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres<sup>1), 2)</sup>**  
(montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

**1. Opérations principales de refinancement et de refinancement à plus long terme<sup>3)</sup>**

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe			Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
				Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal <sup>4)</sup>	Taux moyen pondéré			
	1	2	3	4	5	6	7	8		
<b>Opérations principales de refinancement</b>										
2011	1 <sup>er</sup> novembre	182 773	143	182 773	1,50	—	—	—	8	
	9	194 765	150	194 765	1,25	—	—	—	7	
	16	230 265	161	230 265	1,25	—	—	—	7	
	23	247 175	178	247 175	1,25	—	—	—	7	
	30	265 456	192	265 456	1,25	—	—	—	7	
	7 décembre	252 100	197	252 100	1,25	—	—	—	7	
	14	291 629	197	291 629	1,00	—	—	—	7	
	21	169 024	146	169 024	1,00	—	—	—	7	
	28	144 755	171	144 755	1,00	—	—	—	7	
2012	4 janvier	130 622	138	130 622	1,00	—	—	—	7	
	11	110 923	131	110 923	1,00	—	—	—	7	
	18	126 877	143	126 877	1,00	—	—	—	7	
	25	130 317	136	130 317	1,00	—	—	—	7	
	1 <sup>er</sup> février	115 579	135	115 579	1,00	—	—	—	7	
	8	109 462	135	109 462	1,00	—	—	—	7	
<b>Opérations de refinancement à plus long terme</b>										
2011	14 septembre	54 222	37	54 222	1,50	—	—	—	28	
	29 <sup>5)</sup>	140 628	214	140 628	1,35	—	—	—	84	
	12 octobre	59 062	39	59 062	1,50	—	—	—	28	
	27 <sup>5)</sup>	56 934	181	56 934	—	—	—	—	371	
	27	44 564	91	44 564	1,17	—	—	—	91	
	9 novembre	55 547	47	55 547	1,25	—	—	—	35	
	1 <sup>er</sup> décembre <sup>5)</sup>	38 620	108	38 620	—	—	—	—	91	
	14	41 150	42	41 150	1,00	—	—	—	35	
	22 <sup>5)</sup>	29 741	72	29 741	—	—	—	—	98	
	22 <sup>5)</sup>	489 191	523	489 191	—	—	—	—	1 134	
2012	18 janvier	38 734	44	38 734	1,00	—	—	—	28	
	26	19 580	54	19 580	—	—	—	—	91	

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

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe		Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)	
					Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal <sup>4)</sup>	Taux moyen pondéré		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2011	8 novembre	Reprise de liquidité en blanc	284 108	165	284 043	—	—	1,50	1,30	1,27	1
	9	Reprise de liquidité en blanc	214 817	99	183 000	—	—	1,25	0,69	0,64	7
	16	Reprise de liquidité en blanc	260 476	100	187 000	—	—	1,25	0,65	0,61	7
	23	Reprise de liquidité en blanc	233 094	88	194 500	—	—	1,25	0,63	0,60	7
	30	Reprise de liquidité en blanc	194 199	85	194 199	—	—	1,25	1,25	0,62	7
	7 décembre	Reprise de liquidité en blanc	246 344	113	207 000	—	—	1,25	1,00	0,65	7
	13	Reprise de liquidité en blanc	260 883	137	258 029	—	—	1,25	1,05	1,03	1
	14	Reprise de liquidité en blanc	241 403	110	207 500	—	—	1,00	0,80	0,49	7
	21	Reprise de liquidité en blanc	257 035	106	211 000	—	—	1,00	0,75	0,53	7
	28	Reprise de liquidité en blanc	263 336	95	211 000	—	—	1,00	0,89	0,56	7
2012	4 janvier	Reprise de liquidité en blanc	336 926	134	211 500	—	—	1,00	0,44	0,36	7
	11	Reprise de liquidité en blanc	376 720	131	213 000	—	—	1,00	0,34	0,32	7
	18	Reprise de liquidité en blanc	377 640	118	217 000	—	—	1,00	0,31	0,29	7
	25	Reprise de liquidité en blanc	345 649	113	219 000	—	—	1,00	0,30	0,28	7
	1 <sup>er</sup> février	Reprise de liquidité en blanc	325 503	100	219 000	—	—	1,00	0,28	0,27	7

Source : BCE

- 1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans la section 1.1, en raison de l'existence d'opérations ayant donné lieu à des adjudications, mais non encore réglées.
- 2) Avec effet à compter d'avril 2002, les opérations d'appels d'offres scindés, c'est-à-dire les opérations d'une durée d'une semaine réalisées selon des procédures d'appels d'offres normaux parallèlement à une opération principale de refinancement, font partie des opérations principales de refinancement.
- 3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seront effectuées selon des procédures d'appels d'offres à taux fixe. 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 appliquée aux opérations principales de refinancement. Le 4 mars 2010, la BCE a décidé de revenir à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication a eu lieu le 28 avril 2010 et dont le règlement est intervenu le 29 avril 2010.
- 4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.
- 5) 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.
- 6) 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 de l'opération principale de refinancement.

## 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 <sup>1)</sup> :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif <sup>2)</sup>			Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans		Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	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
2008	18 169,6		10 056,8	848,7	2 376,9	1 243,5	3 643,7
2009	18 318,2		9 808,5	760,4	2 475,7	1 170,1	4 103,5
2010	18 948,1		9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5
2011 Juillet	19 046,3		9 695,1	635,0	2 777,7	1 502,7	4 435,8
Août	19 095,3		9 688,3	645,8	2 782,6	1 557,4	4 421,3
Septembre	19 247,9		9 761,9	650,5	2 808,3	1 576,5	4 450,7
Octobre	19 126,2		9 718,9	657,4	2 788,5	1 562,7	4 398,7
Novembre	19 073,0		9 708,5	673,6	2 776,0	1 509,5	4 405,4

### 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
2010		211,8	212,5	0,7	0,5		1,00
2011	207,7		212,2	4,5	0,0		1,25
2011 13 septembre	207,0		209,5	2,5	0,0		1,50
11 octobre	206,1		208,7	2,6	0,0		1,50
8 novembre	206,2		208,9	2,8	0,0		1,50
13 décembre	207,7		212,2	4,5	0,0		1,25
2012 17 janvier	207,0		212,3	5,3	0,0		1,00
14 février	103,3						

### 3. Liquidité

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité							Facteurs d'absorption de la liquidité				Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème												
	Avoirs nets de l'Euro- système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité <sup>3)</sup>	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité <sup>4)</sup>	Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net)			
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	
2011 9 août	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1 122,4	
13 septembre	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1 184,5	
11 octobre	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1 232,2	
8 novembre	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1 274,8	
13 décembre	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 17 janvier	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1 495,3	

Source : BCE

1) Fin de période

2) 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

3) 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

4) 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/mopo/liq/html/index.en.html>



## STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

### 2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro <sup>1)</sup>

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période)

#### 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				Titres d'OPCVM monétaires <sup>2)</sup>	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>3)</sup>
		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														
2010	3 212,4	1 551,0	18,6	0,9	1 531,5	574,4	463,8	9,6	101,1	–	18,1	684,1	8,5	376,3
2011 (p)	4 701,9	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	–	19,9	779,2	8,8	448,6
2011 T3	3 928,6	2 043,3	18,0	1,0	2 024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	–	17,9	767,4	8,7	431,3
T4 (p)	4 701,9	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	–	19,9	779,2	8,8	448,6
2011 Septembre	3 928,6	2 043,3	18,0	1,0	2 024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	–	17,9	767,4	8,7	431,3
Octobre	4 013,1	2 122,5	18,0	1,0	2 103,6	667,3	551,8	10,8	104,7	–	18,6	757,7	8,7	438,3
Novembre	4 329,7	2 383,6	18,0	1,0	2 364,7	691,8	576,5	10,9	104,3	–	18,4	784,5	8,8	442,7
Décembre (p)	4 701,9	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	–	19,9	779,2	8,8	448,6
IFM hors Eurosystème														
2010	32 199,5	17 763,1	1 221,8	11 026,1	5 515,2	4 938,6	1 524,2	1 528,6	1 885,8	59,9	1 233,1	4 323,4	223,5	3 658,0
2011 (p)	33 552,5	18 511,9	1 159,6	11 163,2	6 189,1	4 760,4	1 397,7	1 514,6	1 848,1	50,6	1 213,6	4 246,7	232,3	4 536,9
2011 T3	33 661,5	18 445,7	1 145,8	11 296,1	6 003,8	4 674,6	1 416,1	1 458,7	1 799,7	58,4	1 229,9	4 420,8	230,3	4 601,7
T4 (p)	33 552,5	18 511,9	1 159,6	11 163,2	6 189,1	4 760,4	1 397,7	1 514,6	1 848,1	50,6	1 213,6	4 246,7	232,3	4 536,9
2011 Septembre	33 661,5	18 445,7	1 145,8	11 296,1	6 003,8	4 674,6	1 416,1	1 458,7	1 799,7	58,4	1 229,9	4 420,8	230,3	4 601,7
Octobre	33 341,6	18 438,3	1 145,4	11 266,6	6 026,3	4 715,2	1 393,6	1 518,8	1 802,9	55,9	1 226,5	4 277,8	230,8	4 397,0
Novembre	33 401,1	18 538,5	1 144,2	11 256,8	6 137,6	4 711,9	1 382,5	1 524,2	1 805,3	56,3	1 227,6	4 283,4	231,2	4 352,2
Décembre (p)	33 552,5	18 511,9	1 159,6	11 163,2	6 189,1	4 760,4	1 397,7	1 514,6	1 848,1	50,6	1 213,6	4 246,7	232,3	4 536,9

#### 2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				IFM	Titres d'OPCVM monétaires <sup>4)</sup>	Titres de créance émis <sup>5)</sup>	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs <sup>3)</sup>
			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												
2010	3 212,4	863,7	1 394,8	68,0	8,7	1 318,1	–	0,0	428,5	153,8	371,7	
2011 (p)	4 701,9	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	–	0,0	483,5	287,7	407,6	
2011 T3	3 928,6	882,1	1 984,0	50,1	6,6	1 927,3	–	0,0	475,8	189,4	397,3	
T4 (p)	4 701,9	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	–	0,0	483,5	287,7	407,6	
2011 Septembre	3 928,6	882,1	1 984,0	50,1	6,6	1 927,3	–	0,0	475,8	189,4	397,3	
Octobre	4 013,1	889,2	2 068,0	66,4	10,6	1 991,0	–	0,0	477,1	177,5	401,3	
Novembre	4 329,7	892,7	2 367,8	60,9	12,0	2 294,9	–	0,0	489,4	178,2	401,8	
Décembre (p)	4 701,9	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	–	0,0	483,5	287,7	407,6	
IFM hors Eurosystème												
2010	32 199,5	–	16 497,6	196,2	10 526,4	5 774,9	612,3	4 845,2	2 045,5	4 220,4	3 978,5	
2011 (p)	33 552,5	–	17 284,9	195,2	10 752,1	6 337,6	574,2	5 000,4	2 232,6	3 801,0	4 659,5	
2011 T3	33 661,5	–	17 079,4	211,4	10 783,6	6 084,4	607,5	4 952,8	2 203,5	4 033,4	4 785,0	
T4 (p)	33 552,5	–	17 284,9	195,2	10 752,1	6 337,6	574,2	5 000,4	2 232,6	3 801,0	4 659,5	
2011 Septembre	33 661,5	–	17 079,4	211,4	10 783,6	6 084,4	607,5	4 952,8	2 203,5	4 033,4	4 785,0	
Octobre	33 341,6	–	17 073,5	195,5	10 763,5	6 114,5	594,0	4 920,7	2 203,2	3 953,5	4 596,7	
Novembre	33 401,1	–	17 115,5	204,2	10 724,9	6 186,3	606,9	4 941,8	2 204,0	3 976,8	4 556,1	
Décembre (p)	33 552,5	–	17 284,9	195,2	10 752,1	6 337,6	574,2	5 000,4	2 232,6	3 801,0	4 659,5	

Source : BCE

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

2) Montants émis par les résidents de la zone euro. Les montants émis par les non-résidents de la zone euro sont inclus dans les créances sur les non-résidents.

3) En décembre 2010, une modification a été apportée aux modalités d'enregistrement des produits dérivés dans un État membre, ce qui a entraîné un accroissement de cette position.

4) Montants détenus par les résidents de la zone euro

5) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à 2 ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro<sup>1)</sup>

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

1. Actif

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>2)</sup>
		Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2010	25 812,0	12 267,4	1 240,4	11 027,0	3 526,2	1 988,0	1 538,2	799,9	5 007,5	232,0	3 979,1
2011 (p)	26 801,7	12 341,8	1 177,6	11 164,2	3 523,5	1 998,0	1 525,5	739,9	5 025,9	241,0	4 929,5
2011 T3	27 052,7	12 460,9	1 163,8	11 297,0	3 430,0	1 960,4	1 469,6	752,4	5 188,2	239,0	4 982,1
T4 (p)	26 801,7	12 341,8	1 177,6	11 164,2	3 523,5	1 998,0	1 525,5	739,9	5 025,9	241,0	4 929,5
2011 Septembre	27 052,7	12 460,9	1 163,8	11 297,0	3 430,0	1 960,4	1 469,6	752,4	5 188,2	239,0	4 982,1
Octobre	26 716,1	12 430,9	1 163,4	11 267,5	3 475,0	1 945,4	1 529,6	751,6	5 035,5	239,5	4 783,6
Novembre	26 718,9	12 419,9	1 162,1	11 257,8	3 494,1	1 959,0	1 535,1	753,5	5 067,9	239,9	4 743,6
Décembre (p)	26 801,7	12 341,8	1 177,6	11 164,2	3 523,5	1 998,0	1 525,5	739,9	5 025,9	241,0	4 929,5
Flux											
2010	600,2	413,0	206,3	206,7	142,5	144,8	-2,3	5,7	-109,0	2,4	145,5
2011 (p)	993,0	47,6	-59,2	106,8	143,6	166,0	-22,4	-31,3	-50,9	6,8	877,1
2011 T3	1 379,5	46,2	-6,9	53,1	30,7	37,1	-6,4	-23,2	19,6	1,6	1 304,6
T4 (p)	-276,6	-104,7	13,1	-117,9	94,8	59,3	35,6	-12,6	-189,1	2,5	-67,5
2011 Septembre	553,1	51,6	3,0	48,6	12,6	21,1	-8,4	-12,0	-12,4	0,6	512,5
Octobre	-253,3	0,5	-0,3	0,8	39,9	-1,1	40,9	-4,8	-90,7	0,5	-198,7
Novembre	-78,7	-19,6	-1,4	-18,2	44,8	40,4	4,4	5,1	-69,1	0,5	-40,4
Décembre (p)	55,4	-85,6	14,9	-100,5	10,1	19,9	-9,8	-13,0	-29,3	1,6	171,6

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/autres résidents de la zone euro	Titres d'OPCVM monétaires <sup>3)</sup>	Titres de créance émis <sup>4)</sup>	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs <sup>2)</sup>	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
Encours										
2010	25 812,0	808,6	264,2	10 535,1	552,4	2 858,3	2 022,6	4 374,2	4 350,2	46,3
2011 (p)	26 801,7	857,6	259,0	10 764,2	523,6	3 046,6	2 222,5	4 088,8	5 067,0	-27,6
2011 T3	27 052,7	831,2	261,5	10 790,2	549,0	3 048,3	2 183,8	4 222,8	5 182,3	-16,5
T4 (p)	26 801,7	857,6	259,0	10 764,2	523,6	3 046,6	2 222,5	4 088,8	5 067,0	-27,6
2011 Septembre	27 052,7	831,2	261,5	10 790,2	549,0	3 048,3	2 183,8	4 222,8	5 182,3	-16,5
Octobre	26 716,1	837,5	261,9	10 774,1	538,1	3 013,1	2 186,8	4 131,0	4 998,0	-24,5
Novembre	26 718,9	841,4	265,1	10 736,9	550,6	3 032,2	2 200,9	4 155,0	4 957,9	-21,0
Décembre (p)	26 801,7	857,6	259,0	10 764,2	523,6	3 046,6	2 222,5	4 088,8	5 067,0	-27,6
Flux										
2010	600,2	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,2	101,7	-25,4	146,2	52,7
2011 (p)	993,0	49,2	-1,1	167,1	-24,2	54,0	142,0	-204,3	893,0	-82,7
2011 T3	1 379,5	11,5	-77,5	104,8	6,3	-16,6	49,6	-10,9	1 339,3	-26,9
T4 (p)	-276,6	26,4	-2,5	-39,5	-4,1	-44,3	52,9	-124,3	-102,8	-38,5
2011 Septembre	553,1	7,7	4,9	58,0	-11,1	-10,5	2,2	-34,4	543,4	-7,3
Octobre	-253,3	6,3	0,5	-7,5	-10,9	-16,9	4,1	-38,2	-179,6	-11,2
Novembre	-78,7	3,9	3,2	-47,3	12,8	-9,6	18,7	-42,3	-21,1	3,1
Décembre (p)	55,4	16,2	-6,1	15,2	-5,9	-17,8	30,1	-43,9	98,0	-30,4

Source : BCE

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

2) En décembre 2010, une modification a été apportée aux modalités d'enregistrement des produits dérivés dans un État membre, ce qui a entraîné un accroissement de cette position.

3) Montants détenus par les résidents de la zone euro

4) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à 2 ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

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

### 1. Agrégats monétaires <sup>2)</sup> et contreparties

	M1				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		Créances nettes sur les non-résidents <sup>3)</sup>				
	M2		M3 – M2						9	Prêts					
	M1	M2 – M1	3	4					10	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>					
Encours															
2010	4 698,5	3 696,2	8 394,8	1 125,2	9 520,0	–	7 313,7	3 270,4	13 379,4	11 047,8	–				
2011 (p)	4 782,1	3 790,8	8 572,8	1 151,5	9 724,3	–	7 718,3	3 220,0	13 444,5	11 185,7	–				
2011 T3	4 783,5	3 821,2	8 604,7	1 230,5	9 835,3	–	7 709,2	3 121,0	13 505,1	11 267,6	–				
T4 (p)	4 782,1	3 790,8	8 572,8	1 151,5	9 724,3	–	7 718,3	3 220,0	13 444,5	11 185,7	–				
2011 Septembre	4 783,5	3 821,2	8 604,7	1 230,5	9 835,3	–	7 709,2	3 121,0	13 505,1	11 267,6	–				
Octobre	4 769,5	3 809,9	8 579,3	1 200,1	9 779,4	–	7 711,9	3 106,2	13 555,4	11 261,3	–				
Novembre	4 789,0	3 800,6	8 589,6	1 185,8	9 775,4	–	7 723,4	3 125,6	13 527,9	11 254,5	–				
Décembre (p)	4 782,1	3 790,8	8 572,8	1 151,5	9 724,3	–	7 718,3	3 220,0	13 444,5	11 185,7	–				
Flux															
2010	194,7	-12,8	181,9	-25,5	156,4	–	254,5	355,2	209,7	207,7	264,6				
2011 (p)	73,8	76,7	150,5	-1,6	148,9	–	210,4	108,0	54,0	107,4	131,5				
2011 T3	57,0	35,6	92,6	71,7	164,3	–	69,2	62,6	44,0	57,2	68,9				
T4 (p)	-6,3	-32,7	-39,1	-72,2	-111,3	–	-11,0	119,7	-66,2	-67,0	-32,6				
2011 Septembre	-5,4	16,7	11,3	9,5	20,7	–	14,5	15,6	-8,3	11,1	9,5				
Octobre	-10,5	-7,6	-18,1	-29,6	-47,7	–	22,8	-0,7	57,4	24,0	53,0				
Novembre	14,8	-12,5	2,3	-14,8	-12,5	–	-14,1	46,2	-33,8	-15,3	-11,9				
Décembre (p)	-10,7	-12,5	-23,3	-27,8	-51,0	–	-19,7	74,3	-89,8	-75,7	-73,7				
Taux de croissance															
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,3	1,7	1,8	3,7	12,1	1,6	1,9	2,4				
2011 (p)	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2				
2011 T3	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7				
T4 (p)	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2				
2011 Septembre	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7				
Octobre	1,7	2,3	1,9	7,7	2,6	2,5	4,3	-0,5	2,1	2,7	3,0				
Novembre	2,1	2,1	2,1	1,1	2,0	2,1	3,4	0,3	1,0	1,7	1,9				
Décembre (p)	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	–	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2				

### G1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)

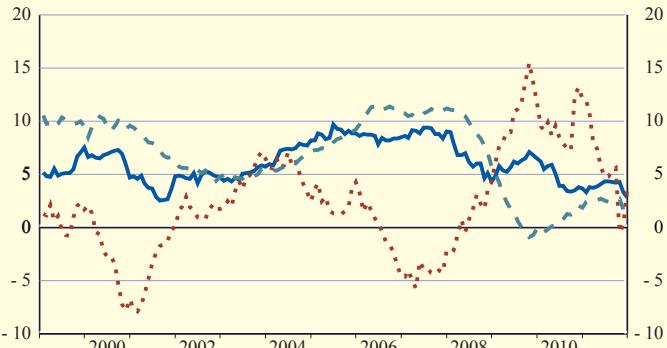
M1  
M3



### G2 Contreparties <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)

Engagements financiers à long terme  
Créances sur les administrations publiques  
Prêts aux autres résidents de la zone euro



Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales. Les taux de croissance mensuels et à court terme pour une sélection de postes sont disponibles à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregate/aggr/html/index.en.html>.
- 2) Engagements monétaires des IFM et de l'administration centrale (Poste, Trésor, etc.) vis-à-vis des résidents non-IFM de la zone euro, hors administration centrale (pour les définitions de M1, M2 et M3, cf. le glossaire)
- 3) 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.
- 4) Ajustement au titre des prêts décomptabilisés du bilan des IFM en raison de leur cession ou titrisation

### 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

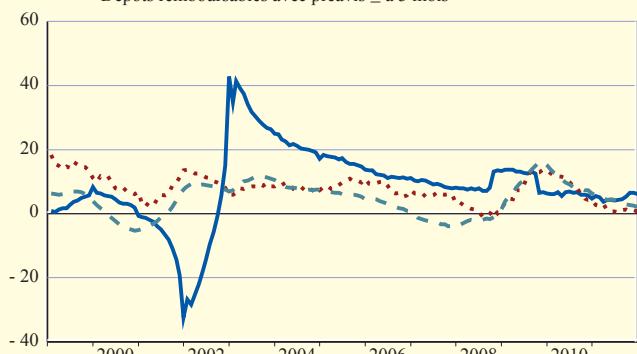
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions	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											
2010	793,6	3 904,9	1 781,3	1 914,9	433,8	570,2	121,2	2 753,6	118,4	2 436,0	2 005,8
2011 (p)	842,2	3 939,9	1 830,4	1 960,3	402,2	540,4	209,0	2 855,3	114,9	2 545,0	2 203,2
2011 T3	832,3	3 951,2	1 862,7	1 958,6	508,8	552,6	169,1	2 878,6	119,4	2 529,6	2 181,6
2011 T4 (p)	842,2	3 939,9	1 830,4	1 960,3	402,2	540,4	209,0	2 855,3	114,9	2 545,0	2 203,2
2011 Septembre	832,3	3 951,2	1 862,7	1 958,6	508,8	552,6	169,1	2 878,6	119,4	2 529,6	2 181,6
Octobre	843,3	3 926,2	1 846,3	1 963,5	486,8	543,1	170,2	2 840,6	118,6	2 568,5	2 184,2
Novembre	847,3	3 941,7	1 828,7	1 971,9	464,3	549,3	172,1	2 865,7	115,6	2 550,4	2 191,7
Décembre (p)	842,2	3 939,9	1 830,4	1 960,3	402,2	540,4	209,0	2 855,3	114,9	2 545,0	2 203,2
Flux											
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,3	-101,2	-19,6	62,1	-14,1	108,3	98,2
2011 (p)	48,7	25,1	38,1	38,6	-13,8	-24,7	36,8	18,4	-2,5	55,4	139,1
2011 T3	16,9	40,1	15,1	20,5	74,6	7,3	-10,2	-1,3	-0,4	23,0	47,9
2011 T4 (p)	9,8	-16,2	-32,3	-0,4	-107,5	9,9	25,4	-51,6	-3,5	8,4	35,7
2011 Septembre	6,9	-12,3	11,7	5,0	11,2	3,2	-5,0	0,9	-0,5	16,1	-2,0
Octobre	11,0	-21,4	-12,7	5,1	-21,7	-9,4	1,5	-20,1	-0,7	39,9	3,7
Novembre	4,0	10,8	-20,2	7,7	-22,8	6,4	1,6	-3,1	-2,1	-21,0	12,1
Décembre (p)	-5,1	-5,6	0,6	-13,1	-63,0	12,9	22,3	-28,3	-0,7	-10,6	19,9
Taux de croissance											
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-14,4	2,3	-10,7	4,7	5,3
2011 (p)	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 T3	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
2011 T4 (p)	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 Septembre	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
Octobre	6,5	0,7	1,9	2,6	34,8	-8,9	8,3	2,5	-1,1	4,5	6,7
Novembre	6,5	1,2	1,6	2,6	12,4	-8,9	13,3	2,0	-2,0	2,8	6,2
Décembre (p)	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9

#### G3 Composantes des agrégats monétaires <sup>1)</sup> (taux de croissance annuels ; données cvs)

- Monnaie fiduciaire
- Dépôts à vue
- - - Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois



#### G4 Composantes des engagements financiers à long terme <sup>1)</sup> (taux de croissance annuels ; données cvs)

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



Source : BCE

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

## 2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation<sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Prêts aux intermédiaires financiers, aux sociétés non financières et aux ménages

	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres intermédiaires financiers	Sociétés non financières						Ménages <sup>3)</sup>				
			Total	Total	Total		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
					Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	4)							
Encours													
2010	95,0	1 126,4	4 667,2	—	1 127,3	899,0	2 640,9	5 159,3	—	639,3	3 701,3	818,7	
2011 (p)	92,1	1 137,4	4 721,1	—	1 151,4	857,4	2 712,2	5 235,2	—	611,5	3 778,0	845,8	
2011 T3	97,0	1 140,7	4 761,0	—	1 178,0	870,3	2 712,6	5 269,0	—	627,6	3 805,8	835,6	
T4 (p)	92,1	1 137,4	4 721,1	—	1 151,4	857,4	2 712,2	5 235,2	—	611,5	3 778,0	845,8	
2011 Septembre	97,0	1 140,7	4 761,0	—	1 178,0	870,3	2 712,6	5 269,0	—	627,6	3 805,8	835,6	
Octobre	93,7	1 176,6	4 760,6	—	1 180,7	868,0	2 711,9	5 230,4	—	626,7	3 768,1	835,5	
Novembre	93,2	1 163,1	4 758,2	—	1 177,4	864,4	2 716,3	5 240,0	—	626,1	3 777,9	836,0	
Décembre (p)	92,1	1 137,4	4 721,1	—	1 151,4	857,4	2 712,2	5 235,2	—	611,5	3 778,0	845,8	
Flux													
2010	7,0	55,7	-2,1	45,7	-37,5	-26,2	61,6	147,1	155,7	-7,6	133,7	21,0	
2011 (p)	1,0	-22,4	52,0	56,8	28,4	-31,6	55,1	76,9	96,1	-14,2	79,5	11,5	
2011 T3	8,5	18,8	24,2	25,0	-0,7	1,4	23,4	5,7	17,1	-3,1	7,4	1,5	
T4 (p)	-5,0	-6,2	-36,7	-35,1	-21,7	-12,8	-2,1	-19,1	14,0	-2,7	-16,1	-0,3	
2011 Septembre	-2,0	-11,8	18,5	18,5	6,9	2,2	9,5	6,3	5,1	-0,7	7,2	-0,1	
Octobre	-3,2	38,0	7,0	8,6	4,6	-0,3	2,7	-17,8	9,7	-0,9	-17,7	0,9	
Novembre	-0,6	-16,8	-6,8	-6,3	-5,0	-4,0	2,3	8,8	12,0	-0,5	8,7	0,6	
Décembre (p)	-1,2	-27,5	-36,9	-37,4	-21,3	-8,5	-7,1	-10,1	-7,7	-1,3	-7,0	-1,8	
Taux de croissance													
2010	8,0	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7	
2011 (p)	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4	
2011 T3	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3	
T4 (p)	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4	
2011 Septembre	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3	
Octobre	5,7	8,5	1,8	2,2	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2	
Novembre	1,4	0,5	1,6	1,9	3,9	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6	
Décembre (p)	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4	

### G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières<sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)

— Autres intermédiaires financiers  
··· Sociétés non financières



### G6 Prêts aux ménages<sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)

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



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

**2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation** <sup>1), 2)</sup>

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

**2. 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	Mises en pension auprès des contreparties centrales	≤ à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
Encours													
2011 (p)	83,8	64,0	6,2	13,6	1 114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4 720,2	1 144,0	857,0	2 719,2
2011 T3	98,3	78,8	5,2	14,2	1 168,0	178,1	631,3	207,4	329,3	4 754,9	1 176,5	870,6	2 707,7
T4 (p)	83,8	64,0	6,2	13,6	1 114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4 720,2	1 144,0	857,0	2 719,2
2011 Octobre	95,2	76,1	5,3	13,8	1 187,1	212,2	648,4	206,4	332,3	4 750,8	1 174,3	868,3	2 708,2
Novembre	93,6	74,5	5,4	13,8	1 161,9	186,8	613,2	214,9	333,7	4 759,4	1 179,1	864,0	2 716,3
Décembre (p)	83,8	64,0	6,2	13,6	1 114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4 720,2	1 144,0	857,0	2 719,2
Flux													
2011 (p)	1,5	2,3	1,1	-1,8	-23,3	12,8	-29,6	-9,3	15,7	51,0	27,6	-31,6	55,0
2011 T3	7,6	7,5	0,0	0,0	31,1	25,1	26,7	1,0	3,3	10,0	-11,4	0,4	21,0
T4 (p)	-14,6	-14,9	1,0	-0,7	-56,2	-22,5	-65,6	5,4	4,0	-31,5	-27,7	-13,6	9,8
2011 Octobre	-3,0	-2,7	0,1	-0,4	21,2	34,1	18,8	-0,4	2,8	3,3	-0,2	-0,4	3,8
Novembre	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-28,4	-25,4	-37,0	8,0	0,5	4,3	3,1	-4,8	5,9
Décembre (p)	-9,9	-10,5	0,8	-0,2	-48,9	-31,2	-47,4	-2,2	0,7	-39,0	-30,5	-8,5	0,0
Taux de croissance													
2011 (p)	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1
2011 T3	9,9	15,2	-7,0	-8,1	4,5	20,1	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
T4 (p)	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1
2011 Octobre	5,7	11,1	-5,1	-14,2	8,6	58,5	14,3	-4,4	7,0	1,8	4,6	-3,2	2,4
Novembre	1,2	4,6	-6,8	-11,4	0,4	8,9	-1,5	-1,4	5,5	1,6	3,9	-3,2	2,2
Décembre (p)	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1

**3. Prêts aux ménages** <sup>3)</sup>

	Total	Crédits à la consommation				Prêts au logement				Autres prêts				
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
Encours														
2011 (p)	5 244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3 784,1	14,5	56,8	3 712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
2011 T3	5 274,9	629,7	138,6	186,3	304,8	3 809,8	14,4	56,7	3 738,7	835,4	409,7	147,5	87,9	600,0
T4 (p)	5 244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3 784,1	14,5	56,8	3 712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
2011 Octobre	5 233,4	629,2	138,8	185,1	305,2	3 771,0	14,4	56,5	3 700,1	833,3	408,2	145,8	87,4	600,0
Novembre	5 241,9	627,2	137,7	184,8	304,8	3 775,3	14,3	56,8	3 704,1	839,4	410,1	150,6	87,3	601,5
Décembre (p)	5 244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3 784,1	14,5	56,8	3 712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
Flux														
2011 (p)	77,5	-14,2	-6,2	-6,6	-1,4	80,1	-0,2	2,8	77,6	11,6	-3,3	-3,6	-2,3	17,4
2011 T3	4,5	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,2	-0,2	1,3	12,1	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
T4 (p)	-15,6	-2,4	-0,2	-2,1	-0,1	-13,9	0,2	0,4	-14,5	0,7	-2,0	-2,2	0,0	2,9
2011 Octobre	-20,6	-0,6	0,0	-0,7	0,1	-18,9	-0,1	0,1	-19,0	-1,2	-1,4	-1,5	-0,3	0,6
Novembre	7,7	-1,7	-1,0	-0,3	-0,3	3,2	-0,1	0,3	2,9	6,3	1,7	4,7	-0,1	1,7
Décembre (p)	-2,7	-0,2	0,8	-1,1	0,1	1,8	0,4	-0,1	1,5	-4,4	-2,3	-5,3	0,4	0,6
Taux de croissance														
2011 (p)	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0
2011 T3	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-3,0	0,6	3,9	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
T4 (p)	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0
2011 Octobre	2,2	-1,9	-1,9	-3,8	-0,7	3,0	-2,9	0,4	3,0	2,2	0,1	0,7	-3,2	3,4
Novembre	2,1	-2,2	-3,4	-3,7	-0,7	3,0	-4,1	0,4	3,0	1,6	-0,6	-1,3	-3,4	3,1
Décembre (p)	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0

Source : BCE

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

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

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

## 2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation<sup>1), 2)</sup>

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

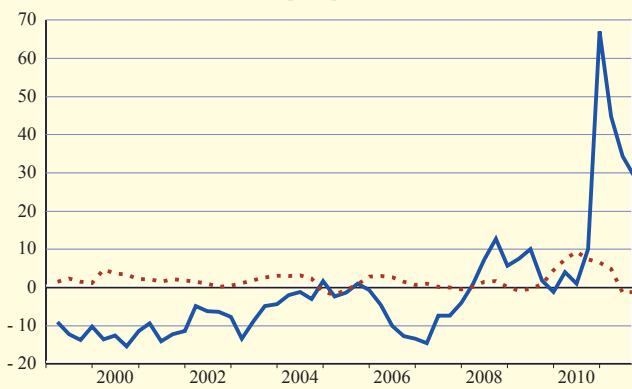
### 4. Prêts aux administrations publiques et aux non-résidents de la zone euro

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
Encours										
2009	1 001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2 821,7	1 914,9	906,8	46,2	860,7
2010	1 221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2 963,0	2 010,9	952,1	49,5	902,6
2010 T4	1 221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2 963,0	2 010,9	952,1	49,5	902,6
2011 T1	1 188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2 934,4	1 957,5	976,9	54,5	922,4
T2	1 152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3 006,5	2 012,0	994,5	60,1	934,4
T3 <sup>(p)</sup>	1 145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3 155,0	2 132,4	1 022,7	62,7	960,0
Flux										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,4	-345,9	-38,2	-1,4	-36,9
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,0	8,0	-2,3	0,6	-3,0
2010 T4	138,6	126,6	1,6	8,8	1,5	-16,9	-2,4	-14,5	-2,0	-12,5
2011 T1	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,1	0,0	56,0	6,9	49,0
T2	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,4	21,8	22,6	6,1	16,6
T3 <sup>(p)</sup>	-7,1	-3,3	0,6	-2,1	-2,4	65,5	59,0	6,4	1,4	5,0
Taux de croissance										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,0	-2,9	-4,1
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2010 T4	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 T1	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,7	2,3	16,2	1,5
T2	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,3	5,3
T3 <sup>(p)</sup>	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4

### G7 Prêts aux administrations publiques<sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)

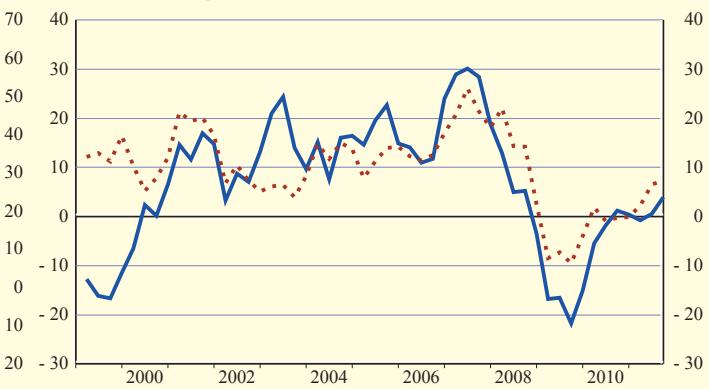
- Administration centrale
- Autres administrations publiques



### G8 Prêts aux non-résidents de la zone euro<sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)

- Banques non résidentes
- Non-banques non résidentes



Source : BCE

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

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

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

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

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

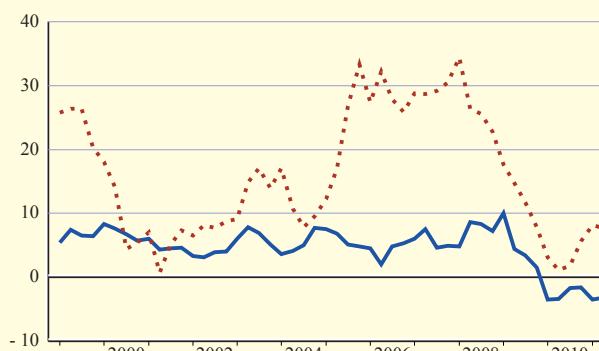
1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension						Pensions	Autres intermédiaires financiers						Pensions	Auprès des contreparties centrales			
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis			Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis						
			≤ 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																	
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2 168,3	358,5	305,7	1 132,6	10,7	0,5	360,3	255,0			
2011 (p)	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2 214,3	389,7	286,6	1 186,9	14,8	0,5	335,8	258,5			
2011 T3	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2 313,1	382,6	308,8	1 167,4	11,4	0,5	442,4	338,7			
2011 T4 (p)	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2 214,3	389,7	286,6	1 186,9	14,8	0,5	335,8	258,5			
2011 Sept.	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2 313,1	382,6	308,8	1 167,4	11,4	0,5	442,4	338,7			
Oct.	721,5	93,2	85,2	520,3	3,8	0,2	18,7	2 298,5	382,0	295,5	1 187,9	10,9	0,4	421,7	325,4			
Nov.	709,3	88,3	79,8	518,0	4,0	0,2	19,0	2 279,7	396,1	288,7	1 181,6	19,1	0,4	393,7	303,9			
Déc. (p)	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2 214,3	389,7	286,6	1 186,9	14,8	0,5	335,8	258,5			
	Flux																	
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-			
2011 (p)	4,1	11,9	4,4	-13,9	1,3	-0,1	0,5	10,8	29,2	-26,7	8,9	4,0	0,1	-4,7	4,1			
2011 T3	13,9	3,3	12,8	-3,9	0,4	0,0	1,3	89,9	10,3	8,6	7,3	-1,1	0,2	64,7	48,6			
2011 T4 (p)	-6,3	3,8	-5,0	-6,2	0,3	0,0	0,8	-108,9	4,9	-22,3	11,5	3,4	0,1	-106,6	-80,3			
2011 Sept.	0,4	0,9	3,3	-3,2	0,0	0,0	-0,5	48,9	10,1	-0,4	12,0	-0,4	0,0	27,6	24,3			
Oct.	5,7	5,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-10,2	0,7	-11,4	21,4	-0,5	0,0	-20,4	-13,2			
Nov.	-12,8	-5,1	-5,5	-2,3	0,2	0,0	-0,1	-24,3	12,6	-8,2	-8,7	8,2	0,0	-28,2	-21,7			
Déc. (p)	0,8	3,9	0,2	-4,0	0,0	0,0	0,7	-74,4	-8,4	-2,7	-1,2	-4,3	0,1	-57,9	-45,5			
	Taux de croissance																	
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-			
2011 (p)	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5			
2011 T3	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,4			
2011 T4 (p)	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5			
2011 Sept.	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,4			
Oct.	0,5	10,2	3,7	-1,7	37,2	-	2,1	7,7	3,3	-8,8	5,3	-3,0	-	39,3	58,9			
Nov.	0,1	4,3	4,9	-1,7	45,1	-	9,4	2,4	3,9	-10,8	1,7	79,5	-	13,0	17,2			
Déc. (p)	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5			

G9 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

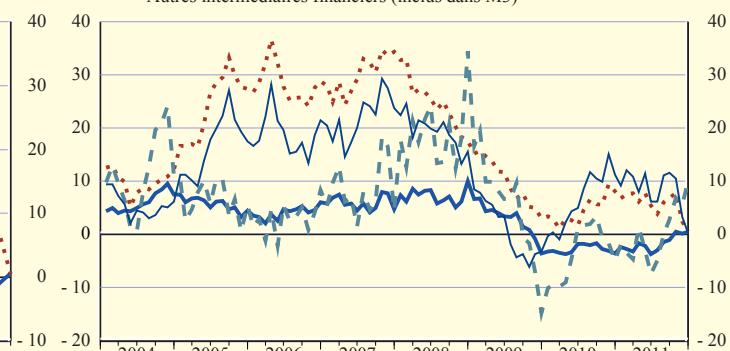
- Sociétés d'assurance et fonds de pension (total)
- Autres intermédiaires financiers (total)



G10 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

- Sociétés d'assurance et fonds de pension (total)
- Autres intermédiaires financiers (total)
- Sociétés d'assurance et fonds de pension (inclus dans M3)<sup>3)</sup>
- Autres intermédiaires financiers (inclus dans M3)<sup>4)</sup>



Source : BCE

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

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

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

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

## 2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation<sup>1), 2)</sup>

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

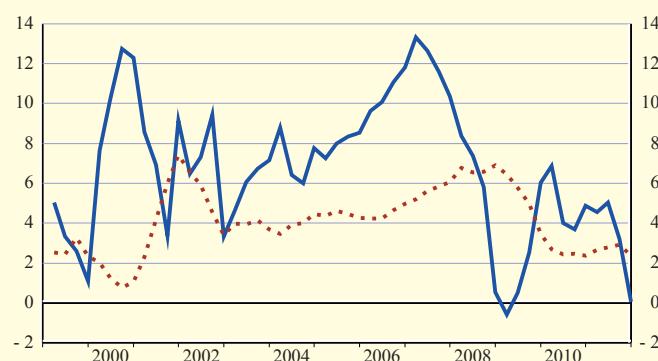
### 2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	Sociétés non financières							Ménages <sup>3)</sup>						
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois	
Encours														
2010	1 670,7	1 036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5 739,1	2 244,5	901,0	665,0	1 788,5	110,3	29,8
2011 (p)	1 686,6	1 045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5 895,1	2 255,7	949,0	724,7	1 836,6	106,7	22,6
2011 T3	1 663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5 835,4	2 240,9	921,9	709,8	1 820,1	109,0	33,9
T4 (p)	1 686,6	1 045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5 895,1	2 255,7	949,0	724,7	1 836,6	106,7	22,6
2011 Sept.	1 663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5 835,4	2 240,9	921,9	709,8	1 820,1	109,0	33,9
Oct.	1 663,8	998,3	472,1	97,3	74,5	2,0	19,6	5 833,7	2 234,6	925,7	712,0	1 820,2	108,8	32,3
Nov.	1 653,8	1 001,4	460,8	97,6	72,4	1,9	19,6	5 825,0	2 223,2	935,0	713,0	1 815,8	107,2	30,8
Déc. (p)	1 686,6	1 045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5 895,1	2 255,7	949,0	724,7	1 836,6	106,7	22,6
Flux														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 (p)	1,0	1,5	-2,6	8,8	-6,6	0,5	-0,5	135,9	7,0	43,3	51,4	43,9	-2,6	-7,2
2011 T3	2,9	-17,3	17,1	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-18,9	15,6	3,7	4,2	-0,4	0,4
T4 (p)	20,3	44,4	-17,1	0,8	-5,8	0,3	-2,4	58,2	14,1	26,7	14,6	15,4	-1,3	-11,3
2011 Sept.	6,9	0,6	6,8	1,5	-0,9	-0,1	-1,0	2,8	3,3	2,2	2,8	-3,8	-0,4	-1,2
Oct.	2,8	0,6	2,0	0,7	-1,9	0,3	1,1	-0,6	-5,7	4,4	2,2	0,2	-0,1	-1,6
Nov.	-12,8	0,8	-11,9	0,1	-1,7	-0,1	0,0	-10,1	-12,1	8,9	0,8	-5,5	-0,7	-1,5
Déc. (p)	30,3	43,0	-7,2	0,1	-2,1	0,0	-3,5	68,9	31,9	13,3	11,7	20,7	-0,5	-8,2
Taux de croissance														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011 (p)	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1
2011 T3	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
T4 (p)	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1
2011 Sept.	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
Oct.	2,6	0,5	5,2	12,7	-4,4	-3,4	44,7	2,5	0,6	2,8	7,4	3,2	-0,6	4,8
Nov.	1,2	0,0	3,2	11,8	-9,6	-2,8	17,2	2,6	0,8	3,9	7,3	2,7	-1,7	3,3
Déc. (p)	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1

### G11 Total des dépôts par secteurs<sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

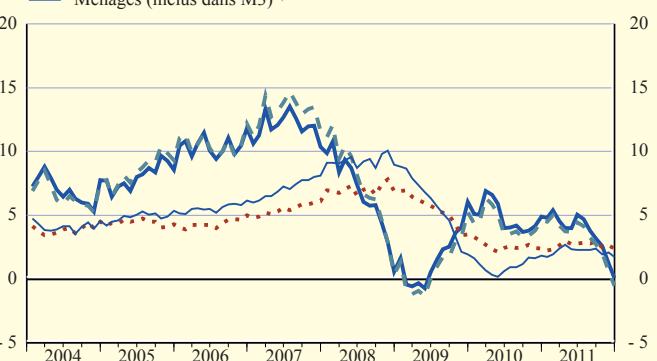
- Sociétés non financières (total)
- Ménages (total)



### G12 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs<sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

- Sociétés non financières (total)
- Ménages (total)
- - - Sociétés non financières (inclus dans M3)<sup>4)</sup>
- Ménages (inclus dans M3)<sup>5)</sup>



Source : BCE

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

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

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

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

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

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

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

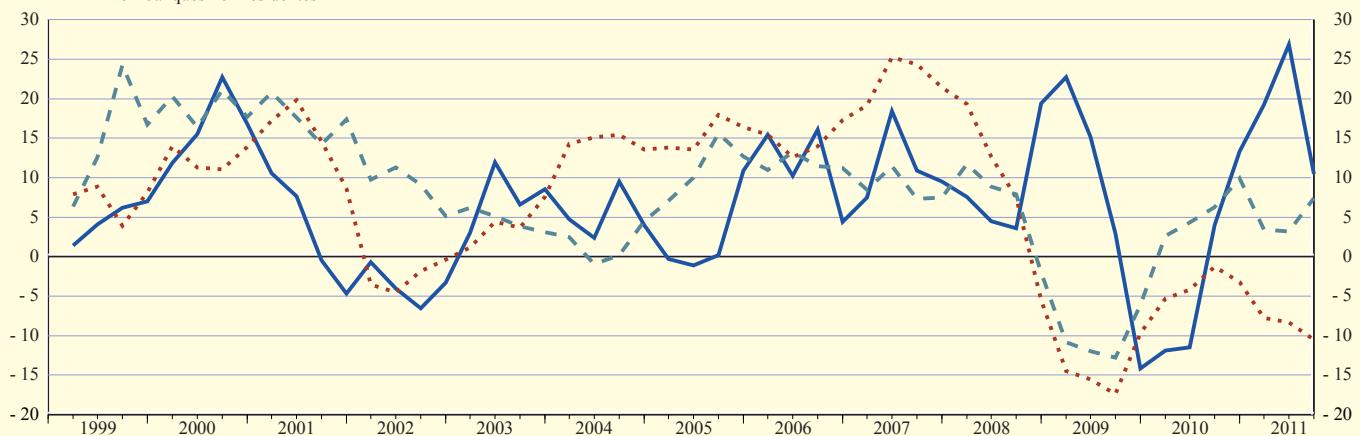
3. Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
Encours										
2009	374,9	146,0	43,4	114,3	71,2	3 369,4	2 532,8	836,7	56,7	780,0
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3 488,8	2 492,0	996,9	45,9	950,9
2010 T4	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3 488,8	2 492,0	996,9	45,9	950,9
2011 T1	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3 314,1	2 346,8	967,4	41,4	926,0
T2	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3 280,6	2 295,8	984,8	47,7	937,1
T3 <sup>(p)</sup>	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3 346,4	2 298,8	1 047,6	50,0	997,7
Flux										
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-329,9	-274,8	-55,0	-4,5	-50,5
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-84,4	84,6	7,5	77,1
2010 T4	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,8	-108,3	5,5	-2,7	8,2
2011 T1	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,2	-71,7	-5,6	-3,6	-1,9
T2	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,8	-41,6	21,8	6,4	15,4
T3 <sup>(p)</sup>	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,4	-49,4	49,7	1,4	48,4
Taux de croissance										
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,7	-6,2	-6,9	-6,1
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2010 T4	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2011 T1	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
T2	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,3	3,2	5,0	3,1
T3 <sup>(p)</sup>	10,5	21,6	-7,8	-1,8	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6

G13 Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

- Administrations publiques
- Banques non résidentes
- - - Non-banques non résidentes



Source : BCE

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

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

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

## 2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation<sup>1), 2)</sup>

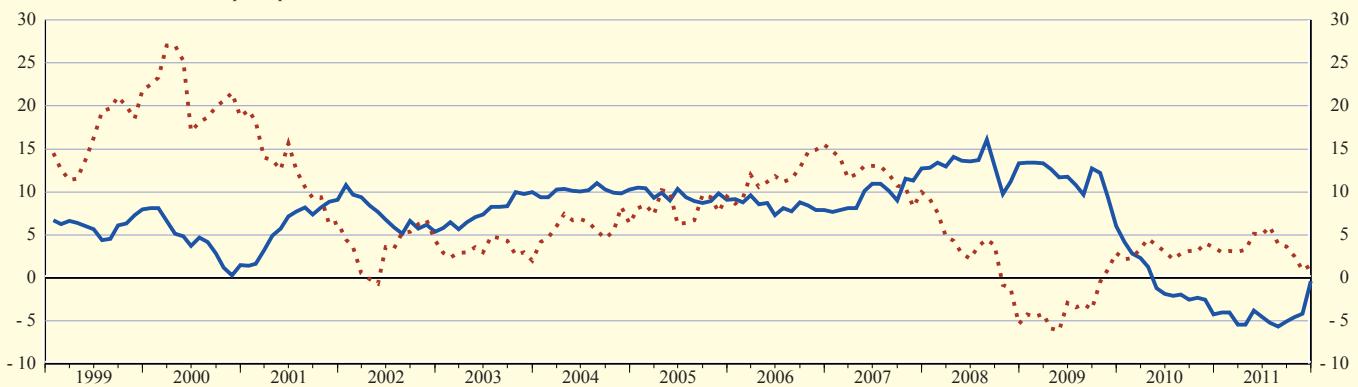
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Titres autres que des actions								Actions et autres participations			
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
Encours												
2010	5 993,1	1 778,4	107,4	1 507,8	16,4	1 500,8	27,8	1 054,5	1 535,9	445,3	787,8	302,8
2011 (p)	5 692,6	1 760,3	87,7	1 374,8	22,9	1 486,2	28,4	932,2	1 509,1	486,2	727,4	295,4
2011 T3	5 635,8	1 706,9	92,8	1 393,8	22,3	1 433,7	25,0	961,2	1 530,5	489,3	740,6	300,5
2011 T4 (p)	5 692,6	1 760,3	87,7	1 374,8	22,9	1 486,2	28,4	932,2	1 509,1	486,2	727,4	295,4
2011 Sept.	5 635,8	1 706,9	92,8	1 393,8	22,3	1 433,7	25,0	961,2	1 530,5	489,3	740,6	300,5
Oct.	5 654,0	1 709,9	93,0	1 371,7	21,9	1 493,9	24,9	938,8	1 522,8	487,3	739,2	296,3
Nov.	5 653,3	1 707,9	97,4	1 360,6	21,9	1 497,5	26,7	941,4	1 521,7	486,4	741,2	294,1
Déc. (p)	5 692,6	1 760,3	87,7	1 374,8	22,9	1 486,2	28,4	932,2	1 509,1	486,2	727,4	295,4
Flux												
2010	-268,6	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-130,8	54,4	28,2	5,2	20,9
2011 (p)	-23,6	43,2	8,1	6,4	5,5	-24,3	0,4	-63,0	22,5	61,2	-33,0	-5,7
2011 T3	-48,0	37,0	0,3	-43,4	0,3	-6,7	-0,7	-34,9	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
T4 (p)	80,1	63,8	0,6	-4,3	-0,2	33,2	2,4	-15,5	-9,9	6,3	-13,2	-2,9
2011 Sept.	-0,3	17,0	4,2	-10,8	-2,5	-5,5	-3,3	0,7	-2,4	8,8	-12,0	0,8
Oct.	22,4	2,4	2,3	-14,0	0,2	40,4	0,6	-9,5	-10,7	-2,2	-4,8	-3,7
Nov.	-0,9	4,2	1,9	4,6	-0,8	3,3	1,0	-14,9	4,4	0,4	4,8	-0,7
Déc. (p)	58,5	57,3	-3,6	5,1	0,4	-10,5	0,8	8,9	-3,6	8,1	-13,2	1,6
Taux de croissance												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,1	3,6	6,5	0,6	7,5
2011 (p)	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 T3	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
T4 (p)	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 Sept.	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
Oct.	-4,5	-2,3	6,8	-8,2	49,7	-0,1	-6,3	-10,6	2,4	12,6	-2,3	-0,4
Nov.	-4,2	-3,0	6,6	-5,2	28,8	-2,2	0,9	-9,3	0,9	11,8	-3,8	-2,8
Déc. (p)	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9

## G14 Titres détenus par les IFM<sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

- Titres autres que des actions
- Actions et autres participations



Source : BCE

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

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

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

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

Année	T2	IFM <sup>3)</sup>							Non-IFM											
		Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises					Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises									
				Total	USD	JPY	CHF	GBP			Total	USD	JPY	CHF	GBP					
Prêts																				
<i>Aux résidents de la zone euro</i>																				
2009		5 916,1	—	—	—	—	—	—	11 785,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4					
2010		5 515,2	—	—	—	—	—	—	12 247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4					
2011 T2		5 502,4	—	—	—	—	—	—	12 376,6	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4					
T3 <sup>(p)</sup>		6 003,8	—	—	—	—	—	—	12 441,9	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4					
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>																				
2009		1 914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0					
2010		2 010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7					
2011 T2		2 012,0	45,4	54,6	31,8	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8					
T3 <sup>(p)</sup>		2 132,4	44,2	55,8	34,7	2,8	3,3	9,0	1 022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0					
<i>Portefeuilles de titres autres que des actions</i>																				
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>																				
2009		2 079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2 980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3					
2010		1 885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3 052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4					
2011 T2		1 760,3	94,8	5,2	2,9	0,2	0,3	1,4	2 929,9	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4					
T3 <sup>(p)</sup>		1 799,7	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2 874,8	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4					
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>																				
2009		552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	14,6	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3					
2010		545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	508,6	33,6	66,4	40,3	3,9	0,9	13,5					
2011 T2		493,0	53,1	46,9	24,9	0,3	0,6	15,7	480,2	33,9	66,1	38,6	5,3	0,8	12,4					
T3 <sup>(p)</sup>		478,6	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	482,9	32,6	67,4	39,2	6,0	0,8	12,5					
<i>Dépôts</i>																				
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>																				
2009		6 281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10 187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4					
2010		5 774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10 722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4					
2011 T2		5 692,3	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10 922,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4					
T3 <sup>(p)</sup>		6 084,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10 995,0	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4					
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>																				
2009		2 532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5					
2010		2 492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1					
2011 T2		2 295,8	53,5	46,5	29,8	2,2	1,9	8,0	984,8	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5					
T3 <sup>(p)</sup>		2 298,8	57,1	42,9	26,9	2,1	1,8	7,8	1 047,6	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6					

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

	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>							Autres devises					
		1	2	Total			3	4	5	6	7	8	9	10
2009		5 168,3	83,3		16,7				8,8			1,6		1,9
2010		5 082,6	81,6		18,4				9,7			1,8		2,1
2011 T2		5 155,8	81,9		18,1				9,6			1,6		2,2
T3 <sup>(p)</sup>		5 180,3	81,8		18,2				9,7			1,7		2,5

Source : BCE

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

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

3) Pour les non-résidents, le terme « IFM » désigne des établissements du même type que les IFM de la zone euro.

4) Y compris les avoirs libellés dans les dénominations nationales de l'euro

## 2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro<sup>1)</sup>

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; transactions au cours de 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 parts d'OPCVM et des parts d'OPCVM monétaires)	Parts 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							
2011 Mai	6 431,0	392,2	2 399,8	1 992,2	897,8	224,9	524,0
Juin	6 352,7	390,6	2 386,8	1 958,6	886,8	224,9	505,0
Juillet	6 435,7	394,8	2 420,4	1 943,8	891,5	226,5	558,6
Août	6 192,9	411,8	2 382,8	1 736,5	840,2	227,9	593,8
Sept.	6 072,2	420,9	2 383,0	1 632,5	829,9	229,5	576,4
Oct.	6 191,2	423,1	2 370,3	1 734,3	842,8	227,5	593,1
Nov. (p)	6 117,4	421,8	2 344,0	1 701,6	826,4	227,5	596,2
Transactions							
2011 T1	110,1	19,2	25,2	14,9	8,4	2,4	40,0
T2	68,9	5,6	38,2	25,9	12,3	5,8	-18,9
T3	-6,3	29,1	-21,3	-42,0	-16,8	2,8	41,9

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Parts d'OPCVM émises			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenu par les résidents de la zone euro			
				OPCVM	Détenu par les non-résidents		
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2011 Mai	6 431,0	126,8	5 861,2	4 532,4	682,9	1 328,8	443,0
Juin	6 352,7	121,0	5 790,3	4 466,8	672,6	1 323,5	441,4
Juillet	6 435,7	122,3	5 825,8	4 465,3	672,8	1 360,6	487,6
Août	6 192,9	128,6	5 545,2	4 267,8	621,7	1 277,4	519,1
Sept.	6 072,2	125,1	5 416,4	4 162,3	602,2	1 254,1	530,7
Oct.	6 191,2	130,4	5 521,3	4 225,4	614,1	1 295,9	539,5
Nov. (p)	6 117,4	135,7	5 437,4	4 147,0	597,4	1 290,5	544,3
Transactions							
2011 T1	110,1	12,0	55,4	27,1	4,1	28,3	42,8
T2	68,9	-2,9	79,0	25,8	9,6	53,3	-7,3
T3	-6,3	6,4	-45,2	-56,0	-32,9	10,8	32,5

### 3. Ventilation des parts d'OPCVM émises 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											
2011 Avril	5 814,3	1 797,4	1 724,8	1 429,1	269,6	113,3	480,2	5 728,8	85,5	1 070,8	
Mai	5 861,2	1 825,3	1 729,6	1 438,2	271,2	114,5	482,5	5 775,6	85,6	1 090,1	
Juin	5 790,3	1 812,5	1 689,6	1 424,5	272,5	112,5	478,8	5 703,5	86,8	1 047,5	
Juillet	5 825,8	1 836,8	1 674,4	1 434,3	287,0	116,2	477,3	5 737,3	88,6	1 032,5	
Août	5 545,2	1 807,2	1 495,2	1 381,7	286,2	114,1	460,8	5 456,9	88,4	1 060,3	
Sept.	5 416,4	1 786,1	1 413,9	1 386,8	286,5	119,2	424,0	5 327,2	89,2	1 066,9	
Oct.	5 521,3	1 787,3	1 500,2	1 405,8	288,2	115,8	423,9	5 439,2	82,1	1 049,5	
Nov. (p)	5 437,4	1 756,2	1 470,6	1 383,8	287,3	119,0	420,6	5 354,6	82,8	1 083,7	
Transactions											
2011 Mai	27,8	9,8	9,7	5,9	-0,2	-1,0	3,6	28,1	-0,3	8,1	
Juin	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,6	6,8	2,0	-36,9	
Juillet	36,4	12,0	5,6	2,5	13,3	2,0	1,0	34,9	1,5	-20,0	
Août	-49,0	-14,0	-22,8	-10,8	0,8	-0,2	-2,0	-49,0	0,0	32,8	
Sept.	-32,6	-16,3	-11,1	-4,9	1,1	0,6	-2,0	-32,9	0,3	-12,3	
Oct.	-25,6	-2,1	-6,7	-6,4	-0,2	-0,8	-9,5	-18,9	-6,7	-7,5	
Nov. (p)	-22,4	-10,3	-7,5	-5,4	-0,4	0,0	1,2	-23,0	0,6	21,2	

Source : BCE

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

2.9 Titres détenus par les OPCVM<sup>1)</sup> ventilés par émetteurs

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; transactions au cours de la période)

1. Titres autres que des actions

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers	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
Encours											
2010 T4	2 369,5	1 432,6	375,5	692,0	193,9	6,2	165,0	936,8	247,0	365,8	16,1
2011 T1	2 354,9	1 430,3	383,4	675,7	200,2	5,6	165,5	924,5	246,5	354,5	14,1
T2	2 386,8	1 429,8	386,3	671,3	196,3	5,8	170,1	957,0	252,3	358,6	17,8
T3 (p)	2 383,0	1 413,6	380,7	682,1	184,1	4,7	162,0	969,4	252,3	369,7	18,7
Transactions											
2011 T1	25,2	10,7	9,3	-8,3	7,9	-0,1	1,8	14,5	1,9	2,3	-1,0
T2	38,2	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	37,0	8,2	7,7	3,6
T3 (p)	-21,3	-16,9	-5,8	1,3	-7,7	-0,3	-4,3	-4,5	6,0	-4,1	5,3

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers	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
Encours											
2010 T4	1 987,7	751,1	77,8	—	39,5	25,2	608,7	1 236,5	171,4	355,8	83,8
2011 T1	1 973,7	782,8	89,2	—	41,7	26,2	625,7	1 191,0	167,2	365,2	71,1
T2	1 958,6	773,6	84,5	—	41,2	26,1	621,9	1 185,0	166,4	362,8	77,0
T3 (p)	1 632,5	615,4	53,3	—	35,7	20,4	506,0	1 017,0	141,8	323,6	72,5
Transactions											
2011 T1	14,9	11,6	5,5	—	2,3	-0,9	4,7	3,3	-0,5	16,0	-3,9
T2	25,9	-0,9	-0,6	—	1,3	0,3	-2,0	26,8	2,9	8,5	6,9
T3 (p)	-42,0	-8,9	-4,9	—	-0,7	0,2	-3,5	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2

3. Parts d'OPCVM/Parts d'OPCVM monétaires

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2010 T4	875,6	740,5	76,0	—	664,4	—	—	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 T1	882,9	746,3	78,0	—	668,3	—	—	136,6	22,6	41,7	0,5
T2	886,8	752,0	79,4	—	672,6	—	—	134,8	22,1	42,8	0,5
T3 (p)	829,9	697,5	95,3	—	602,2	—	—	132,4	20,1	42,6	0,5
Transactions											
2011 T1	8,4	6,1	2,1	—	4,1	—	—	2,3	-0,9	3,3	-0,1
T2	12,3	10,8	1,2	—	9,6	—	—	1,5	0,3	1,3	0,0
T3 (p)	-16,8	-16,2	16,7	—	-32,9	—	—	-0,6	-0,5	-0,3	0,0

Source : BCE

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

2) Les parts d'OPCVM (autres que les parts d'OPCVM monétaires) sont émises par les autres intermédiaires financiers. Les parts d'OPCVM monétaires sont émises 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 ; transactions au cours de la période)

### 1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Total	Prêts titrisés					Émis hors de la zone euro	Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs					
				Émis dans 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																		
2010	T2	2 285,9	363,2	1 437,5	1 131,2	570,6	140,6	25,0	6,4	134,2	278,8	101,3	41,1	64,0				
	T3	2 284,9	350,2	1 467,1	1 173,3	582,4	133,7	24,8	6,4	128,8	260,4	100,3	41,4	65,6				
	T4	2 350,1	373,6	1 521,9	1 237,6	606,4	124,9	22,9	6,0	130,4	251,8	92,5	41,9	68,5				
2011	T1	2 256,1	353,1	1 482,1	1 193,7	595,3	131,3	23,3	5,9	127,8	242,0	89,0	36,8	53,1				
	T2	2 215,8	339,7	1 461,1	1 177,1	585,5	134,1	21,8	5,2	123,0	232,5	88,6	35,7	58,2				
	T3	2 200,2	321,4	1 470,1	1 195,7	590,5	132,3	21,8	5,2	115,1	231,5	86,5	34,4	56,4				
Transactions																		
2010	T3	-4,5	-12,1	23,4	32,9	-	-2,3	-0,6	-0,1	-6,5	-16,3	-0,5	0,4	0,7				
	T4	44,8	24,5	24,2	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,3	-5,5	-0,9	-0,6	3,0				
2011	T1	-92,3	-23,1	-36,5	-44,2	-	8,8	0,6	0,0	-1,8	-10,0	-2,4	-4,9	-15,3				
	T2	-44,6	-11,7	-26,0	-22,3	-	2,5	-0,9	-0,3	-4,9	-7,9	0,0	0,0	1,0				
	T3	-23,4	-18,3	4,6	14,6	-	-2,0	-0,2	0,0	-7,8	-2,3	-2,2	-1,1	-4,2				

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis					Capital et réserves	Autres éléments de passif	
			Total		< ou = à 2 ans		> à 2 ans			
			1	2	3	4	5			
Encours										
2010	T2	2 285,9	107,6	1 961,1	91,1	1 870,0	45,0	172,2		
	T3	2 284,9	119,9	1 946,8	86,5	1 860,3	43,2	175,1		
	T4	2 350,1	134,4	1 970,0	93,5	1 876,5	42,6	203,2		
2011	T1	2 256,1	133,1	1 887,6	83,9	1 803,6	37,7	197,7		
	T2	2 215,8	134,0	1 844,0	82,6	1 761,4	34,8	203,1		
	T3	2 200,2	131,1	1 824,8	80,0	1 744,8	34,4	209,9		
Transactions										
2010	T3	-4,5	11,6	-10,9	-4,2	-6,7	-0,1	-5,1		
	T4	44,8	15,9	24,0	5,7	18,3	-2,1	7,0		
2011	T1	-92,3	-1,0	-79,2	-9,9	-69,3	-4,5	-7,7		
	T2	-44,6	0,9	-48,6	-5,7	-42,8	-1,2	4,3		
	T3	-23,4	-2,2	-22,6	-4,1	-18,6	-1,7	3,1		

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

	Total	Prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro						Secteur emprunteur hors zone euro	Titres autres que des actions					
		Secteur emprunteur de la zone euro							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														
2010	T2	1 131,2	812,6	215,9	19,4	14,7	7,4	61,1	278,8	149,2	50,5	98,7	45,5	129,6
	T3	1 173,3	828,7	221,2	18,2	15,0	7,0	83,2	260,4	140,8	47,4	93,4	38,3	119,6
	T4	1 237,6	852,7	251,4	17,2	15,3	7,1	94,1	251,8	131,9	45,7	86,3	36,5	119,9
2011	T1	1 193,7	804,1	250,7	17,0	15,4	7,2	99,3	242,0	125,7	42,4	83,3	36,8	116,3
	T2	1 177,1	788,8	250,9	18,8	15,4	9,8	93,4	232,5	124,5	41,1	83,4	35,4	108,2
	T3	1 195,7	795,2	257,5	18,1	15,2	9,6	100,1	231,5	121,6	41,7	79,9	33,8	109,1
Transactions														
2010	T3	32,9	9,7	1,3	-0,8	0,3	-0,4	22,8	-16,3	-9,8	-2,5	-7,4	-6,7	-6,5
	T4	30,1	16,3	14,1	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011	T1	-44,2	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	5,2	-10,0	-5,9	-3,1	-2,8	0,1	-4,1
	T2	-22,3	-21,1	0,3	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-7,9	0,6	-0,4	0,9	-0,7	-8,5
	T3	14,6	6,3	2,5	-0,7	0,0	-0,2	6,7	-2,3	-3,3	-0,2	-3,1	-1,2	1,0

Source : BCE

1) Prêts titrisés 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

2.11 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	Parts d'OPCVM	Parts 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
2008 T4	6 158,6	800,7	478,6	2 292,9	819,1	1 088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 T1	6 188,0	797,2	493,7	2 361,0	785,6	1 071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
T2	6 329,9	782,8	487,7	2 384,4	818,9	1 200,3	89,7	248,6	162,1	155,3
T3	6 517,3	784,2	483,4	2 424,9	792,4	1 377,3	86,0	252,0	163,2	153,8
T4	6 642,1	786,9	477,9	2 462,8	804,3	1 456,7	86,4	256,2	158,1	152,8
2010 T1	6 864,3	784,5	486,3	2 575,8	815,3	1 534,1	83,4	267,1	169,4	148,4
T2	6 891,1	785,5	488,9	2 613,5	792,7	1 518,4	79,8	272,1	190,2	150,1
T3	7 060,3	783,2	498,0	2 698,8	807,4	1 559,7	75,3	272,9	215,1	149,9
T4	6 978,8	774,1	501,6	2 642,2	823,1	1 579,1	65,3	271,8	170,0	151,5
2011 T1	7 050,6	775,1	499,7	2 676,3	826,6	1 602,0	63,5	279,0	174,3	154,1
T2	7 073,9	778,4	506,8	2 691,8	830,6	1 605,3	66,8	269,5	171,8	153,0
T3	7 060,5	793,6	498,8	2 714,4	780,2	1 553,4	74,6	267,4	225,2	152,9

2. Portefeuilles de titres autres que des actions

	Total	Émis par les résidents de la zone euro						Émis par les non-résidents de la zone euro
		Total	IFM	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	
		1	2	3	4	5	6	7
2008 T4	2 292,9	1 874,6	505,9	1 014,0	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 T1	2 361,0	1 939,5	531,1	1 040,5	218,3	13,5	136,1	421,5
T2	2 384,4	1 987,6	541,7	1 060,8	231,2	15,0	139,0	396,8
T3	2 424,9	2 021,7	552,6	1 086,7	229,4	15,1	137,8	403,2
T4	2 462,8	2 053,6	543,8	1 114,4	239,3	16,7	139,5	409,2
2010 T1	2 575,8	2 157,9	578,5	1 184,6	231,7	16,2	146,9	417,9
T2	2 613,5	2 190,3	581,7	1 196,8	244,3	16,6	150,9	423,1
T3	2 698,8	2 271,6	593,4	1 242,3	264,1	19,5	152,4	427,2
T4	2 642,2	2 218,7	594,3	1 215,0	236,1	17,7	155,5	423,5
2011 T1	2 676,3	2 260,2	617,3	1 208,6	261,9	19,0	153,5	416,0
T2	2 691,8	2 266,7	638,0	1 229,6	223,5	16,1	159,5	425,1
T3	2 714,4	2 289,6	640,4	1 236,2	235,6	17,4	160,1	424,8

3. Passif et valeur nette

	Total	Passif						Valeur nette		
		Prêts reçus	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	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	
2008 T4	6 123,7	348,8	31,7	422,1	5 178,6	2 909,2	1 445,8	823,6	142,6	34,8
2009 T1	6 129,8	347,8	31,8	378,6	5 228,6	2 927,5	1 460,2	841,0	142,9	58,2
T2	6 215,9	321,6	33,1	395,1	5 325,5	3 005,5	1 477,4	842,6	140,6	114,1
T3	6 363,7	303,8	36,1	440,0	5 438,6	3 094,8	1 501,7	842,2	145,1	153,6
T4	6 441,3	284,6	39,5	436,2	5 527,8	3 168,6	1 519,8	839,3	153,3	200,8
2010 T1	6 622,5	293,6	39,5	455,4	5 676,6	3 255,9	1 560,2	860,5	157,5	241,7
T2	6 661,4	298,9	40,9	427,9	5 733,7	3 281,4	1 589,1	863,2	160,0	229,7
T3	6 774,7	315,0	39,8	435,7	5 829,0	3 338,9	1 629,5	860,5	155,2	285,6
T4	6 816,8	284,5	42,3	444,6	5 895,6	3 381,8	1 651,3	862,4	149,8	162,0
2011 T1	6 919,1	304,2	40,1	459,7	5 965,0	3 414,1	1 664,5	886,3	150,0	131,5
T2	6 933,4	305,6	43,2	447,4	5 987,2	3 437,1	1 674,4	875,6	149,9	140,6
T3	6 892,2	311,4	42,4	401,5	5 972,6	3 422,1	1 678,9	871,6	164,3	168,3

Source : BCE



## COMPTES DE LA ZONE EURO

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

Emplois	T3 2011	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
<b>Compte extérieur</b>							
Exportations de biens et services							584
<i>Solde des échanges extérieurs<sup>1)</sup></i>							-20
<b>Compte d'exploitation</b>							
Valeur ajoutée brute (prix de base)							
Taxes nettes de subventions sur les produits							
Produit intérieur brut (prix de marché)							
Rémunération des salariés	1 108	115	701	56	235		
Autres taxes nettes de subventions sur la production	27	6	14	4	4		
Consommation de capital fixe	362	97	206	11	49		
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte<sup>1)</sup></i>	600	284	279	37	-1		
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>							
Excédent net d'exploitation et revenu mixte							
Rémunération des salariés							6
Taxes nettes de subventions sur la production							
Revenus de la propriété	667	39	249	308	71		104
Intérêts	399	37	74	217	71		55
Autres revenus de la propriété	268	2	175	91	0		49
<i>Revenu national net<sup>1)</sup></i>	1 979	1 588	129	49	214		
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>							
Revenu national net							
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	266	210	46	9	0		2
Cotisations sociales	428	428					1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	457	1	17	33	405		1
Autres transferts courants	184	68	23	45	49		10
Primes nettes d'assurance-dommages	43	33	9	1	1		2
Indemnités d'assurance-dommages	43			43			1
Autres	98	35	14	1	48		8
<i>Revenu disponible net<sup>1)</sup></i>	1 954	1 421	72	56	404		
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>							
Revenu disponible net							
Dépense de consommation finale	1 850	1 365			484		
Dépense de consommation individuelle	1 665	1 365			300		
Dépense de consommation collective	184				184		
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	16	0	0	16	0		0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur<sup>1)</sup></i>	104	71	72	41	-80		1
<b>Compte de capital</b>							
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur							
Formation brute de capital	468	148	255	11	54		
Formation brute de capital fixe	455	145	245	11	54		
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	13	3	10	0	0		
Consommation de capital fixe							
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	-1	0	0	0		0
Transferts en capital	30	9	1	2	19		5
Impôts en capital	6	6	1	0			0
Autres transferts en capital	24	3	0	2	19		5
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)<sup>1)</sup></i>	1	21	37	39	-97		-1
Ecart statistique	0	-15	15	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
T3 2011						
<b>Compte extérieur</b>						
Importations de biens et services						564
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 097	502	1 200	108	287	
Taxes nettes de subventions sur les produits	240					
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	2 338					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	600	284	279	37	-1	
Rémunération des salariés	1 109	1 109				4
Taxes nettes de subventions sur la production	267				267	1
Revenus de la propriété	671	233	99	319	19	100
Intérêts	391	62	49	269	10	63
Autres revenus de la propriété	280	172	49	50	9	37
<i>Revenu national net</i>						
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net	1 979	1 588	129	49	214	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	267				267	1
Cotisations sociales	428	1	17	50	360	1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	455	455				3
Autres transferts courants	160	85	12	45	18	35
Primes nettes d'assurance-dommages	43				43	2
Indemnités d'assurance-dommages	43	35	7	1	0	2
Autres	74	50	5	0	18	32
<i>Revenu disponible net</i>						
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net	1 954	1 421	72	56	404	
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>						
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	104	71	72	41	-80	1
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	362	97	206	11	49	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	32	9	16	1	7	3
Impôts en capital	6				6	0
Autres transferts en capital	26	9	16	1	1	3
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat

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

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

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
	T3 2011							
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		18 903	16 948	32 249	15 364	6 834	3 874	16 763
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				412				
Numéraire et dépôts	6 708	1 901	9 114	2 364	805	787	3 572	
Titres de créance à court terme	57	76	464	317	47	32	714	
Titres de créance à long terme	1 371	244	5 973	2 436	2 659	442	3 824	
Crédits	80	3 132	13 430	3 588	472	545	1 900	
<i>dont à long terme</i>	59	1 796	10 308	2 560	352	463		
Actions et autres participations	4 397	7 901	1 912	6 383	2 469	1 363	6 033	
Actions cotées	829	1 413	370	2 154	572	262		
Actions non cotées et autres participations	2 204	6 078	1 242	3 233	297	933		
Parts d'OPCVM	1 364	410	300	996	1 600	168		
Provisions techniques d'assurance	5 815	178	3	0	230	4	241	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	476	3 516	941	276	152	701	479	
<i>Valeur financière nette</i>								
<b>Compte financier, transactions sur actifs financiers</b>								
Total des transactions sur actifs financiers		28	195	1 340	50	54	-27	118
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts	12	19	1 140	92	26	-86		31
Titres de créance à court terme	-3	4	47	-3	7	0		-18
Titres de créance à long terme	-10	7	-15	-62	-15	-5		19
Crédits	0	93	53	55	-3	-15		38
<i>dont à long terme</i>	0	27	-140	30	0	-2		
Actions et autres participations	-17	69	0	-32	43	13		8
Actions cotées	6	40	1	-69	3	3		
Actions non cotées et autres participations	8	34	10	56	3	14		
Parts d'OPCVM	-30	-5	-11	-19	37	-4		
Provisions techniques d'assurance	24	0	0	0	-1	0		-3
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	22	4	114	0	-3	66		43
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
<b>Compte des autres changements, actifs financiers</b>								
Total des autres changements sur actifs financiers		-466	-840	61	-340	-113	-46	8
Or monétaire et DTS				57				
Numéraire et dépôts	9	5	94	0	2	0		73
Titres de créance à court terme	-2	3	-1	4	0	-1		21
Titres de créance à long terme	-43	-16	43	11	21	2		172
Crédits	-1	11	41	21	-1	0		24
<i>dont à long terme</i>	-1	2	19	13	0	0		
Actions et autres participations	-406	-823	-155	-383	-137	-58		-283
Actions cotées	-182	-231	-71	-302	-52	-45		
Actions non cotées et autres participations	-145	-561	-79	-34	-7	-3		
Parts d'OPCVM	-79	-31	-5	-46	-78	-9		
Provisions techniques d'assurance	-13	0	0	0	2	0		2
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	-10	-20	-18	6	0	11		-1
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
<b>Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		18 466	16 303	33 651	15 074	6 776	3 800	16 889
Or monétaire et DTS				469				
Numéraire et dépôts	6 728	1 925	10 348	2 456	833	700	3 676	
Titres de créance à court terme	52	83	510	318	54	31	717	
Titres de créance à long terme	1 318	235	6 001	2 385	2 666	439	4 015	
Crédits	79	3 237	13 524	3 664	468	530	1 961	
<i>dont à long terme</i>	58	1 825	10 187	2 603	352	461		
Actions et autres participations	3 974	7 146	1 758	5 968	2 375	1 318	5 758	
Actions cotées	652	1 222	301	1 782	523	220		
Actions non cotées et autres participations	2 066	5 551	1 173	3 254	293	943		
Parts d'OPCVM	1 255	374	284	932	1 559	155		
Provisions techniques d'assurance	5 827	177	3	0	231	4	240	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	488	3 499	1 037	282	149	777	521	
<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
T3 2011								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, passifs</b>								
Total des éléments de passif								
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)		6 670	26 813	31 393	14 736	6 891	9 218	14 801
Numéraire et dépôts			30	22 301	21	0	259	2 640
Titres de créance à court terme			82	623	78	1	687	235
Titres de créance à long terme			799	4 540	2 738	33	6 002	2 838
Crédits		6 152	8 564	3 376	270	1 706	1 706	3 079
<i>dont à long terme</i>		5 784	6 077	1 855	121		1 401	
Actions et autres participations		7	13 364	2 691	8 389	423	6	5 577
Actions cotées			3 914	489	250	122	0	
Actions non cotées et autres participations		7	9 451	1 155	2 552	300	6	
Parts d'OPCVM				1 048	5 587			
Provisions techniques d'assurance		35	335	70	1	6 029	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		476	3 638	1 168	133	135	558	431
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 550	12 233	-9 865	856	628	-57	-5 345	
<b>Compte financier, transactions sur passifs</b>								
Total des transactions sur passifs								
Or monétaire et DTS		22	143	1 288	100	18	69	118
Numéraire et dépôts			-1	1 148	12	0	3	72
Titres de créance à court terme			11	6	-10	0	15	11
Titres de créance à long terme			3	-17	-7	0	-35	-24
Crédits		16	40	96	6	28	35	
<i>dont à long terme</i>		24	25	43	-2	27		
Actions et autres participations		0	54	27	23	1	0	-20
Actions cotées			4	17	3	1	0	
Actions non cotées et autres participations		0	50	9	75	0	0	
Parts d'OPCVM				0	-55			
Provisions techniques d'assurance		0	0	2	0	17	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		6	34	122	-13	-6	58	44
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> <sup>1)</sup>	1	6	53	52	-50	36	-97	-1
<b>Compte des autres changements, passifs</b>								
Total des autres changements sur passifs								
Or monétaire et DTS		6	-1 435	-2	-367	-83	90	-2
Numéraire et dépôts			0	117	0	0	0	66
Titres de créance à court terme			0	10	0	0	0	15
Titres de créance à long terme			27	64	-32	-1	97	36
Crédits		1	13	42	-1	1	38	
<i>dont à long terme</i>		2	1	14	-1	1		
Actions et autres participations		0	-1 461	-200	-379	-45	0	-159
Actions cotées			-776	-158	-68	-25	0	
Actions non cotées et autres participations		0	-685	-61	0	-20	0	
Parts d'OPCVM				19	-311			
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	-9	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		4	-14	8	3	-28	-7	3
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	47	-472	595	64	26	-29	-137	10
<b>Compte de patrimoine de clôture, passifs</b>								
Total des passifs								
Or monétaire et DTS		6 698	25 520	32 680	14 470	6 825	9 378	14 917
Numéraire et dépôts			30	23 566	32	0	262	2 778
Titres de créance à court terme			94	639	68	1	702	261
Titres de créance à long terme			828	4 587	2 699	32	6 064	2 850
Crédits		6 169	8 617	3 514	275	1 735	3 151	
<i>dont à long terme</i>		5 811	6 104	1 912	118	1 429		
Actions et autres participations		7	11 958	2 518	8 033	378	6	5 398
Actions cotées			3 142	348	185	97	0	
Actions non cotées et autres participations		7	8 816	1 103	2 627	279	6	
Parts d'OPCVM				1 067	5 221			
Provisions techniques d'assurance		35	335	72	1	6 038	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		487	3 658	1 298	123	101	609	479
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 502	11 767	-9 217	971	604	-50	-5 578	

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	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 278	4 460	4 442	4 472	4 490	4 517	4 548	4 575
Autres taxes nettes de subventions sur la production	99	94	85	87	82	84	88	94
Consommation de capital fixe	1 294	1 361	1 384	1 405	1 415	1 425	1 435	1 442
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte<sup>1)</sup></i>	2 398	2 360	2 117	2 187	2 213	2 240	2 259	2 271
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	3 689	3 936	2 959	2 759	2 803	2 848	2 922	2 976
Intérêts	2 129	2 383	1 606	1 401	1 410	1 441	1 484	1 532
Autres revenus de la propriété	1 560	1 553	1 353	1 358	1 393	1 407	1 438	1 445
<i>Revenu national net<sup>1)</sup></i>	7 773	7 807	7 538	7 680	7 733	7 797	7 862	7 920
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 136	1 145	1 028	1 043	1 054	1 071	1 081	1 096
Cotisations sociales	1 596	1 671	1 676	1 689	1 699	1 708	1 717	1 733
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 586	1 657	1 774	1 813	1 821	1 826	1 831	1 837
Autres transferts courants	738	771	775	779	771	771	773	772
Primes nettes d'assurance-dommages	183	187	181	180	180	178	178	179
Indemnités d'assurance-dommages	184	188	182	180	180	179	178	179
Autres	370	395	412	419	412	414	416	415
<i>Revenu disponible net<sup>1)</sup></i>	7 679	7 705	7 430	7 565	7 621	7 684	7 750	7 810
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	6 884	7 135	7 140	7 259	7 301	7 350	7 399	7 438
Dépense de consommation individuelle	6 185	6 399	6 369	6 486	6 529	6 576	6 623	6 660
Dépense de consommation collective	699	737	771	773	772	774	776	778
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Épargne nette<sup>1)</sup></i>	796	570	290	306	320	334	351	373
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette								
Formation brute de capital	2 065	2 074	1 719	1 768	1 793	1 838	1 855	1 871
Formation brute de capital fixe	1 990	2 011	1 763	1 761	1 773	1 799	1 814	1 828
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	75	63	-43	7	19	39	41	43
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	-1	1	1	2	1	1	1	1
Transferts en capital	153	152	185	221	226	214	206	164
Impôts en capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Autres transferts en capital	129	128	151	191	201	188	181	139
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)<sup>1)</sup></i>	40	-135	-37	-47	-49	-70	-61	-48

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	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 069	8 275	8 028	8 151	8 200	8 265	8 329	8 382
Taxes nettes de subventions sur les produits	960	946	894	931	940	956	958	966
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	9 029	9 221	8 922	9 082	9 139	9 221	9 288	9 347
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 398	2 360	2 117	2 187	2 213	2 240	2 259	2 271
Rémunération des salariés	4 286	4 468	4 450	4 481	4 500	4 527	4 558	4 585
Taxes nettes de subventions sur la production	1 067	1 047	996	1 032	1 035	1 053	1 059	1 072
Revenus de la propriété	3 711	3 867	2 933	2 740	2 788	2 825	2 908	2 968
Intérêts	2 092	2 327	1 561	1 358	1 370	1 402	1 446	1 496
Autres revenus de la propriété	1 619	1 540	1 372	1 382	1 418	1 423	1 462	1 473
<i>Revenu national net</i>								
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net	7 773	7 807	7 538	7 680	7 733	7 797	7 862	7 920
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 144	1 153	1 034	1 047	1 059	1 076	1 087	1 103
Cotisations sociales	1 595	1 670	1 674	1 688	1 698	1 707	1 716	1 732
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 578	1 649	1 767	1 807	1 814	1 819	1 824	1 830
Autres transferts courants	644	671	669	665	662	660	662	664
Primes nettes d'assurance-dommages	184	188	182	180	180	179	178	179
Indemnités d'assurance-dommages	180	184	178	177	176	175	175	175
Autres	280	298	309	308	306	306	309	310
<i>Revenu disponible net</i>								
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net	7 679	7 705	7 430	7 565	7 621	7 684	7 750	7 810
Dépense de consommation finale								
Dépense de consommation individuelle								
Dépense de consommation collective								
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Épargne nette</i>								
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette	796	570	290	306	320	334	351	373
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 294	1 361	1 384	1 405	1 415	1 425	1 435	1 442
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	168	162	194	231	236	224	215	174
Impôts en capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Autres transferts en capital	144	138	160	202	211	198	190	149
<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)

	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Revenus, épargne et variations de la valeur nette</b>								
Rémunération des salariés (+)	4 286	4 468	4 450	4 481	4 500	4 527	4 558	4 585
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 483	1 521	1 449	1 446	1 455	1 466	1 482	1 491
Intérêts à recevoir (+)	316	351	241	213	214	221	229	238
Intérêts à payer (-)	221	249	146	125	126	130	137	142
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	788	785	714	704	713	726	736	748
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	834	872	841	844	848	858	864	873
Cotisations sociales nettes (-)	1 592	1 667	1 671	1 684	1 694	1 703	1 712	1 728
Prestations sociales nettes (+)	1 573	1 644	1 762	1 802	1 809	1 814	1 819	1 824
Transferts courants nets à recevoir (+)	62	70	73	72	70	69	68	69
= <b>Revenu disponible brut</b>	5 853	6 041	6 020	6 054	6 083	6 122	6 169	6 202
Dépense de consommation finale (-)	5 078	5 237	5 153	5 246	5 288	5 329	5 373	5 408
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	60	69	61	56	54	54	55	57
= <b>Épargne brute</b>	835	874	928	864	850	846	851	851
Consommation de capital fixe (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Transferts en capital nets à recevoir (+)	12	-1	10	5	10	9	9	9
Autres variations de la valeur nette (+)	1 273	-2 040	-499	854	858	590	456	-130
= <b>Variations de la valeur nette</b>	1 762	-1 539	64	1 346	1 339	1 065	934	346
<b>Investissement, financement et variations de la valeur nette</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	661	646	553	554	558	565	568	574
Consommation de capital fixe (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	420	455	-13	-23	56	115	125	130
Numéraire et dépôts	351	438	121	89	120	141	139	149
Titres d'OPCVM monétaires	37	-9	-41	-82	-51	-38	-33	-23
Titres de créance <sup>1)</sup>	32	27	-93	-30	-13	11	19	4
Actifs à long terme	156	26	516	485	407	321	280	242
Dépôts	-31	-27	85	80	56	40	50	51
Titres de créance	86	14	28	-9	-6	37	37	57
Actions et autres participations	-108	-96	179	167	130	44	12	-21
Actions cotées, non cotées et autres participations	37	72	131	109	107	55	22	22
Parts d'OPCVM	-145	-167	48	59	23	-11	-9	-43
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	209	135	225	247	228	199	180	155
Principales rubriques du financement (-)								
Crédits	384	258	110	111	125	125	141	126
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	283	83	65	135	147	170	168	149
Autres variations des actifs (+)								
Actifs non financiers	1 224	-672	-796	762	797	619	217	330
Actifs financiers	67	-1 412	275	97	82	-14	193	-457
Actions et autres participations	48	-1 158	85	-43	41	32	172	-354
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	8	-239	175	141	85	25	46	-37
Flux nets résiduels (+)	-24	48	14	-39	-57	-34	75	38
= <b>Variations de la valeur nette</b>	1 762	-1 539	64	1 346	1 339	1 065	934	346
<b>Bilan</b>								
Actifs non financiers (+)	27 914	27 515	26 897	27 732	27 872	27 769	27 812	28 252
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 261	5 804	5 780	5 767	5 841	5 875	5 915	5 911
Numéraire et dépôts	4 851	5 321	5 475	5 500	5 599	5 599	5 652	5 659
Titres d'OPCVM monétaires	277	309	236	200	186	203	191	187
Titres de créance <sup>1)</sup>	132	174	70	68	56	73	73	64
Actifs à long terme	12 141	10 710	11 538	11 905	12 015	12 082	12 102	11 653
Dépôts	965	915	971	1 015	1 028	1 037	1 056	1 069
Titres de créance	1 286	1 303	1 379	1 343	1 317	1 330	1 355	1 306
Actions et autres participations	5 103	3 808	4 104	4 172	4 274	4 266	4 206	3 786
Actions cotées et non cotées et autres participations	3 710	2 870	2 983	2 998	3 065	3 092	3 032	2 719
Parts d'OPCVM	1 392	938	1 121	1 174	1 209	1 174	1 174	1 068
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	4 787	4 683	5 083	5 375	5 396	5 450	5 484	5 493
Actifs nets résiduels (+)	324	324	306	301	293	280	369	372
Engagements (-)								
Crédits	5 569	5 821	5 925	6 031	6 087	6 094	6 152	6 169
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	4 831	4 914	4 968	5 159	5 213	5 256	5 304	5 313
= <b>Valeur nette</b>	40 071	38 532	38 596	39 673	39 934	39 913	40 045	40 019

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)

	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Revenus et épargne</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 646	4 755	4 499	4 590	4 627	4 676	4 720	4 758
Rémunération des salariés (-)	2 711	2 833	2 774	2 788	2 804	2 827	2 854	2 876
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	49	46	39	39	33	34	37	41
= <b>Excédent brut d'exploitation</b> (+)	1 886	1 876	1 686	1 763	1 790	1 814	1 829	1 841
Consommation de capital fixe (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
= <b>Excédent net d'exploitation</b> (+)	1 161	1 110	903	967	987	1 005	1 014	1 021
Revenus de la propriété à recevoir (+)	639	637	541	520	535	540	561	571
Intérêts à recevoir	218	239	173	154	157	164	171	183
Autres revenus de la propriété à recevoir	421	398	369	366	377	376	389	388
Intérêts et loyers à payer (-)	366	421	297	260	263	269	280	292
= <b>Revenu d'entreprise net</b> (+)	1 434	1 326	1 147	1 226	1 259	1 276	1 294	1 299
Revenus distribués (-)	1 002	1 023	927	915	937	954	961	969
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	248	236	152	161	167	173	176	181
Cotisations sociales à recevoir (+)	64	68	70	69	69	69	70	70
Prestations sociales à payer (-)	63	65	68	69	69	70	70	70
Autres transferts courants nets à payer (-)	43	48	46	46	45	45	43	43
= <b>Épargne nette</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Investissement, financement et épargne</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	409	369	83	142	163	196	199	209
Formation brute de capital fixe (+)	1 058	1 077	912	931	946	966	978	990
Consommation de capital fixe (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	76	58	-46	7	20	39	37	39
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	167	72	93	26	18	20	37	-3
Numéraire et dépôts	153	15	88	51	67	61	64	43
Titres d'OPCVM monétaires	-20	33	40	-28	-41	-27	-20	-34
Titres de créance <sup>1)</sup>	34	24	-34	3	-8	-14	-7	-12
Actifs à long terme	769	681	263	377	438	438	512	560
Dépôts	-10	36	5	-7	0	15	21	30
Titres de créance	49	-37	17	-11	-5	10	25	27
Actions et autres participations	423	337	124	130	172	176	240	268
Autres (principalement les prêts intragroupes)	307	344	116	265	270	236	226	235
Actifs nets résiduels (+)	184	-41	48	82	-3	2	-1	-92
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	919	670	80	215	209	243	306	259
donc crédits auprès des IMF de la zone euro	537	394	-114	-35	-8	28	71	73
donc titres de créance	32	48	90	71	67	45	44	46
Actions et autres participations	400	310	296	226	224	235	257	242
Actions cotées	58	6	67	36	30	29	28	29
Actions non cotées et autres participations	342	304	230	190	195	206	229	212
Transferts en capital nets à recevoir (-)	69	75	83	79	72	70	69	67
= <b>Épargne nette</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 788	1 878	1 959	1 926	1 973	1 952	1 938	1 935
Numéraire et dépôts	1 507	1 538	1 632	1 626	1 693	1 667	1 672	1 678
Titres d'OPCVM monétaires	163	192	214	182	174	178	167	151
Titres de créance <sup>1)</sup>	118	148	113	119	107	107	99	105
Actifs à long terme	10 759	9 327	10 283	10 743	11 030	11 201	11 316	10 692
Dépôts	208	247	228	242	225	225	229	247
Titres de créance	228	184	197	206	201	222	221	212
Actions et autres participations	7 984	6 248	7 078	7 289	7 540	7 682	7 733	6 996
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 339	2 648	2 779	3 007	3 064	3 072	3 132	3 237
Actifs nets résiduels	259	210	187	180	36	134	86	48
Passifs								
Endettement	8 651	9 340	9 453	9 632	9 641	9 660	9 780	9 875
donc crédits auprès des IMF de la zone euro	4 466	4 871	4 711	4 709	4 698	4 728	4 755	4 766
donc titres de créance	648	704	827	900	887	864	881	922
Actions et autres participations	14 316	11 071	12 388	12 631	13 101	13 378	13 364	11 958
Actions cotées	5 061	2 935	3 516	3 542	3 814	3 923	3 914	3 142
Actions non cotées et autres participations	9 255	8 136	8 872	9 090	9 287	9 455	9 451	8 816

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)

	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Compte financier, opérations financières</b>								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	23	78	-49	-4	-10	-24	-37	3
Numéraire et dépôts	7	57	-33	6	-10	-9	-15	9
Titres d'OPCVM monétaires	5	18	-2	-4	-6	-23	-25	-15
Titres de créance <sup>1)</sup>	11	3	-14	-6	5	8	3	9
Actifs à long terme	229	126	281	261	230	215	232	199
Dépôts	47	-9	21	-12	-8	8	10	16
Titres de créance	108	75	101	159	142	112	105	51
Crédits	-15	26	6	12	28	22	25	17
Actions cotées	20	-7	-60	14	14	17	15	10
Actions non cotées et autres participations	7	18	-22	-18	-13	-8	-5	2
Parts d'OPCVM	63	24	235	106	66	64	82	103
Actifs nets résiduels (+)	9	20	38	38	21	0	-42	-35
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	3	4	5	2	0	0	2	3
Crédits	-2	24	-18	5	3	10	6	0
Actions et autres participations	2	8	1	4	4	4	0	1
Provisions techniques d'assurance	245	130	229	279	256	209	176	140
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	211	126	225	269	244	200	176	144
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	34	4	4	10	12	9	0	-4
= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions	13	58	53	6	-24	-32	-31	24
<b>Compte des autres changements</b>								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	34	-562	228	126	118	37	68	-119
Autres actifs nets	-38	52	20	68	-10	-33	-12	-22
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	-21	-173	11	-19	-9	-9	12	-38
Provisions techniques d'assurance	30	-260	188	144	94	35	54	-18
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	18	-248	185	146	97	38	58	-24
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	12	-12	4	-2	-3	-3	-5	6
= Autres variations résultant de la valeur financière nette	-14	-77	49	69	23	-22	-11	-85
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	321	401	346	369	341	328	329	365
Numéraire et dépôts	163	224	195	203	190	181	181	203
Titres d'OPCVM monétaires	94	110	99	106	94	85	86	93
Titres de créance <sup>1)</sup>	63	67	52	60	57	62	62	69
Actifs à long terme	5 503	5 074	5 662	5 989	5 997	6 092	6 123	6 030
Dépôts	594	599	617	610	610	624	624	630
Titres de créance	2 203	2 269	2 446	2 637	2 575	2 628	2 643	2 650
Crédits	411	434	439	453	467	468	472	468
Actions cotées	750	492	524	542	563	578	572	523
Actions non cotées et autres participations	381	313	305	297	307	301	297	293
Parts d'OPCVM	1 164	965	1 331	1 449	1 474	1 494	1 515	1 466
Actifs nets résiduels (+)	173	241	228	294	252	257	247	279
Passifs (-)								
Titres de créance	20	23	31	31	33	31	33	33
Crédits	245	273	255	279	262	267	270	275
Actions et autres participations	578	413	425	415	420	438	423	378
Provisions techniques d'assurance	5 295	5 165	5 582	5 916	5 932	6 005	6 029	6 038
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 472	4 350	4 760	5 081	5 101	5 161	5 195	5 201
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	822	815	822	835	831	844	835	837
= Valeur financière nette	-140	-159	-56	11	-57	-64	-57	-50

Source : BCE

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

# MARCHÉS FINANCIERS

#### 4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises (montants en milliards d'euros et taux de croissance sur la période ; données cvs ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

	Total en euros <sup>1)</sup>			Par les résidents de la zone euro									
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues						
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>													
2010	Novembre	16 457,7	993,0	183,2	14 266,7	954,0	202,1	16 063,0	1 067,0	234,7	4,3	156,2	5,5
	Décembre	16 294,1	876,6	-162,2	14 120,4	843,9	-144,9	15 879,3	916,4	-176,9	3,6	-57,0	4,5
2011	Janvier	16 370,0	1 005,0	75,1	14 193,3	954,5	72,2	15 952,5	1 070,7	91,8	3,7	78,1	5,0
	Février	16 469,4	866,8	100,3	14 284,4	813,9	92,2	16 044,6	920,2	98,0	4,1	47,7	4,1
	Mars	16 468,2	978,7	-0,9	14 275,9	911,8	-8,2	16 021,1	1 019,8	1,0	3,4	10,5	3,5
	Avril	16 489,6	889,1	22,0	14 324,0	850,3	48,7	16 048,2	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
	Mai	16 592,8	922,5	101,6	14 416,6	865,9	90,9	16 196,6	963,7	118,1	3,6	41,6	1,8
	Juin	16 623,8	848,3	30,9	14 439,0	796,4	22,3	16 213,8	893,3	22,9	3,9	49,0	3,2
	Juillet	16 745,8	852,7	-31,3	14 428,7	824,9	-10,9	16 225,3	906,8	-11,7	3,7	13,8	2,4
	Août	16 774,4	805,8	28,9	14 459,5	771,8	31,0	16 232,8	857,7	18,7	3,2	47,4	2,4
	Septembre	16 813,3	1 001,1	37,8	14 472,3	925,7	13,1	16 285,5	1 026,2	15,1	3,3	67,6	3,1
	Octobre	.	.	.	14 550,6	992,0	79,0	16 328,8	1 085,1	69,4	3,4	59,2	3,5
	Novembre	.	.	.	14 645,9	1 009,4	93,0	16 455,9	1 121,0	96,2	2,5	7,3	3,1
<b>Long terme</b>													
2010	Novembre	14 898,4	337,5	146,7	12 798,1	321,0	161,6	14 386,8	359,5	186,8	4,8	111,3	5,5
	Décembre	14 856,7	186,8	-39,1	12 774,2	179,6	-21,3	14 339,4	193,8	-41,1	4,8	19,4	5,6
2011	Janvier	14 920,1	308,9	64,9	12 823,2	278,0	50,5	14 386,7	320,1	67,4	4,8	97,2	6,2
	Février	15 025,6	284,3	105,7	12 918,3	253,2	95,5	14 474,3	285,2	92,1	5,0	42,8	5,6
	Mars	15 036,6	305,4	11,6	12 936,0	269,2	18,2	14 468,2	303,5	15,6	4,3	21,2	5,1
	Avril	15 089,5	302,7	53,1	13 000,2	278,4	64,5	14 514,4	308,9	67,8	4,3	48,4	4,8
	Mai	15 165,6	275,8	75,0	13 067,9	243,4	66,5	14 620,1	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
	Juin	15 216,9	255,5	50,8	13 117,4	224,3	49,0	14 668,6	253,1	52,0	4,6	42,2	3,7
	Juillet	15 345,5	203,1	-21,1	13 105,9	191,7	-13,8	14 678,1	213,3	-13,4	4,4	25,3	2,7
	Août	15 338,8	120,6	-6,4	13 105,0	112,0	-1,0	14 658,1	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
	Septembre	15 335,0	228,0	-3,4	13 099,2	189,8	-5,3	14 693,2	213,9	2,3	4,0	49,1	2,9
	Octobre	.	.	.	13 179,0	251,1	81,7	14 739,6	268,2	70,2	4,0	74,2	3,2
	Novembre	.	.	.	13 262,6	189,6	81,7	14 855,2	210,2	88,5	3,3	5,6	3,1

**G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro**  
(montants en milliards d'euros)

- Total des émissions brutes (échelle de droite)
- ... Encours total (échelle de gauche)
- Encours en euros (échelle de gauche)



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

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

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

**1. Encours et émissions brutes**

	Encours						Émissions brutes <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (Euro- système inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Euro- système 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
Total												
2009	15 287	5 371	3 226	803	5 418	469	1 126	734	68	80	215	29
2010	15 879	5 246	3 296	851	5 932	554	1 007	625	80	69	205	29
2010 T4	15 879	5 246	3 296	851	5 932	554	978	566	110	63	206	32
2011 T1	16 021	5 348	3 260	825	6 024	564	1 004	592	89	59	220	43
T2	16 214	5 364	3 254	833	6 167	597	931	551	85	60	192	43
T3	16 285	5 425	3 239	855	6 160	607	930	579	78	60	180	33
2011 Août	16 233	5 393	3 231	847	6 165	597	858	572	57	52	145	32
Septembre	16 285	5 425	3 239	855	6 160	607	1 026	633	92	65	202	34
Octobre	16 329	5 412	3 269	860	6 181	607	1 085	627	144	86	197	31
Novembre	16 456	5 453	3 283	870	6 229	621	1 121	729	104	63	181	45
Court terme												
2009	1 639	733	90	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1 540	572	122	67	724	54	758	534	34	57	115	19
2010 T4	1 540	572	122	67	724	54	716	484	38	52	117	25
2011 T1	1 553	618	113	71	700	52	701	462	41	49	118	30
T2	1 545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
T3	1 592	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 Août	1 575	604	117	82	707	64	736	516	41	51	104	24
Septembre	1 592	613	113	83	712	72	812	555	54	56	120	28
Octobre	1 589	625	109	83	703	70	817	544	68	73	109	24
Novembre	1 601	651	108	82	686	74	911	665	66	54	95	31
Long terme <sup>2)</sup>												
2009	13 648	4 638	3 136	731	4 704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14 339	4 674	3 174	784	5 207	499	248	91	46	12	90	9
2010 T4	14 339	4 674	3 174	784	5 207	499	262	83	72	11	89	8
2011 T1	14 468	4 730	3 148	754	5 325	512	303	130	48	10	102	13
T2	14 669	4 781	3 130	761	5 465	532	276	111	54	9	90	12
T3	14 693	4 812	3 126	772	5 448	535	183	67	36	7	66	7
2011 Août	14 658	4 789	3 113	765	5 458	533	122	56	17	1	41	8
Septembre	14 693	4 812	3 126	772	5 448	535	214	78	38	9	82	6
Octobre	14 740	4 788	3 160	777	5 478	537	268	84	76	13	88	7
Novembre	14 855	4 802	3 175	788	5 544	547	210	64	38	9	85	13
dont : long terme à taux fixe												
2009	8 816	2 563	1 043	598	4 261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9 481	2 634	1 103	670	4 697	377	156	50	13	10	77	6
2010 T4	9 481	2 634	1 103	670	4 697	377	142	43	19	11	65	5
2011 T1	9 640	2 700	1 111	655	4 787	387	195	78	12	8	87	9
T2	9 865	2 743	1 144	665	4 912	401	173	62	20	8	74	8
T3	9 887	2 773	1 150	677	4 887	400	112	35	8	6	58	5
2011 Août	9 850	2 748	1 143	671	4 889	399	67	27	4	0	31	5
Septembre	9 887	2 773	1 150	677	4 887	400	144	47	10	8	75	3
Octobre	9 891	2 758	1 145	682	4 903	403	132	48	4	11	66	4
Novembre	9 971	2 764	1 146	691	4 962	407	117	28	7	9	64	8
dont : long terme à taux variable												
2009	4 382	1 786	2 016	123	372	85	62	28	25	1	6	2
2010	4 387	1 760	1 966	108	432	121	78	34	29	1	10	4
2010 T4	4 387	1 760	1 966	108	432	121	102	33	44	1	22	2
2011 T1	4 335	1 741	1 920	94	458	123	87	42	29	1	11	4
T2	4 303	1 765	1 841	91	477	129	82	42	22	1	13	4
T3	4 301	1 767	1 819	90	491	133	56	26	21	0	5	3
2011 Août	4 292	1 765	1 816	90	490	132	41	22	8	0	8	3
Septembre	4 301	1 767	1 819	90	491	133	55	26	24	0	3	3
Octobre	4 343	1 754	1 863	90	503	133	121	27	70	2	20	3
Novembre	4 371	1 762	1 873	92	507	138	80	28	27	1	19	5

Source : BCE

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

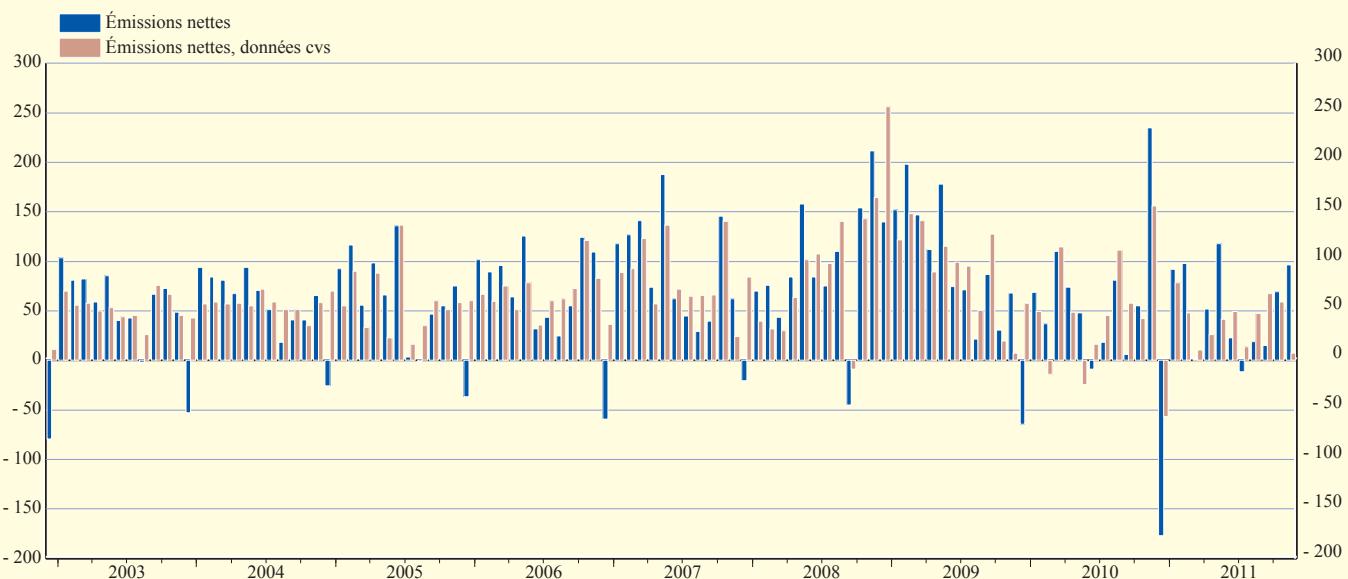
2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

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

**2. Émissions nettes**

	Données brutes <sup>1)</sup>						Données cvs <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (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
2009	89,6	10,2	21,7	8,6	44,9	4,2	89,4	10,1	21,6	8,3	45,2	4,2
2010	45,6	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	5,0	5,0	31,8	5,1
2010 T4	37,7	-19,9	25,5	1,5	22,9	7,7	47,0	-4,5	-1,4	4,3	44,0	4,6
2011 T1	63,6	43,0	-20,4	4,2	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,7	16,7	5,9
T2	64,4	4,9	-1,9	2,8	47,5	11,0	39,0	0,5	-7,0	-0,2	34,2	11,5
T3	7,4	12,6	-8,0	4,5	-3,8	2,0	42,9	20,1	7,3	6,3	5,6	3,7
2011 Août	18,7	27,2	-24,3	1,3	4,8	9,6	47,4	33,3	-18,0	8,4	10,1	13,6
Septembre	15,1	13,6	0,6	3,5	-8,9	6,3	67,6	31,9	42,5	4,8	-20,2	8,6
Octobre	69,4	1,5	34,2	8,3	23,2	2,2	59,2	9,4	12,9	7,4	35,1	-5,7
Novembre	96,2	25,6	8,0	6,4	45,1	11,2	7,3	18,1	-35,2	5,6	8,1	10,7
							Long terme					
2009	90,2	14,9	24,7	12,8	33,0	4,8	90,3	15,1	24,6	12,8	33,0	4,8
2010	54,1	1,8	2,1	5,4	41,3	3,5	54,5	1,9	2,3	5,4	41,4	3,5
2010 T4	70,4	-5,3	16,4	3,0	53,1	3,3	65,6	8,2	-8,7	4,4	58,8	2,9
2011 T1	58,4	27,4	-16,6	2,3	40,5	4,9	53,7	17,1	-1,6	2,5	31,2	4,6
T2	66,6	16,6	-5,6	2,4	46,7	6,5	35,1	5,5	-9,9	-0,6	35,1	5,0
T3	-6,9	2,8	-4,3	0,9	-6,9	0,6	34,3	10,7	9,5	2,3	9,1	2,7
2011 Août	-9,6	0,8	-21,9	-1,3	9,0	3,9	28,4	10,2	-13,0	4,6	20,9	5,7
Septembre	2,3	6,9	5,2	2,6	-13,4	1,0	49,1	21,7	41,5	0,6	-16,9	2,2
Octobre	70,2	-10,8	38,1	8,4	31,4	3,1	74,2	-3,9	21,2	9,4	45,2	2,3
Novembre	88,5	1,4	8,6	6,7	63,4	8,4	5,6	5,7	-35,8	6,2	21,0	8,4

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



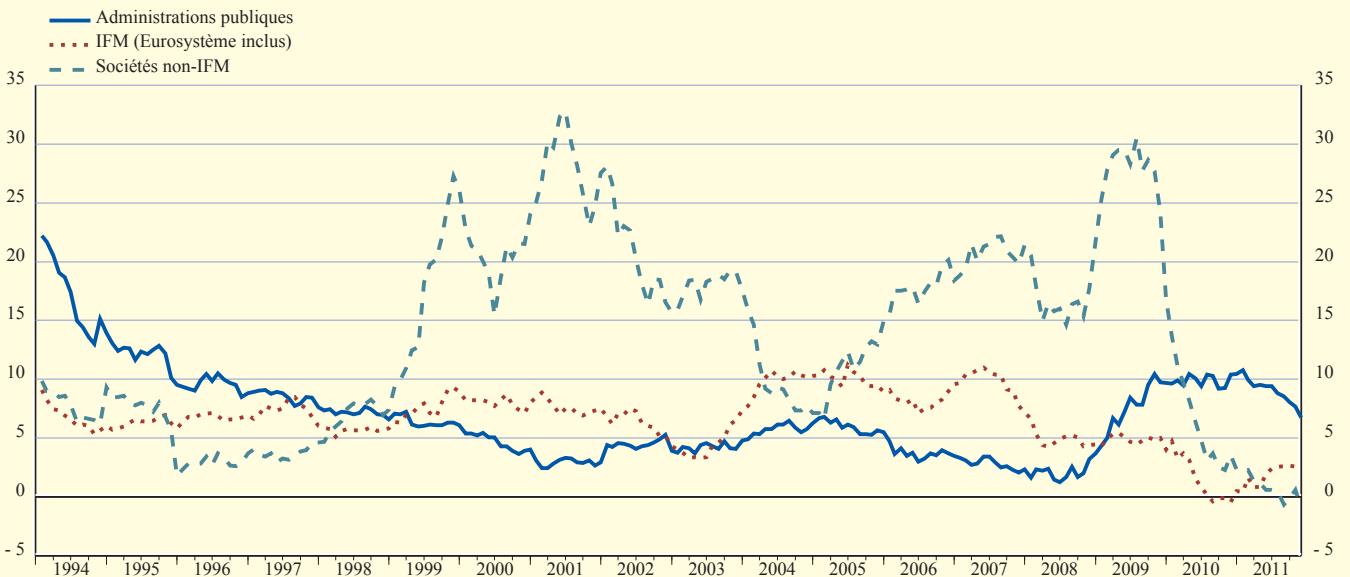
Source : BCE

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

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

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010 Novembre	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,8	5,5	0,5	4,9	4,9	9,7	19,1
Décembre	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,5	0,6	3,2	6,8	8,0	13,3
2011 Janvier	3,7	0,0	1,8	7,1	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,8	7,3	10,9
Février	4,1	1,6	2,3	5,4	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,0	6,4	9,4
Mars	3,4	0,8	1,3	4,7	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
Avril	3,2	0,4	1,2	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
Mai	3,6	1,7	0,4	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
Juin	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
Juillet	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	15,9
Août	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
Septembre	3,3	2,3	-0,4	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,1	4,4	4,0	16,8
Octobre	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,9	3,5	2,9	0,8	6,9	4,2	12,9
Novembre	2,5	3,1	-1,9	5,0	3,0	13,6	3,1	3,2	0,0	6,3	3,4	11,1
							Long terme					
2010 Novembre	4,8	-0,5	2,1	9,6	10,4	10,9	5,5	0,4	4,1	7,3	10,4	13,0
Décembre	4,8	0,5	0,8	8,8	10,5	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	6,8
2011 Janvier	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,4	10,9	7,5
Février	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,0	10,0	8,5
Mars	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-1,9	5,6	11,0	9,4
Avril	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,5	4,0	10,0	8,7
Mai	4,5	2,0	-0,5	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,8	3,1	7,9	11,0
Juin	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,2	1,5	7,8	11,9
Juillet	4,4	2,5	-0,5	4,7	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
Août	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,1	-3,9	2,9	6,8	12,1
Septembre	4,0	2,7	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,3	5,0	9,3
Octobre	4,0	2,5	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,4	3,1	5,3	8,5
Novembre	3,3	2,7	-2,0	4,0	6,4	10,0	3,1	1,8	0,6	4,9	4,9	9,1

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



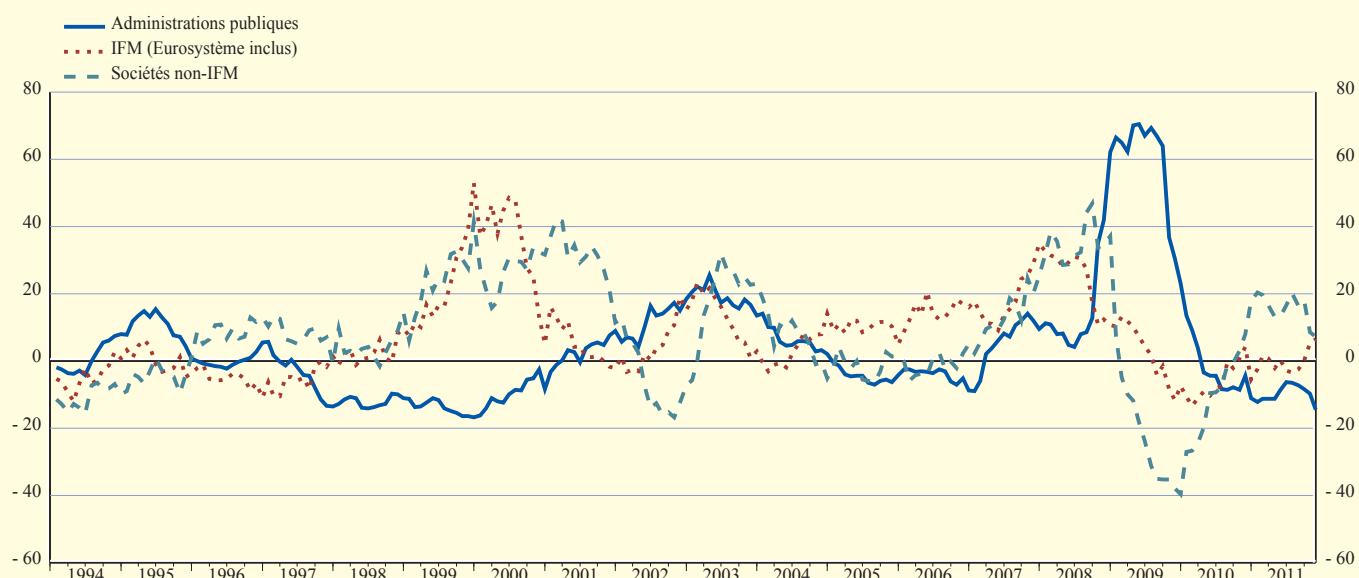
Source : BCE

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

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

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			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
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Toutes devises confondues												
2009	9,5	7,1	17,3	25,3	8,0	5,4	12,2	1,7	36,9	-1,8	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 T4	7,0	2,8	3,2	12,4	9,8	7,2	-0,2	-3,3	-0,9	-1,0	12,1	25,7
2011 T1	6,9	3,4	3,2	9,2	9,7	5,6	0,5	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
T2	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,4	-2,1	-4,5	-1,5	23,5	18,4
T3	6,6	6,2	4,3	5,2	7,4	8,9	-1,4	-1,4	-7,6	-2,3	25,7	13,0
2011 Juin	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	8,6	-0,7	-1,2	-6,2	-1,9	25,7	12,3
Juillet	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	9,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,8	24,4	12,7
Août	6,5	6,3	3,9	5,2	7,2	9,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,2	25,6	13,4
Septembre	6,1	6,3	4,6	4,3	6,4	8,3	-1,4	-1,2	-8,1	-3,7	28,3	13,4
Octobre	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,5	-1,0	-5,9	-2,9	25,8	12,7
Novembre	5,2	5,1	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,6	0,0	-7,4	-2,3	14,6	15,1
En euros												
2009	10,0	9,0	20,4	23,6	8,3	4,4	14,7	3,9	39,3	-2,3	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,2
2010 T4	7,2	1,6	4,2	12,8	10,0	6,6	0,1	-2,4	-1,3	-1,5	12,3	26,5
2011 T1	7,0	2,2	3,4	9,5	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
T2	6,6	3,8	4,1	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,6	-2,6	23,5	18,1
T3	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,1	-0,2	-8,3	-3,4	25,6	11,1
2011 Juin	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	8,1	0,0	0,1	-6,0	-2,4	25,5	10,6
Juillet	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	8,4	-1,2	-0,2	-8,2	-3,2	24,3	10,7
Août	6,6	5,6	4,0	6,0	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,6	25,6	11,5
Septembre	6,1	5,7	4,5	4,8	6,6	8,4	-1,4	0,0	-9,4	-4,5	28,3	11,4
Octobre	5,8	5,4	3,4	4,5	6,4	8,2	0,0	0,5	-6,5	-3,9	25,6	11,0
Novembre	5,4	5,1	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,1	1,5	-7,9	-3,3	14,3	13,7

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



Source : BCE

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

#### 4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro<sup>1)</sup>

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

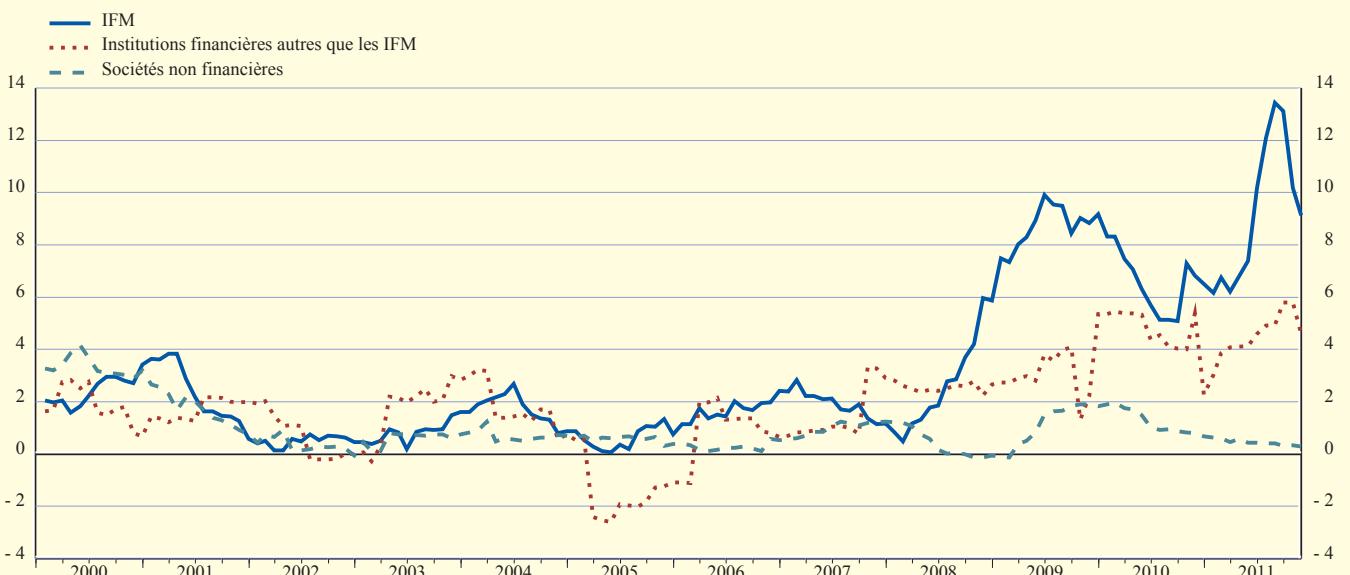
##### 1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009									
Novembre	4 079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3 195,7	1,9
Décembre	4 410,6	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3 493,7	1,8
2010									
Janvier	4 242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3 385,4	1,9
Février	4 161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3 323,0	2,0
Mars	4 474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3 565,5	1,8
Avril	4 409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3 555,0	1,7
Mai	4 093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3 324,9	1,5
Juin	4 054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3 292,7	1,0
Juillet	4 256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3 398,3	0,9
Août	4 121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3 327,5	0,9
Septembre	4 345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3 531,6	0,9
Octobre	4 531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3 683,1	0,8
Novembre	4 413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3 658,9	0,8
Décembre	4 596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3 803,8	0,7
2011									
Janvier	4 759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3 879,7	0,6
Février	4 845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3 931,9	0,6
Mars	4 767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3 912,5	0,5
Avril	4 891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4 022,8	0,6
Mai	4 777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3 945,4	0,4
Juin	4 722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3 880,6	0,4
Juillet	4 504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3 720,0	0,4
Août	3 975,4	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3 310,7	0,4
Septembre	3 749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3 134,2	0,3
Octobre	4 044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3 394,8	0,3
Novembre	3 893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3 291,3	0,3

#### G19 Taux de croissance annuels des actions cotées émises 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)

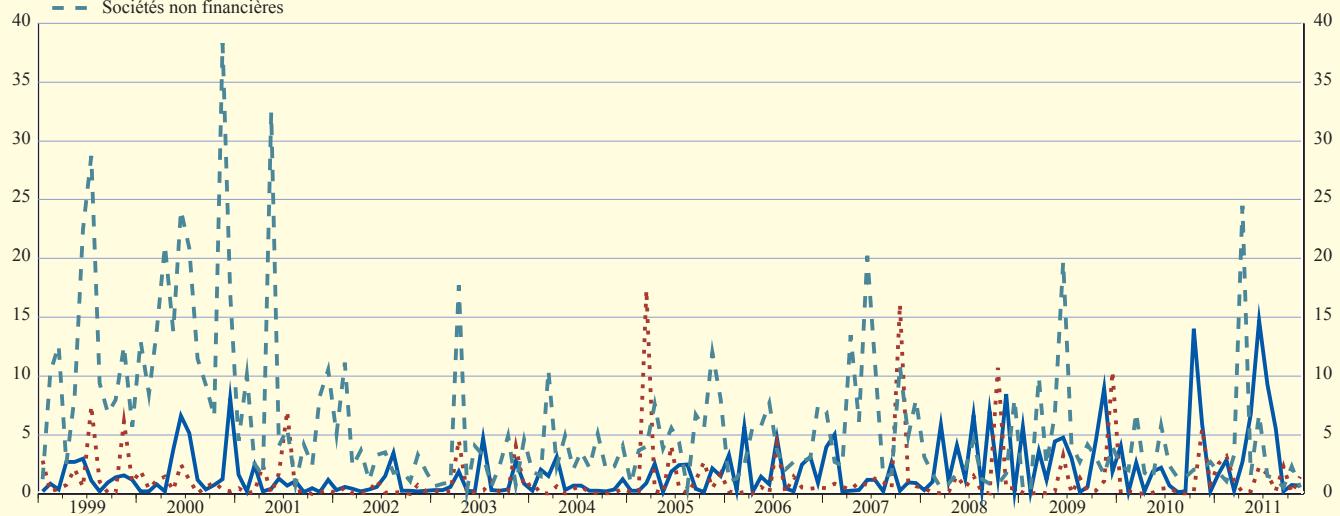
2. Opérations durant le mois

	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
2009 Novembre	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Décembre	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Janvier	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Février	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mars	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
Avril	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
Mai	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Juin	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Juillet	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
Août	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
Septembre	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Octobre	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Novembre	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Décembre	3,7	3,5	0,2	0,0	0,2	0,9	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Janvier	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Février	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mars	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Avril	27,3	18,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	24,5	18,5	6,0
Mai	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
Juin	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Juillet	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
Août	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
Septembre	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Octobre	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Novembre	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0

G20 Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs

(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois ; valeurs de marché)

IFM  
Institutions financières autres que les IFM  
Sociétés non financières



Source : BCE

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

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

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

	Dépôts à vue	Dépôts des ménages						Dépôts des sociétés non financières						Pensions	
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)</sup>			Dépôts à vue			Dépôts à terme				
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2011	Janvier	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02			
	Février	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04			
	Mars	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14			
	Avril	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30			
	Mai	0,49	2,52	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30			
	Juin	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47			
	Juillet	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41			
	Août	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42			
	Septembre	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47			
	Octobre	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65			
	Novembre	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,67	1,46	2,60	2,84	1,62			
	Décembre	0,54	2,78	3,20	3,05	1,81	1,97	0,65	1,50	2,80	2,90	1,39			

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit <sup>3)</sup>	Prêts à la consommation						Prêts au logement						Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes			
			Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>	Par périodes de fixation initiale du taux				TAEG <sup>4)</sup>	Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>	Par périodes de fixation initiale du taux		
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 10 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 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					
2011	Janvier	8,06	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08			
	Février	8,09	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30			
	Mars	8,04	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43			
	Avril	8,12	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53			
	Mai	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60			
	Juin	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62			
	Juillet	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60			
	Août	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39			
	Septembre	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20			
	Octobre	8,43	17,18	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16			
	Novembre	8,40	17,12	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,93	3,96	4,22	4,93	4,02			
	Décembre	8,38	17,08	5,27	6,44	7,64	7,16	3,48	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92			

### 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				
2011	Janvier	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85		
	Février	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75		
	Mars	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84			
	Avril	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15		
	Mai	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11		
	Juin	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00		
	Juillet	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24		
	Août	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,70	3,99	3,87	4,06		
	Septembre	4,55	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,74	3,63	3,64	3,74		
	Octobre	4,60	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,55	3,85	3,89	3,60	3,71		
	Novembre	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,66	4,26	2,81	3,69	3,51	3,92	3,60	3,71		
	Décembre	4,66	4,89	5,17	4,91	5,04	4,58	4,27	3,01	3,76	3,11	3,95	3,75	3,75		

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 dans l'ensemble des États membres participants.

3) Les facilités de remboursement différé sur cartes de crédit (crédits accordés à un taux d'intérêt de 0 % au cours de la période de facturation) sont exclues de cette catégorie d'instrument.

4) Le taux annuel effectif global (TAEG) correspond au coût total d'un prêt. Ce coût total comprend, outre le taux d'intérêt, tous les autres coûts afférents au prêt tels que les frais de recherche de renseignements, frais administratifs, frais de préparation des documents et garanties.

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

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

	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions	
	Dépôts à vue <sup>2)</sup>	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis <sup>2),3)</sup>		Dépôts à vue <sup>2)</sup>	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	
2011										
Janvier	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55	
Février	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,80	3,09	1,59	
Mars	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65	
Avril	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72	
Mai	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76	
Juin	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93	
Juillet	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94	
Août	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97	
Septembre	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07	
Octobre	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15	
Novembre	0,55	2,69	2,80	1,80	1,96	0,67	2,17	3,16	2,24	
Décembre	0,54	2,72	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37	

##### 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
2011									
Janvier	3,70	3,80	3,80	7,85	6,40	5,18	3,59	3,44	3,42
Février	3,68	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
Mars	3,72	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
Avril	3,82	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
Mai	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Juin	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Juillet	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Août	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Septembre	4,13	3,80	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,74
Octobre	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,87	3,74
Novembre	4,12	3,77	3,91	8,09	6,45	5,34	4,20	3,90	3,76
Décembre	4,12	3,75	3,89	8,11	6,42	5,31	4,26	3,87	3,72

##### G21 Nouveaux dépôts à terme

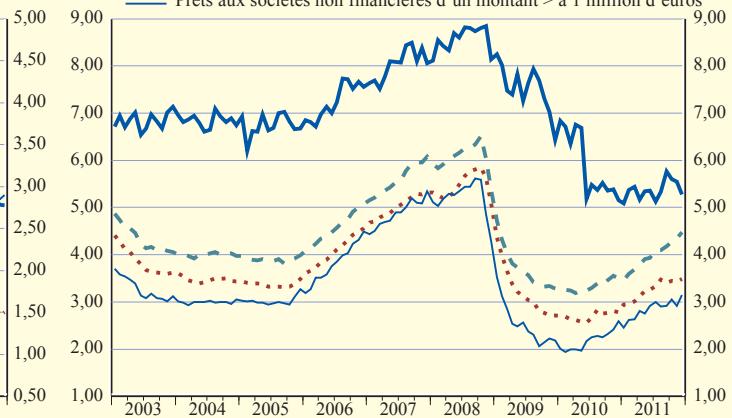
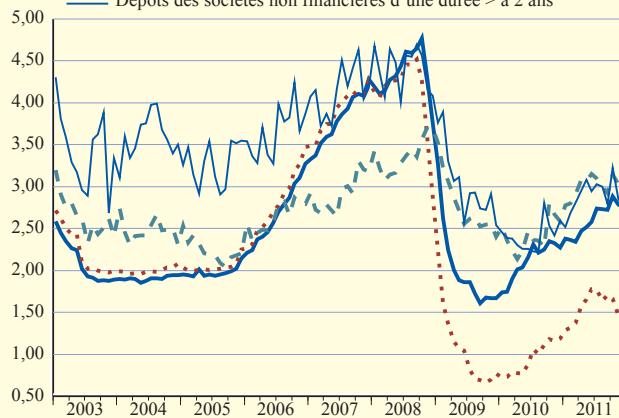
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)

##### G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an

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

- 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

- 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

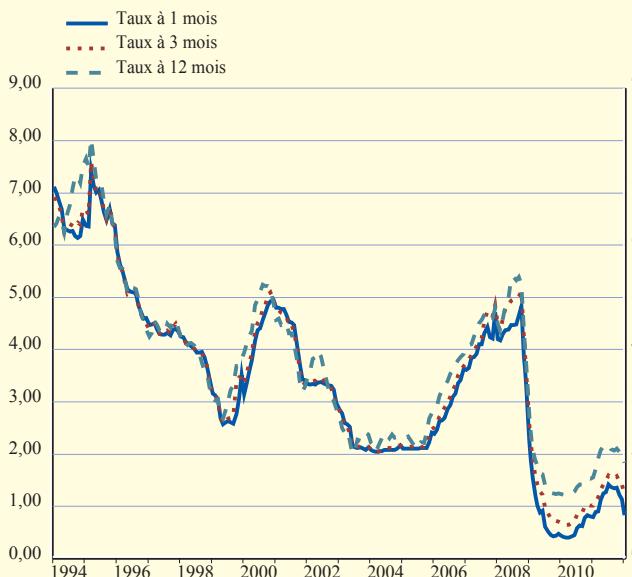
#### 4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1), 2)</sup>					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5		
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2010 T4	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 T1	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
T2	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
T3	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
T4	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2011 Janvier	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
Février	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
Mars	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
Avril	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
Mai	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Juin	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Juillet	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Août	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Septembre	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Octobre	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Novembre	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Décembre	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Janvier	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20

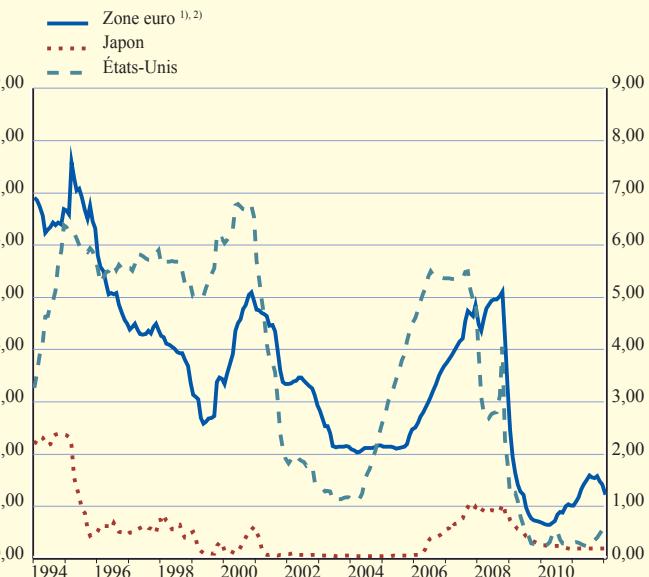
#### G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro <sup>1), 2)</sup>

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



#### G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE

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

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

4.7 Courbes des taux de la zone euro <sup>1)</sup>

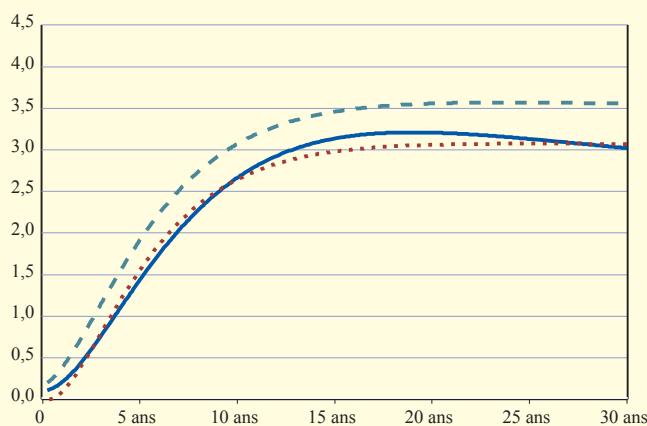
(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
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
2010 T4	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 T1	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
T2	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
T3	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
T4	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 Janvier	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
Février	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
Mars	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
Avril	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
Mai	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Juin	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Juillet	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
Août	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
Septembre	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Octobre	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
Novembre	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Décembre	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 Janvier	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26

G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro <sup>2)</sup>

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)

- Janvier 2012
- Décembre 2011
- - - Novembre 2011

G26 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro <sup>2)</sup>

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

- Taux à 1 an
- Taux à 10 ans
- - - Écart de rendement 10 ans – 3 mois
- Écart de rendement 10 ans – 2 ans



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

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

2) Les données se rapportent aux emprunts publics de la zone euro notés AAA.

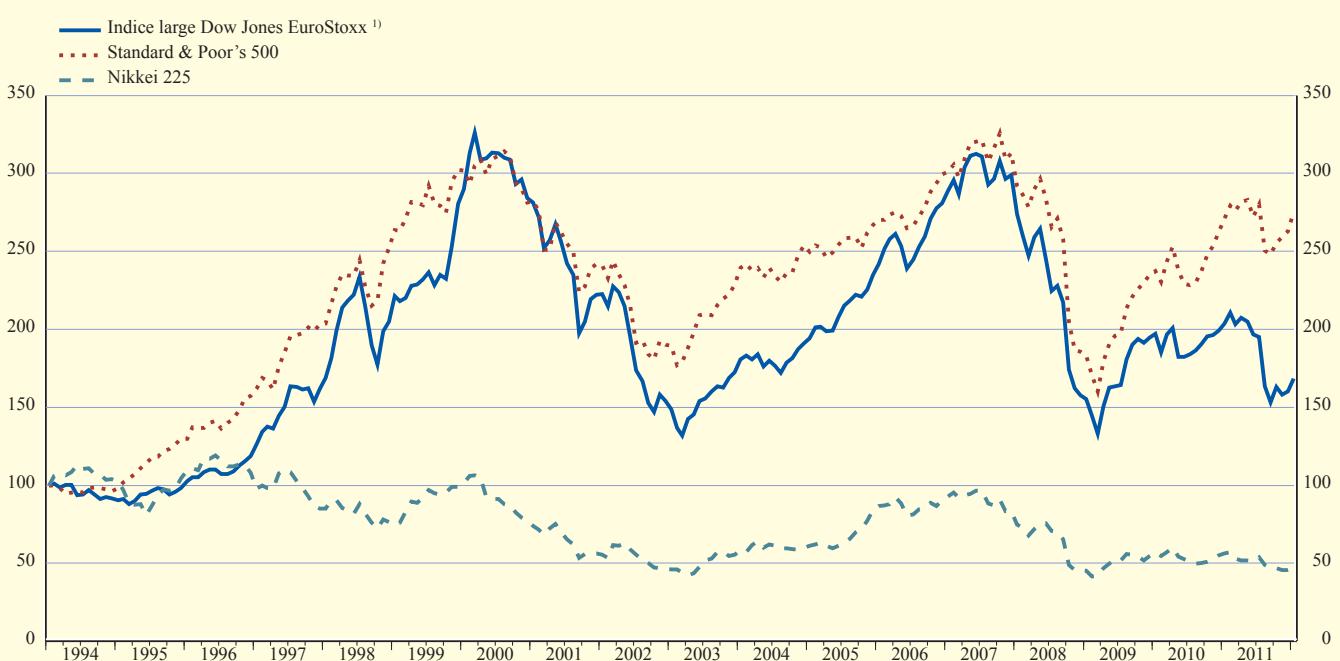
## 4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx <sup>1)</sup>												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
2009	234,2	2 521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9 321,6		
2010	265,5	2 779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1 140,0	10 006,5		
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		
2010 T4	273,4	2 817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1 204,6	9 842,4		
2011 T1	285,5	2 932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1 302,5	10 285,3		
T2	281,2	2 862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1 318,3	9 609,4		
T3	236,0	2 381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1 225,3	9 246,3		
T4	222,4	2 277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1 225,7	8 580,6		
2011 Janvier	282,8	2 900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1 282,6	10 449,5		
Février	292,3	3 015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1 321,1	10 622,3		
Mars	281,9	2 890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1 304,5	9 852,4		
Avril	287,5	2 947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1 331,5	9 644,6		
Mai	284,0	2 885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1 338,3	9 650,8		
Juin	272,9	2 766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1 287,3	9 541,5		
Juillet	270,5	2 743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1 325,2	9 996,7		
Août	226,9	2 297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1 185,3	9 072,9		
Septembre	212,6	2 124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1 173,9	8 695,4		
Octobre	226,1	2 312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1 207,2	8 733,6		
Novembre	219,2	2 239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1 226,4	8 506,1		
Décembre	222,2	2 283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1 243,3	8 506,0		
2012 Janvier	233,4	2 382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1 300,6	8 616,7		

## 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<sup>1)</sup>

Indice : 2005 = 100	Total			Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés <sup>2)</sup>	
	Total	Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global	Prix administrés
% du total en 2011	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	—	—	—	—	—	3,4
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	—	—	—	—	—	0,1
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	—	—	—	—	—	1,6
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	—	—	—	—	—	2,6
2010 T4	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,4	0,3	2,0	0,4
2011 T1	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	-0,1	6,3	0,5
T2	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,4	0,5	2,8	0,6
T3	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5
T4	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,0	0,9	1,1	1,5	0,3
2011 Août	112,6	2,5	1,5	3,0	1,9	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2	0,2
Septembre	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,1
Octobre	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,6	0,1
Novembre	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1
Décembre	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2
2012 Janvier <sup>3)</sup>		2,7									2,7

	Biens			Services						Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports		Communications		Services de loisirs et personnels	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers							
% du total en 2011	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0		
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5		
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1		
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		
2010 T4	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5		
2011 T1	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9		
T2	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1		
T3	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,2	-1,8	2,2	2,1		
T4	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1		
2011 Juillet	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0		
Août	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,2	2,1		
Septembre	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2		
Octobre	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0		
Novembre	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,2	2,2		
Décembre	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3		

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 empiriques ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>)
- 3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie

## 5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier résidentiel

	Prix à la production hors construction											Construction <sup>1)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>2)</sup>		
	Total (indice : 2005 = 100)	Total Secteur manufacturier	Industrie hors construction et énergie						Énergie						
			Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation									
% du total en 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12		
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9			
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,1			
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1			
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9					
2010 T4	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9			
2011 T1	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0			
T2	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1			
T3	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	1,0			
T4	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4					
2011 Juillet	118,9	6,1	5,8	4,0	6,1	1,5	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-			
Août	118,7	5,8	5,5	3,8	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-			
Septembre	119,0	5,8	5,4	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-			
Octobre	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,5	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-			
Novembre	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,4	-	-			
Décembre	119,2	4,3	3,7	2,6	2,8	1,5	3,1	2,3	3,2	9,5	-	-			

### 3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole <sup>3)</sup> (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Déflateur du PIB						Exporta- tions <sup>6)</sup>	Imports- tations <sup>6)</sup>			
		Pondération fondée sur les importations <sup>4)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>5)</sup>			Total (indice (cvs) : 2000 = 100)	Total	Demande intérieure			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Forma- tion brute de capital fixe		
		Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique						
% 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		
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9			
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,5	-3,3	-5,9			
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,8	1,1	2,7	4,9			
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5											
2010 T4	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,2	0,9	1,8	2,1	0,6	1,5	3,9	6,2			
2011 T1	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,7	1,1	2,3	2,5	0,6	2,0	4,7	7,7			
T2	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,1	1,2	2,1	2,7	0,8	1,6	3,2	5,3			
T3	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,6	0,8	1,6	2,8	4,8			
T4	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0											
2011 Août	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-			
Septembre	79,8	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-			
Octobre	78,9	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-			
Novembre	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-			
Décembre	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-			
2012 Janvier	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-			

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (colonne 7 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 8 à 15 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données de Thomson Reuters (colonne 1 du tableau 3 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 12 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 2 à 7 du tableau 3 de la section 5.1).

1) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle

2) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails)

3) Brent Blend (livraisons à terme à un mois)

4) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006. Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails)

6) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

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

4. Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail  
(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2000 = 100)	Total	Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de services
			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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup>													
2009	110,0	4,0	-0,6	8,9	5,4	5,3	-0,3	-2,7	-3,7	5,4	2,7	1,9	
2010	109,1	-0,8	-1,4	-5,8	1,6	-1,9	-0,9	0,3	2,6	1,5	1,1	1,7	
2010 T4	109,4	-0,3	-0,9	-4,0	0,0	-1,2	-0,2	0,9	2,8	2,2	1,3	2,0	
2011 T1	109,6	0,2	0,8	-1,4	0,0	-1,2	1,8	2,8	4,4	3,0	0,8	2,3	
T2	110,3	1,2	-0,1	0,6	0,1	0,0	3,2	3,7	3,5	3,2	0,6	3,3	
T3	110,2	1,3	-1,2	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,5	3,3	3,1	0,8	3,6	
Rémunération par tête													
2009	109,8	1,4	1,2	-0,6	5,5	1,4	1,3	0,8	-0,4	0,9	2,7	1,7	
2010	111,5	1,6	1,5	3,6	1,0	1,3	2,5	2,0	3,5	1,3	0,8	1,1	
2010 T4	112,4	1,6	2,7	3,7	1,0	1,5	3,0	1,4	3,4	1,7	0,8	0,5	
2011 T1	113,4	2,4	4,4	4,4	4,5	2,0	2,1	2,0	2,4	2,7	1,2	1,2	
T2	114,0	2,5	3,4	4,7	2,6	1,8	2,4	3,1	2,3	2,7	1,3	2,1	
T3	114,2	2,4	3,4	3,2	2,9	2,3	2,7	2,9	3,6	2,7	1,6	2,1	
Productivité par personne employée <sup>2)</sup>													
2009	99,8	-2,5	1,8	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,6	3,4	-4,2	0,0	-0,2	
2010	102,2	2,4	3,0	10,1	-0,6	3,3	3,5	1,8	1,0	-0,1	-0,3	-0,5	
2010 T4	102,7	1,9	3,6	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,4	-0,5	-1,4	
2011 T1	103,5	2,2	3,5	5,9	4,6	3,2	0,3	-0,8	-1,9	-0,2	0,4	-1,1	
T2	103,4	1,3	3,6	4,1	2,5	1,8	-0,7	-0,5	-1,2	-0,5	0,8	-1,2	
T3	103,6	1,0	4,7	3,1	3,7	0,6	-0,8	1,4	0,3	-0,3	0,7	-1,5	
Rémunération par heure travaillée													
2009	112,1	3,3	2,2	3,9	7,3	2,7	1,8	2,7	1,4	2,5	3,0	3,1	
2010	113,3	1,0	-0,1	1,1	1,2	1,1	1,9	1,7	2,5	0,6	0,7	1,8	
2010 T4	114,3	1,6	1,2	1,4	1,8	2,0	3,4	2,2	3,2	1,5	1,0	1,2	
2011 T1	114,7	1,8	-0,3	2,0	3,2	2,3	1,8	2,0	1,6	2,4	0,9	1,1	
T2	115,7	2,5	2,1	3,9	3,1	2,4	2,7	3,5	4,5	2,9	1,1	1,9	
T3	115,5	2,1	1,1	2,6	3,3	2,4	2,0	3,3	4,5	2,2	1,3	1,5	
Productivité horaire du travail <sup>3)</sup>													
2009	102,2	-0,8	2,7	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2	
2010	104,2	1,9	2,8	7,5	-0,8	2,8	3,0	1,2	-0,5	-0,8	-0,5	0,1	
2010 T4	104,8	1,8	3,2	5,7	1,5	3,0	3,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7	
2011 T1	105,0	1,6	1,2	3,5	3,0	3,3	0,1	-1,0	-2,5	-0,3	0,1	-0,9	
T2	105,3	1,3	4,5	3,1	2,6	2,2	-0,7	-0,3	0,6	-0,2	0,5	-1,1	
T3	105,2	0,8	5,7	2,4	3,2	0,4	-1,7	1,6	0,8	-0,7	0,5	-2,3	

5. Indices de coûts de main-d'œuvre<sup>3)</sup>

	Total (indice (cvs) : 2008 = 100)	Total	Par composante		Par activités économiques			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>4)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2009	102,7	2,7	2,6	3,0	3,0	3,7	2,4	2,6
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	1,7
2010 T4	105,1	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	1,6
2011 T1	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	1,8
T2	107,2	3,2	3,3	3,7	4,2	2,5	2,9	1,9
T3	107,4	2,7	2,6	3,2	2,9	2,5	2,7	2,1

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (tableau 4 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 8 du tableau 5 de la section 5.1)

1) Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié

2) PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées)

3) Indices de coûts horaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, hors agriculture, administration publique, enseignement, santé et services non classés ailleurs. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.

4) Données empiriques (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails)

## 5.2 Production et demande

### 1. PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	PIB						Solde extérieur <sup>1)</sup>		
		Total	Demande intérieure			Formation brute de capital fixe	Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>
			Consommation privée	Consommation publique						
Prix courants (montants en milliards d'euros)										
2007	9 030,2	8 897,4	5 050,0	1 805,3	1 965,3	76,7	132,8	3 749,6	3 616,8	
2008	9 244,3	9 158,9	5 207,0	1 898,9	1 989,8	63,2	85,3	3 882,1	3 796,8	
2009	8 930,8	8 812,7	5 127,1	1 986,9	1 741,4	-42,7	118,1	3 273,6	3 155,5	
2010	9 161,5	9 045,8	5 261,2	2 013,8	1 751,0	19,9	115,6	3 748,4	3 632,7	
2010 T3	2 300,7	2 268,3	1 319,4	504,3	440,7	3,9	32,4	958,8	926,4	
T4	2 309,8	2 282,7	1 333,1	504,5	440,0	5,1	27,1	978,4	951,2	
2011 T1	2 337,7	2 315,1	1 342,5	507,6	451,3	13,6	22,6	1 009,7	987,0	
T2	2 350,8	2 321,9	1 346,5	507,5	453,3	14,6	28,9	1 024,6	995,7	
T3	2 362,6	2 327,0	1 354,3	508,3	453,2	11,1	35,7	1 042,4	1 006,7	
en pourcentage du PIB										
2010	100,0	98,7	57,4	22,0	19,1	0,2	1,3	-	-	
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)										
glissement trimestriel en pourcentage										
2010 T3	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2	-	-	2,1	1,7	
T4	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,4	-	-	1,5	1,3	
2011 T1	0,8	0,5	0,0	0,2	1,8	-	-	1,8	1,1	
T2	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,5	
T3	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,8	
variations annuelles en pourcentage										
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,2	
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9	
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,5	-12,0	-	-	-12,8	-11,7	
2010	1,9	1,1	0,9	0,6	-0,6	-	-	11,5	9,7	
2010 T3	2,1	1,4	1,0	0,5	0,8	-	-	12,2	10,6	
T4	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	12,0	11,2	
2011 T1	2,4	1,6	0,9	0,5	3,6	-	-	10,4	8,5	
T2	1,6	0,7	0,2	0,1	1,6	-	-	6,8	4,6	
T3	1,3	0,4	0,0	0,0	1,3	-	-	5,8	3,7	
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage										
2010 T3	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-	
T4	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	-	-	
2011 T1	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	0,0	0,3	-	-	
T2	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	-	-	
T3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-	
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage										
2007	3,0	2,8	1,0	0,4	1,0	0,3	0,2	-	-	
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-	
2009	-4,3	-3,7	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-	
2010	1,9	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,8	-	-	
2010 T3	2,1	1,3	0,6	0,1	0,2	0,5	0,7	-	-	
T4	2,0	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,5	-	-	
2011 T1	2,4	1,6	0,5	0,1	0,7	0,3	0,8	-	-	
T2	1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-	
T3	1,3	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,9	-	-	

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

### 2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique (données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	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	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2007	8 071,4	144,0	1 650,2	538,6	1 550,5	352,6	393,8	889,7	821,5	1 449,8	280,7	958,8
2008	8 299,0	142,0	1 652,6	560,8	1 597,8	358,5	384,9	930,3	859,4	1 520,7	291,9	945,3
2009	8 037,8	125,5	1 465,4	537,3	1 517,8	360,5	427,3	904,4	817,8	1 581,9	300,1	893,0
2010	8 222,5	137,4	1 550,9	512,8	1 561,4	357,7	437,5	922,3	830,6	1 609,2	302,7	938,9
2010 T3	2 063,8	35,0	390,3	128,5	392,2	89,6	109,9	231,9	208,9	401,8	75,6	236,9
T4	2 072,8	35,1	395,3	127,2	395,1	88,9	108,5	234,4	209,8	402,1	76,1	237,1
2011 T1	2 096,0	36,7	402,4	130,9	401,6	88,8	108,1	234,9	210,8	405,2	76,6	241,7
T2	2 107,8	37,0	406,0	130,3	404,2	88,7	107,6	238,7	212,3	406,6	76,4	243,0
T3	2 119,8	35,7	412,1	130,5	405,1	88,7	109,2	240,7	213,3	407,4	77,1	242,8
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2010	100,0	1,7	18,9	6,2	19,0	4,4	5,3	11,2	10,1	19,6	3,7	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
glissement trimestriel en pourcentage												
2010 T3	0,4	-0,4	1,0	-0,8	1,1	0,2	-1,6	0,4	0,9	0,2	0,0	0,5
T4	0,3	0,6	1,3	-1,2	0,3	0,8	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2011 T1	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-0,8	1,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	1,0
T2	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,4
T3	0,1	0,3	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
variations annuelles en pourcentage												
2007	3,2	6,2	3,8	1,8	3,3	6,2	6,4	1,5	5,2	1,3	2,1	0,9
2008	0,6	2,1	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	2,0	1,5	-1,3
2009	-4,3	-0,4	-13,3	-6,8	-5,4	0,8	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,1
2010	2,0	2,1	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,4	1,7	0,8	0,1	1,0
2010 T3	2,1	1,2	6,2	-3,3	3,1	3,0	-1,0	0,7	2,4	0,8	0,1	2,1
T4	2,1	2,2	6,7	-2,9	2,9	2,7	-0,5	0,5	2,4	0,3	-0,5	1,3
2011 T1	2,2	1,0	5,7	0,7	3,4	1,0	-0,9	0,5	3,0	0,6	-0,1	3,7
T2	1,7	1,9	4,2	-0,8	2,7	0,5	-0,7	0,7	2,6	0,7	-0,9	1,0
T3	1,4	2,6	3,5	-0,6	1,7	0,4	1,5	0,3	1,8	0,6	-0,6	0,7
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2010 T3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	—
T4	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
2011 T1	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	—
T2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2007	3,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1	—
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	—
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,0	—
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	—
2010 T3	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	—
T4	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—
2011 T1	2,2	0,0	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	—
T2	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	—
T3	1,4	0,0	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	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 (indice (cvs) : 2005 = 100)	Secteur manufacturier	Total	Industrie hors construction et énergie			Biens de consommation			Énergie		
					Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation durables	Biens de consommation non durables					
% du total en 2005	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-2,4	106,5	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,0	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,1	
2009	-13,6	90,8	-14,8	-15,9	-16,0	-19,0	-20,9	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-7,8	
2010	4,1	97,5	7,4	7,8	7,8	10,1	9,1	3,4	2,5	3,5	3,8	-8,1	
2010 T4	4,5	100,1	8,0	8,4	8,5	7,9	13,9	3,0	2,0	3,1	4,9	-9,2	
2011 T1	4,6	101,1	6,6	8,2	8,2	9,0	13,2	1,4	2,9	1,2	-2,3	-2,3	
T2	2,2	101,3	4,2	5,4	5,5	4,3	9,4	2,3	1,1	2,4	-5,4	-4,9	
T3	3,6	101,8	4,0	4,9	4,9	3,8	9,8	0,9	1,9	0,8	-3,2	1,6	
2011 Juin	-0,3	100,8	2,8	3,6	3,4	3,1	7,0	0,4	-2,7	0,9	-3,7	-11,0	
Juillet	4,0	101,7	4,3	5,2	5,2	4,3	11,7	-0,2	4,3	-0,7	-4,1	2,4	
Août	5,3	102,9	6,0	7,1	7,2	5,4	12,9	3,0	3,0	3,1	-2,1	2,2	
Septembre	1,8	100,8	2,2	2,9	2,9	2,2	5,9	0,2	-1,0	0,3	-3,4	0,5	
Octobre	0,3	100,6	1,0	1,8	1,8	0,3	4,8	0,3	-3,1	0,9	-5,0	-2,4	
Novembre	0,2	100,7	0,1	1,0	1,1	-0,2	4,7	-1,5	-3,0	-1,2	-6,4	0,1	
glissement mensuel en pourcentage (données cvs)													
2011 Juin	-1,3	-	-0,7	-1,1	-0,8	-0,8	-1,5	-0,7	-2,6	-0,8	1,1	-1,2	
Juillet	1,6	-	0,8	0,7	0,8	0,6	2,8	-0,2	3,5	-0,7	0,2	1,7	
Août	0,9	-	1,2	1,5	1,1	1,4	2,2	0,9	-0,3	1,7	1,0	-0,2	
Septembre	-1,8	-	-2,0	-2,5	-1,7	-2,2	-3,8	-1,0	-3,4	-1,4	-1,7	-1,4	
Octobre	-0,4	-	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	0,9	-0,1	-1,1	0,4	-0,6	-1,4	
Novembre	0,3	-	0,1	0,1	-0,1	0,6	0,3	-0,6	-0,4	-0,8	-0,1	0,7	

### 4. Entrées de commandes et chiffre d'affaires dans l'industrie, ventes au détail et nouvelles immatriculations de voitures particulières

	Entrées de commandes dans l'industrie		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants								Nouvelles immatriculations de voitures particulières	
	Industrie manufacturière <sup>1)</sup> (à prix courants)	Industrie manufacturière (à prix courants)	Prix courants	Prix constants										
				Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total	Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires			Carburants		
									Textile, habillement, chaussures	Biens d'équipement des ménages				
% du total en 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,6	-2,5	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	-5,7	925	
2010	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,4	0,8	0,5	1,7	2,6	0,7	-2,9	843	
2011					1,6	100,8	-0,6	-0,9	-0,1				838	
2011 T1	112,1	18,6	114,6	13,7	2,1	101,3	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,3	867	
T2	114,5	11,6	114,7	9,8	1,7	100,9	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,6	825	
T3	111,2	5,4	115,2	8,8	1,7	100,9	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,2	824	
T4					0,9	100,2	-1,3	-1,1	-1,3				835	
2011 Juillet	112,9	8,9	115,4	9,8	1,7	101,0	-0,4	-2,4	1,7	2,3	1,5	-5,4	817	
Août	114,9	6,0	116,6	10,3	2,1	101,1	-0,1	0,1	0,4	-1,1	-1,3	-2,9	823	
Septembre	105,9	1,6	113,6	6,6	1,5	100,5	-1,2	-0,1	-1,9	-8,4	-0,4	-4,2	833	
Octobre	107,5	1,5	113,7	4,8	1,9	100,6	-0,7	-0,4	-1,0	-4,1	-0,4	-4,3	822	
Novembre	106,3	-2,5	114,6	3,8	1,0	100,2	-1,5	-1,5	-1,2	-4,4	-1,4	-3,7	827	
Décembre					0,0	99,8	-1,6	-1,3	-1,5				857	
													-1,1	
glissement mensuel en pourcentage (données cvs)														
2011 Août	-	1,7	-	1,1	0,1	-	0,0	0,3	-0,2	-1,5	-0,7	1,1	-	0,8
Septembre	-	-7,9	-	-2,6	-0,4	-	-0,6	0,1	-0,8	-4,2	0,0	-0,8	-	1,2
Octobre	-	1,5	-	0,1	0,6	-	0,1	0,1	0,3	2,0	0,1	-1,2	-	-1,3
Novembre	-	-1,1	-	0,8	-0,6	-	-0,4	-0,8	-0,1	-0,4	-0,7	-0,3	-	0,6
Décembre	-	-	-	-	-0,5	-	-0,4	-0,2	-0,1				-	3,6

Sources : Eurostat sauf les colonnes 13 et 14 du tableau 4 de la section 5.2 (qui comprennent les calculs de la BCE à partir de données de l'ACEA – Association des constructeurs européens d'automobiles)

1) Y compris les industries manufacturières travaillant essentiellement à partir de commandes, qui représentaient 61,2 % du total de l'industrie manufacturière en 2005.

2) Les chiffres annuels et trimestriels correspondent à la moyenne des données mensuelles pour la période de référence.

## 5.2 Production et demande

(soldes d'opinions<sup>1)</sup>, sauf indication contraire ; données cvs)

### 5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

Indicateur du climat économique <sup>2)</sup> (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier					Taux d'utilisation des capacités de production <sup>3)</sup> (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs															
	Indicateur de confiance des chefs d'entreprise				Total <sup>4)</sup>		Sélection financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois												
	Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production							1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1											
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7											
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1											
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2											
2010 T4	105,3	2,4	-9,8	-0,7	16,3	79,0	-10,8	-5,6	-9,2	21,4	-7,1											
2011 T1	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5											
T2	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3											
T3	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1											
T4	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,8	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8											
2011 Août	98,1	-2,9	-9,5	4,9	5,9	-	-16,8	-7,3	-23,5	25,7	-10,5											
Septembre	94,6	-6,0	-12,3	6,0	0,2	-	-19,3	-8,9	-27,3	30,0	-11,0											
Octobre	94,4	-6,6	-13,5	6,5	0,2	79,6	-20,1	-9,1	-28,7	32,7	-10,0											
Novembre	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2											
Décembre	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2											
2012 Janvier	93,4	-7,2	-16,8	6,5	1,8	79,9	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6											
Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail					Indicateur de confiance dans le secteur des services																
	Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois											
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22											
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7											
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5											
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0											
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,1	5,4	8,6											
2010 T4	-27,6	-36,5	-18,8	0,6	0,5	7,2	8,4	8,4	6,1	7,7	11,5											
2011 T1	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9											
T2	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6											
T3	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,6											
T4	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,8	3,4											
2011 Août	-26,0	-34,1	-17,9	-8,8	-7,8	13,6	-5,0	3,4	-0,2	3,6	6,9											
Septembre	-29,8	-37,2	-22,4	-9,9	-11,1	14,4	-4,1	-0,3	-3,7	0,3	2,4											
Octobre	-27,3	-33,6	-21,1	-9,9	-12,3	13,7	-3,8	-0,2	-3,8	-0,9	4,0											
Novembre	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8											
Décembre	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,7	3,3											
2012 Janvier	-28,3	-33,6	-23,0	-15,5	-18,3	16,1	-12,0	-0,6	-7,3	0,5	4,9											

Source : Commission européenne (DG Affaires économiques et financières)

1) Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives

2) L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans les secteurs des services, de la construction et du commerce de détail ; l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période 1990-2010.

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<sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

#### 1. Emploi

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Personnes employées													
niveaux (en milliers)													
2010	146 433	125 205	21 228	5 087	23 079	10 302	35 740	3 959	4 142	1 289	17 595	34 497	10 743
en pourcentage du nombre total de personnes employées													
2010	100,0	85,5	14,5	3,5	15,8	7,0	24,4	2,7	2,8	0,9	12,0	23,6	7,3
variation annuelle en pourcentage													
2008	0,8	1,0	-0,3	-1,8	0,2	-2,2	0,9	1,0	0,3	1,3	3,3	1,2	1,2
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,8	-0,8	0,1	-2,7	-2,5	1,4	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,2	-3,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	1,8	1,1	0,7
2010 T4	0,1	0,2	-0,7	-1,4	-1,2	-3,9	0,2	-0,6	-1,0	-0,2	2,8	0,8	1,0
2011 T1	0,2	0,4	-0,9	-2,5	-0,2	-3,8	0,3	0,7	0,0	2,5	3,2	0,3	1,0
T2	0,4	0,6	-0,8	-1,6	0,1	-3,2	0,9	1,2	-0,1	1,9	3,2	-0,1	0,4
T3	0,3	0,5	-1,1	-2,0	0,4	-4,1	1,1	1,2	0,1	0,0	2,1	-0,1	0,9
glissement trimestriel en pourcentage													
2010 T4	0,1	0,2	-0,3	-0,3	0,1	-1,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,4
2011 T1	0,1	0,1	0,0	-1,6	0,2	-1,2	0,0	1,0	0,5	1,7	0,9	-0,2	0,4
T2	0,2	0,3	-0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,9	-0,1	-0,1
T3	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,0	-1,6	0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,2
Heures travaillées													
niveaux (en millions)													
2010	231 190	185 633	45 556	10 516	36 433	18 211	60 091	6 363	6 521	1 974	26 791	49 145	15 145
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
2010	100,0	80,3	19,7	4,5	15,8	7,9	26,0	2,8	2,8	0,9	11,6	21,3	6,6
variation annuelle en pourcentage													
2008	0,8	1,2	-0,7	-2,1	-0,4	-2,5	1,0	1,6	1,6	1,3	3,5	1,6	1,6
2009	-3,4	-3,6	-2,8	-3,1	-8,9	-8,3	-2,9	-1,3	-1,5	-3,7	-3,8	1,1	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-3,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	2,5	1,3	0,1
2010 T4	0,1	0,3	-0,5	-1,0	1,0	-4,4	-0,1	-1,0	-1,3	0,9	2,8	0,6	0,3
2011 T1	0,8	1,0	-0,1	-0,2	2,1	-2,3	0,1	0,9	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8
T2	0,3	0,6	-0,7	-2,5	1,0	-3,4	0,5	1,2	-0,4	0,0	2,9	0,1	0,2
T3	0,6	0,8	-0,3	-2,9	1,1	-3,7	1,2	2,1	-0,2	-0,4	2,5	0,1	1,8
glissement trimestriel en pourcentage													
2010 T4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,7	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-0,2	0,3
2011 T1	0,6	0,7	0,2	-0,7	0,7	0,2	0,5	1,4	1,1	1,0	1,5	0,3	0,7
T2	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,1	-1,1	0,2	0,3	-0,5	-1,7	0,3	0,0	-0,7
T3	0,1	0,2	0,1	-1,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,1	1,4
Heures travaillées par personne employée													
niveaux (en milliers)													
2010	1 579	1 483	2 146	2 067	1 579	1 768	1 681	1 607	1 575	1 531	1 523	1 425	1 410
variation annuelle en pourcentage													
2008	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,7	1,3	0,0	0,2	0,4	0,4
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,9	-4,1	-1,6	-1,2	-0,5	-1,6	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
2010	0,5	0,5	0,5	0,2	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	0,6	0,1	-0,6
2010 T4	0,0	0,1	0,1	0,4	2,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,2	-0,7
2011 T1	0,5	0,6	0,7	2,4	2,3	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	-0,2
T2	-0,1	0,0	0,1	-0,9	0,9	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-1,8	-0,3	0,2	-0,1
T3	0,3	0,2	0,8	-0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	0,9
glissement trimestriel en pourcentage													
2010 T4	3,1	3,6	1,5	-2,7	4,6	0,6	3,0	3,9	4,0	2,4	6,0	3,3	2,0
2011 T1	0,6	0,8	-0,8	-1,7	0,5	0,3	0,4	1,0	1,9	0,7	0,2	1,7	0,6
T2	-2,2	-3,0	1,3	4,2	-2,7	0,6	-2,0	-4,1	-4,1	-3,8	-3,9	-3,5	-1,4
T3	-1,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	0,3	-1,5	0,6	-1,6	-1,3	-0,3

Sources : Calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

### 5.3 Marché du travail

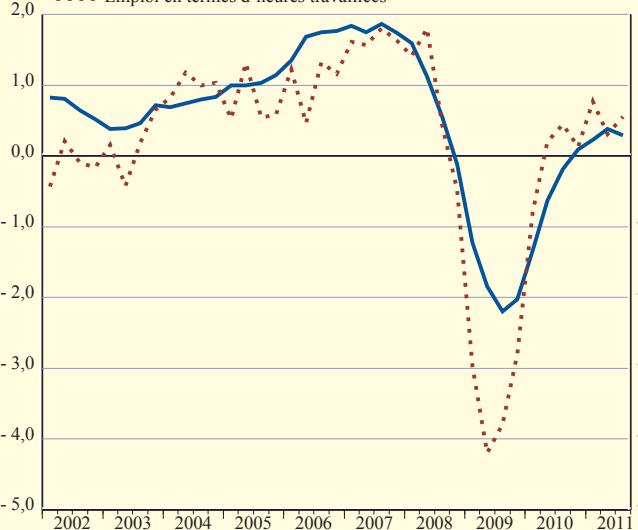
(données cvs, sauf indication contraire)

#### 2. Chômage et taux d'emplois vacants<sup>1)</sup>

		Chômage										Taux d'emplois vacants <sup>2)</sup>	
		Total		Par âge <sup>3)</sup>				Par sexe <sup>4)</sup>					
		Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes			
% du total en 2010	100,0			79,5		20,5		54,0		46,0			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2008	11,972	7,6	9,294	6,6	2,678	16,0	6,048	7,0	5,924	8,5	1,9		
2009	15,049	9,6	11,766	8,4	3,283	20,3	8,143	9,4	6,905	9,8	1,4		
2010	15,924	10,1	12,651	8,9	3,273	20,9	8,590	10,0	7,333	10,3	1,5		
2011	15,981	10,1	12,769	9,0	3,212	20,8	8,506	9,9	7,475	10,4	1,5		
2010 T4	15,802	10,1	12,609	8,9	3,192	20,6	8,445	9,8	7,357	10,3	1,6		
2011 T1	15,668	10,0	12,486	8,8	3,182	20,6	8,340	9,7	7,329	10,3	1,8		
T2	15,747	10,0	12,573	8,8	3,173	20,6	8,377	9,7	7,369	10,3	1,7		
T3	16,091	10,2	12,884	9,0	3,207	20,8	8,523	9,9	7,568	10,6	1,6		
T4	16,418	10,4	13,132	9,2	3,285	21,3	8,786	10,2	7,632	10,6	1,6		
2011 Juillet	15,975	10,1	12,783	9,0	3,192	20,7	8,460	9,8	7,516	10,5	—		
Août	16,054	10,2	12,867	9,0	3,187	20,7	8,495	9,9	7,559	10,5	—		
Septembre	16,245	10,3	13,003	9,1	3,241	21,0	8,614	10,0	7,630	10,6	—		
Octobre	16,335	10,3	13,078	9,2	3,257	21,1	8,729	10,1	7,606	10,6	—		
Novembre	16,449	10,4	13,141	9,2	3,307	21,4	8,782	10,2	7,667	10,7	—		
Décembre	16,469	10,4	13,178	9,2	3,290	21,3	8,846	10,2	7,623	10,6	—		

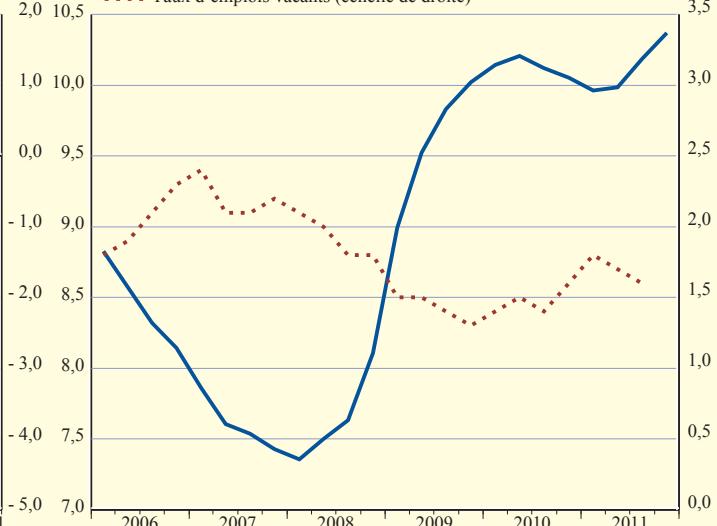
**G28 Emploi – Personnes employées et heures travaillées**  
(variations annuelles en pourcentage)

— Emploi en termes de personnes employées  
- - - - - Emploi en termes d'heures travaillées



**G29 Chômage et taux d'emplois vacants<sup>2)</sup>**

— Taux de chômage (échelle de gauche)  
- - - - - Taux d'emplois vacants (échelle de droite)



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/excédeant <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

#### 1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes												Recettes en capital	Pour mémoire : prélevements obligatoires <sup>2)</sup>					
		Impôts directs			Ménages			Sociétés			Impôts indirects		Perçus par les institutions de l'UE		Cotisations sociales		Cessions			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14					
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9						
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9						
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6						
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7						
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3						
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3						
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9						
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5						
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4						

#### 2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes									Dépenses en capital	Pour mémoire : dépenses primaires <sup>3)</sup>		
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Prestations sociales	Subventions	Versées par les institutions de l'UE	10			14	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,9	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
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	46,9	11,0	5,7	2,9	27,4	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

#### 3. Zone euro – déficit/excédeant, déficit/excédeant primaire et consommation des administrations publiques

	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques <sup>4)</sup>							Consommation collective	Consommation individuelle		
	Total	Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (négatif)	10	11	12	13	14
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2002	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1			
2003	-3,1	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3			
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3			
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4			
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	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3			
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6			
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6			
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,6			

#### 4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	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
2007	-0,3	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-2,5

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 données se rapportent à l'Euro 17. 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 prélevements 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 produits des cessions de licences UMTS, les règlements opérés dans le cadre de swaps et de contrats de garantie de taux

6.2 Dette<sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB)

## 1. Zone euro – dette par instruments financiers et par secteurs détenteurs

	Total	Instruments financiers					Secteurs détenteurs					Autres créanciers <sup>3)</sup>									
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents <sup>2)</sup>	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs												
									1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4											
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0											
2003	69,1	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9											
2004	69,5	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7											
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,1	11,2	7,7	33,3											
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6											
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6											
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9											
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5											
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8											

## 2. Zone euro – dette par émetteurs, échéances et devises

	Total	Émis par <sup>4)</sup>					Échéance		Durée résiduelle			Devises		
		Administration centrale	Administrations d'Etats 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	
2001	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3	
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1	
2003	69,1	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9	
2004	69,5	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1	
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2	
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8	
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4	
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7	
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7	
2010	85,3	69,3	8,3	5,9	1,9	13,1	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	84,5	0,8	

## 3. Pays de la zone euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	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
2007	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État

### 6.3 Variation de la dette<sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

#### 1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs				Autres créanciers <sup>6)</sup>
	Besoin de financement <sup>2)</sup>	Effets de valorisation <sup>3)</sup>	Autres variations de volume <sup>4)</sup>	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux <sup>5)</sup>	IFM	Autres institutions financières	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3

#### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

Variation de la dette	Déficit (-)/ excédent (+) <sup>7)</sup>	Ajustement dette-déficit <sup>8)</sup>											
		Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques								Effets de valorisation	Effets de volume	Autres <sup>9)</sup>
			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres <sup>10)</sup>	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
2002	2,1	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0
2004	3,2	-2,9	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,7	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	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	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,3	1,7	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,3

Source : BCE

1) Les données se rapportent à l'Euro 17 et 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) Y compris les produits des ventes de licences UMTS

8) Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB

9) Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés)

10) Hors produits financiers dérivés

#### 6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédeant trimestriels <sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB)

##### 1. Zone euro – recettes trimestrielles

	Total	Recettes courantes						Recettes en capital		Pour mémoire : prélevements obligatoires <sup>2)</sup>	
		1	2	Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	8	9	
2005	T3	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
	T4	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006	T1	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
	T2	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	40,9
	T3	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
	T4	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,5
2007	T1	42,3	41,9	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
	T2	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
	T3	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
	T4	49,2	48,6	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,6
2008	T1	42,5	42,2	10,9	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
	T2	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
	T3	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009	T1	42,5	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
	T2	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
	T3	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
	T4	48,4	47,6	13,0	13,6	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,5
2010	T1	42,2	42,0	10,1	12,1	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
	T2	45,1	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
	T3	42,9	42,5	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
	T4	48,3	47,5	13,1	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,2
2011	T1	42,8	42,5	10,5	12,4	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,5
	T2	45,0	44,7	12,0	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,1
	T3	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,4	0,8	0,3	0,3	39,6

##### 2. Zone euro – dépenses et déficit/excédeant trimestriels

	Total	Dépenses courantes						Dépenses en capital			Déficit (-)/ Excédent (+)	Déficit (-)/ Excédent (+) primaire		
		Total	Rémuné- ration des salariés	Consum- mation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Prestations sociales	Subventions	Investis- sements	Transferts en capital				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	T3	45,8	42,3	10,0	4,8	3,0	24,6	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
	T4	49,6	45,0	11,3	5,8	2,7	25,2	21,6	1,3	4,6	2,9	1,7	-1,0	1,8
2006	T1	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,4
	T2	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
	T3	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
	T4	49,4	44,3	10,8	5,8	2,7	25,1	21,3	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,5	2,2
2007	T1	44,9	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,7	0,3
	T2	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
	T3	44,6	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
	T4	49,2	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008	T1	45,5	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
	T2	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
	T3	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
	T4	51,3	46,4	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,5	0,3
2009	T1	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
	T2	50,6	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,4	-2,4
	T3	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
	T4	54,4	49,3	11,8	6,5	2,6	28,4	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,9	-3,3
2010	T1	50,5	46,7	10,7	5,2	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,3	1,5	-8,3	-5,5
	T2	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,6
	T3	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
	T4	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011	T1	48,7	45,7	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,9	-2,9
	T2	48,6	45,4	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,6	-0,5
	T3	47,8	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,1	2,3	0,8	-4,1	-1,1

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

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 17. 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 données ne sont pas corrigées des variations saisonnières.
- 2) Les prélevements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

## 6.5 Dette trimestrielle et variation de la dette<sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

### 1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers<sup>2)</sup>

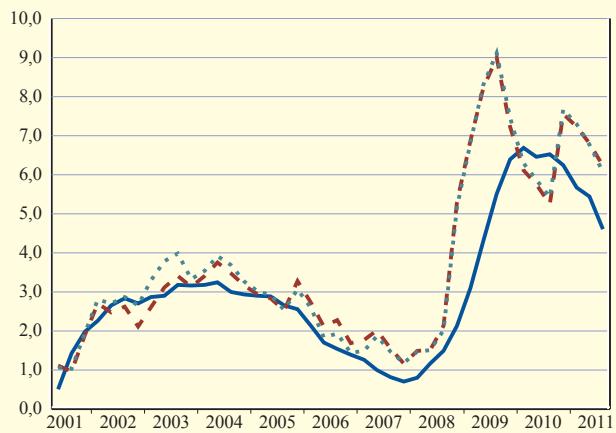
		Total	Instruments financiers					Pour mémoire : besoin de financement
			Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme		
		1	2	3	4	5		
2008	T4	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6		
2009	T1	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8		
	T2	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0		
	T3	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9		
	T4	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2		
2010	T1	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9		
	T2	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0		
	T3	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1		
	T4	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0		
2011	T1	86,3	2,4	15,1	7,7	61,0		
	T2	87,2	2,4	14,9	7,8	62,0		
	T3	86,8	2,4	15,1	8,0	61,4		

### 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					Actions et autres titres de participation	Effets de valorisation et autres variations en volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres	Autres					
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	T4	9,2	-2,5	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0	
2009	T1	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3	
	T2	9,1	-5,4	3,7	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,9	9,5	
	T3	5,0	-7,2	-2,3	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7	
	T4	2,4	-5,9	-3,5	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,5	2,6	
2010	T1	8,1	-8,3	-0,1	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	8,5	
	T2	7,6	-4,5	3,2	3,2	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7	
	T3	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0	
	T4	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,6	11,3	
2011	T1	6,8	-5,9	0,9	0,9	2,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	7,0	
	T2	6,0	-3,6	2,3	2,9	2,9	0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,8	5,7	
	T3	0,8	-4,1	-3,3	-4,2	-3,8	-0,7	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,3	

### G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette (somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

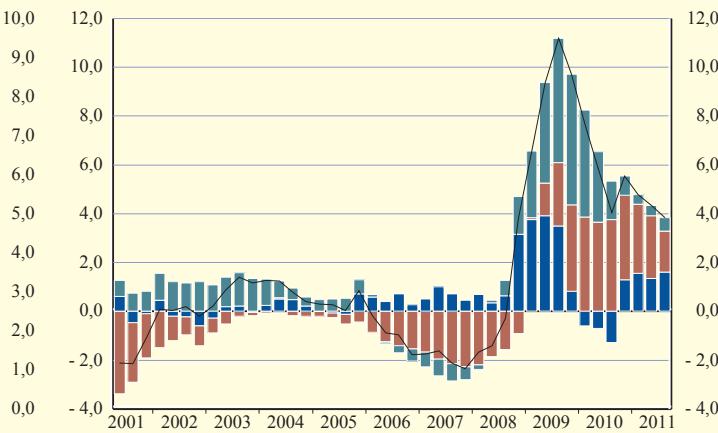
Déficit  
Variation de la dette  
Besoins de financement



### G31 Dette au sens de Maastricht

(variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)

Ajustement dette-déficit  
Déficit/excédent primaire  
Écart croissance/taux d'intérêt  
Variation du ratio dette/PIB



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

1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.

2) Les données d'encours du trimestre t sont exprimées en pourcentage de la somme du PIB enregistré au temps t et pour les trois trimestres précédents.

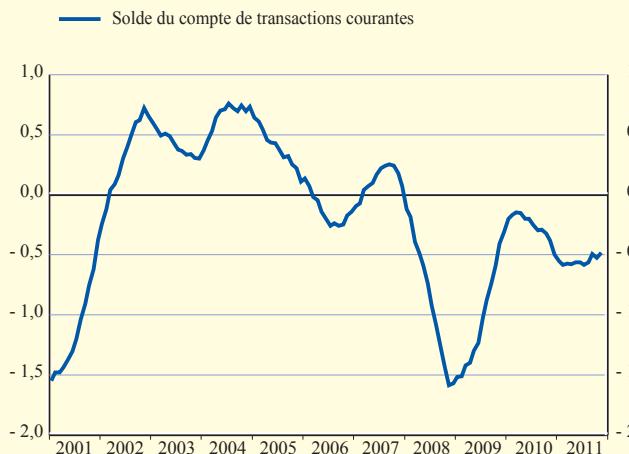


## BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

### 7.1 État récapitulatif de la balance des paiements<sup>1)</sup> (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier					Erreurs et omissions		
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2008	-143,5	-21,8	42,1	-66,8	-97,0	10,0	-133,5	121,3	-231,1	261,4	-84,5	178,9	-3,4	12,2	
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6	
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4	
2010	T3	-7,1	5,5	16,1	2,5	-31,2	0,8	-6,3	6,8	-52,2	11,0	6,3	46,8	-5,1	-0,5
	T4	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011	T1	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
	T2	-21,0	-3,0	17,9	-14,0	-21,8	0,6	-20,4	18,4	-29,0	150,2	1,6	-108,9	4,5	2,0
	T3	-1,2	3,1	21,0	4,2	-29,5	1,8	0,6	9,8	-16,5	37,7	-15,4	0,3	3,8	-10,4
2010	Novembre	-3,4	-0,8	3,4	0,3	-6,2	0,5	-2,9	13,4	45,4	18,4	3,1	-53,5	0,0	-10,5
	Décembre	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011	Janvier	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
	Février	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
	Mars	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
	Avril	-4,9	-3,9	4,2	1,7	-6,9	-0,1	-5,0	-4,0	-29,8	13,6	2,6	3,6	6,0	8,9
	Mai	-15,9	0,3	5,6	-15,3	-6,6	0,4	-15,5	15,4	-5,0	45,1	-2,3	-19,4	-3,1	0,2
	Juin	-0,2	0,5	8,1	-0,4	-8,3	0,3	0,1	7,0	5,8	91,5	1,2	-93,2	1,6	-7,1
	Juillet	1,4	3,8	7,4	1,2	-11,0	-0,1	1,3	-3,8	-17,2	-24,6	-0,8	40,1	-1,2	2,5
	Août	-3,6	-4,2	5,5	3,4	-8,3	2,0	-1,5	1,4	7,7	25,6	-6,5	-28,7	3,4	0,1
	Septembre	1,0	3,6	8,1	-0,3	-10,3	-0,1	0,9	12,2	-7,0	36,7	-8,1	-11,0	1,6	-13,1
	Octobre	2,6	1,7	5,3	3,2	-7,6	1,5	4,1	-5,0	-7,6	-26,4	-0,9	31,0	-1,1	0,9
	Novembre	1,0	6,4	2,6	1,5	-9,5	2,2	3,2	-3,6	-6,8	2,4	0,8	0,3	-0,2	0,4
	flux cumulés sur 12 mois														
2011	Novembre	-45,8	-4,1	57,6	5,3	-104,6	10,4	-35,3	29,5	-27,1	288,1	-10,0	-215,6	-5,9	5,8
	flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2011	Novembre	-0,5	0,0	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,4	0,3	-0,3	3,1	-0,1	-2,3	-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.

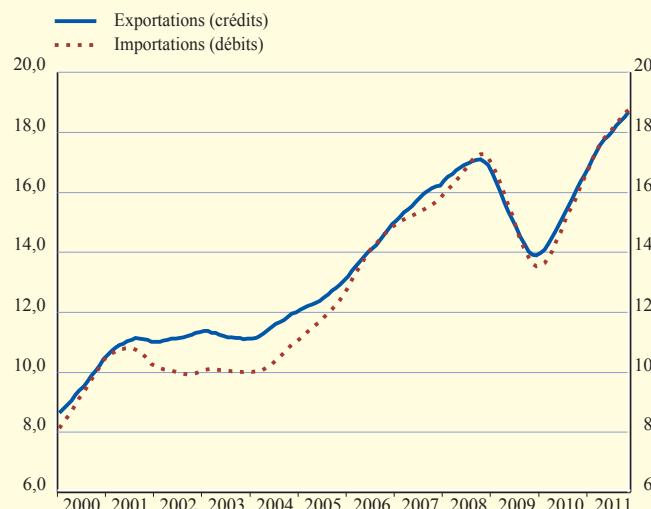
## 7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

## 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	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Transferts de fonds des travailleurs migrants	Débit	Crédit	Débit		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2008	2 717,2	2 860,8	-143,5	1 588,5	1 610,4	513,3	471,2	523,6	590,4	91,8	6,9	188,8	21,6	24,7	14,7	
2009	2 292,4	2 318,3	-25,9	1 302,5	1 266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4	
2010	2 617,1	2 659,3	-42,2	1 560,0	1 547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7	
2010	T3	666,8	674,0	-7,1	402,3	396,8	139,3	123,2	109,7	107,2	15,6	1,7	46,8	5,8	4,6	3,7
	T4	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9
2011	T1	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6
	T2	719,5	740,4	-21,0	438,7	441,8	134,1	116,2	127,7	141,8	18,9	1,6	40,7	5,6	3,7	3,1
	T3	723,1	724,2	-1,2	444,5	441,4	146,1	125,1	115,8	111,6	16,6	1,8	46,1	5,7	5,2	3,4
2011	Septembre	249,4	248,4	1,0	155,2	151,7	48,9	40,8	39,8	40,1	5,4	.	15,7	.	0,8	0,9
	Octobre	243,6	241,0	2,6	152,4	150,7	46,6	41,4	37,0	33,8	7,6	.	15,2	.	2,4	0,9
	Novembre	247,6	246,6	1,0	159,8	153,4	43,2	40,6	38,9	37,4	5,8	.	15,3	.	3,1	0,9
	données cvs															
2011	T1	707,4	717,6	-10,2	434,4	435,7	133,6	120,7	116,7	112,6	22,7	.	48,6	.	.	.
	T2	713,5	726,8	-13,3	437,0	441,9	133,5	118,7	121,2	118,2	21,9	.	47,9	.	.	.
	T3	727,5	729,2	-1,7	443,4	441,5	138,0	120,5	122,1	118,7	23,9	.	48,4	.	.	.
2011	Septembre	244,0	240,1	3,9	148,2	145,0	46,8	39,8	40,7	39,6	8,2	.	15,7	.	.	.
	Octobre	241,2	247,8	-6,6	147,0	151,0	46,4	41,1	39,1	40,0	8,7	.	15,7	.	.	.
	Novembre	244,8	246,6	-1,8	153,0	148,1	44,9	40,7	41,6	41,3	5,3	.	16,6	.	.	.
	flux cumulés sur 12 mois															
2011	Novembre	2 859,0	2 903,9	-44,9	1 749,3	1 755,5	540,2	482,5	479,5	472,6	90,1	.	193,4	.	.	.
	flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB															
2011	Novembre	30,5	31,0	-0,5	18,7	18,8	5,8	5,2	5,1	5,0	1,0	.	2,1	.	.	.

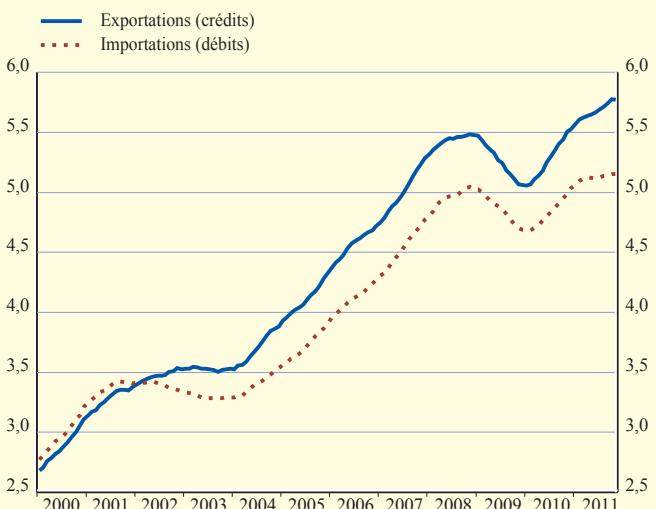
G34 Balance des paiements de la zone euro : biens

(données cys ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



G35 Balance des paiements de la zone euro : services

(données cys ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital  
(flux en milliards d'euros)

2. Revenus  
(flux)

	Rémunération des salariés		Revenus d'investissements														
			Total		Investissements directs						Investissements de portefeuille						Autres investissements
			Crédit	Débit	Crédit	Débit	Actions		Titres de créance		Actions		Titres de créance		Crédit	Débit	
							Crédit	Bénéfices réinvestis	Débit	Bénéfices réinvestis	Crédit	Débit	Crédit	Débit			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3	
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2	
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6	
2010 T3	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6	
T4	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2	
2011 T1	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5	
T2	5,8	3,3	121,9	138,5	57,8	9,7	38,5	10,7	5,7	4,8	12,3	46,3	25,2	31,0	20,9	17,8	
T3	5,8	4,0	110,0	107,6	47,7	18,0	34,8	17,9	6,5	4,8	9,0	18,4	25,1	32,2	21,8	17,3	

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	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	16	
Crédit																	
<b>Compte de transactions courantes</b>	2 832,7	936,1	52,2	89,6	430,4	304,4	59,4	55,0	39,0	136,7	40,2	62,0	107,1	218,5	354,4	883,9	
Biens	1 728,3	553,6	33,4	59,4	224,2	236,3	0,2	29,1	20,0	110,8	30,5	38,2	78,7	117,7	193,9	555,9	
Services	538,9	168,3	11,0	15,1	104,1	31,5	6,6	8,7	8,4	17,5	7,1	13,3	17,9	55,0	78,5	164,3	
Revenus	474,4	152,6	6,7	13,4	91,4	32,7	8,3	16,8	9,8	7,8	2,4	9,7	9,9	37,6	76,0	151,7	
Revenus d'investissements	450,7	146,0	6,6	13,3	89,9	32,1	4,0	16,8	9,8	7,8	2,4	9,6	9,9	26,3	74,2	148,0	
Transferts courants	91,2	61,6	1,2	1,7	10,6	3,8	44,4	0,4	0,7	0,6	0,2	0,9	0,6	8,2	6,0	12,0	
<b>Compte de capital</b>	21,0	17,8	0,0	0,0	1,1	0,4	16,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,8	
Débit																	
<b>Compte de transactions courantes</b>	2 881,6	878,1	44,6	86,1	373,5	269,8	104,2	-	31,8	-	-	93,9	-	185,6	367,4	-	
Biens	1 735,7	479,6	29,6	51,7	179,6	218,6	0,0	31,1	14,4	213,5	27,9	52,9	126,4	96,0	140,5	553,5	
Services	482,5	137,8	7,9	12,9	81,8	35,0	0,2	5,2	6,4	13,0	5,9	9,5	10,1	43,0	98,8	152,8	
Revenus	469,6	144,4	6,4	20,0	100,5	11,7	5,8	-	9,2	-	-	31,0	-	39,2	121,6	-	
Revenus d'investissements	455,5	136,3	6,3	19,9	99,0	5,3	5,8	-	9,0	-	-	30,8	-	38,8	120,3	-	
Transferts courants	193,8	116,4	0,7	1,5	11,6	4,4	98,1	1,5	1,8	3,6	0,7	0,5	0,7	7,4	6,6	54,6	
<b>Compte de capital</b>	15,0	1,6	0,0	0,1	0,9	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,6	1,2	10,3	
Net																	
<b>Compte de transactions courantes</b>	-48,9	58,0	7,7	3,5	56,8	34,6	-44,7	-	7,2	-	-	-32,0	-	32,9	-13,0	-	
Biens	-7,4	74,0	3,8	7,7	44,6	17,7	0,2	-2,0	5,6	-102,7	2,6	-14,8	-47,7	21,7	53,5	2,4	
Services	56,4	30,5	3,1	2,2	22,3	-3,5	6,3	3,5	2,0	4,5	1,2	3,8	7,7	12,1	-20,3	11,6	
Revenus	4,7	8,2	0,3	-6,5	-9,1	21,0	2,6	-	0,7	-	-	-21,3	-	-1,6	-45,6	-	
Revenus d'investissements	-4,8	9,7	0,3	-6,6	-9,1	26,8	-1,7	-	0,8	-	-	-21,2	-	-12,5	-46,2	-	
Transferts courants	-102,6	-54,7	0,5	0,1	-1,0	-0,6	-53,7	-1,1	-1,1	-3,1	-0,5	0,4	-0,1	0,7	-0,5	-42,6	
<b>Compte de capital</b>	6,0	16,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	16,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-8,5	

Source : BCE

### 7.3 Compte financier

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

#### 1. État récapitulatif du compte financier

	Total <sup>1)</sup>			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	
	Avoirs	Engage-ments	Net	Avoirs	Engage-ments	Net	Avoirs	Engage-ments	Avoirs	Engage-ments		Avoirs	Engage-ments		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11	12	13	
Encours (position extérieure)															
2008	13 377,1	14 961,4	-1 584,3	144,7	161,8	-17,1	3 878,4	3 247,8	3 834,9	5 976,8	-0,5	5 290,0	5 736,7	374,2	
2009	13 764,1	15 170,3	-1 406,2	154,1	169,9	-15,7	4 287,2	3 403,0	4 341,3	6 781,9	0,2	4 675,9	4 985,4	459,6	
2010	15 234,8	16 461,7	-1 226,9	166,3	179,7	-13,4	4 798,2	3 714,8	4 907,5	7 442,9	-61,6	5 002,9	5 304,0	587,8	
2011	T1	15 135,4	16 377,3	-1 241,9	163,7	177,2	-13,4	4 801,9	3 739,5	4 811,3	7 469,7	-31,6	4 977,1	5 168,1	576,6
	T2	15 278,0	16 592,6	-1 314,6	164,1	178,2	-14,1	4 905,2	3 801,7	4 762,6	7 641,6	-48,6	5 077,8	5 149,4	581,0
	T3	15 432,1	16 725,3	-1 293,2	164,7	178,5	-13,8	4 960,3	3 850,3	4 574,8	7 511,6	-46,0	5 296,3	5 363,3	646,7
Variation des encours															
2007	1 608,0	1 858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4	
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0	
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4	
2010	1 470,7	1 291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2	
2011	T2	142,7	215,4	-72,7	6,1	9,1	-3,1	103,3	62,2	-48,7	171,9	-17,0	100,7	-18,7	4,4
	T3	154,0	132,7	21,4	6,6	5,7	0,9	55,1	48,7	-187,8	-129,9	2,6	218,5	214,0	65,7
Flux															
2007	1 940,3	1 943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1	
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4	
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6	
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3	
2011	T1	217,2	233,0	-15,7	9,5	10,2	-0,7	89,3	79,5	27,1	155,6	2,2	86,9	-2,2	11,6
	T2	198,2	216,6	-18,4	8,4	9,2	-0,8	55,9	26,9	33,0	183,2	-1,6	115,3	6,4	-4,5
	T3	114,7	124,5	-9,8	4,9	5,3	-0,4	40,7	24,1	-64,6	-27,0	15,4	127,0	127,3	-3,8
2011	Juillet	3,1	-0,7	3,8	.	.	.	25,4	8,2	-0,7	-25,3	0,8	-23,6	16,5	1,2
	Août	62,4	63,8	-1,4	.	.	.	-6,3	1,4	-54,1	-28,5	6,5	119,7	90,9	-3,4
	Septembre	49,2	61,4	-12,2	.	.	.	21,5	14,5	-9,8	26,9	8,1	31,0	19,9	-1,6
	Octobre	-62,9	-67,9	5,0	.	.	.	18,3	10,6	-36,0	-62,5	0,9	-47,1	-16,1	1,1
	Novembre	-47,9	-51,4	3,6	.	.	.	12,9	6,1	-22,9	-20,5	-0,8	-37,3	-37,0	0,2
Autres variations															
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3	
2008	-1 045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7	
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9	
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9	
Autres variations résultant des évolutions de taux de change															
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7	
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3	
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7	
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0	
Autres variations résultant des évolutions de prix															
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3	
2008	-1 002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0	
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8	
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0	
Autres variations résultant d'autres ajustements															
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3	
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7	
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8	
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9	
Taux de croissance des encours															
2007	15,6	14,3	—	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6	
2008	3,0	3,6	—	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0	
2009	-1,0	-0,8	—	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2	
2010	3,5	3,4	—	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0	
2011	T1	3,4	3,4	—	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9	
	T2	3,8	3,8	—	.	.	3,7	4,5	3,1	6,3	.	4,9	-0,2	2,3	
	T3	3,8	3,9	—	.	.	3,5	5,2	0,8	5,2	.	7,2	1,2	0,8	

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)														
2009	4 287,2	3 305,5	236,2	3 069,3	981,7	14,8	966,9	3 403,0	2 501,9	74,2	2 427,7	901,1	18,1	883,0	
2010	4 798,2	3 667,1	277,9	3 389,2	1 131,1	17,8	1 113,3	3 714,8	2 820,2	83,2	2 737,0	894,6	12,7	881,9	
2011 T2	4 905,2	3 775,8	281,0	3 494,8	1 129,4	14,5	1 114,9	3 801,7	2 896,3	85,4	2 810,9	905,4	9,5	895,8	
T3	4 960,3	3 807,6	283,5	3 524,1	1 152,7	13,2	1 139,5	3 850,3	2 952,7	86,5	2 866,2	897,6	8,5	889,2	
	Flux														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6	
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2	
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2	
2011 T1	89,3	77,8	3,8	74,0	11,6	0,1	11,5	79,5	69,6	0,8	68,8	9,9	-1,5	11,4	
T2	55,9	51,2	9,4	41,8	4,7	-2,6	7,3	26,9	24,8	1,7	23,2	2,1	-1,5	3,6	
T3	40,7	27,7	2,2	25,5	13,0	-1,7	14,7	24,1	41,2	1,3	39,9	-17,0	-0,8	-16,2	
2011 Juillet	25,4	22,7	0,1	22,6	2,7	-1,6	4,3	8,2	13,5	0,6	12,9	-5,3	-0,5	-4,8	
Août	-6,3	-5,9	1,4	-7,3	-0,4	0,1	-0,5	1,4	16,2	0,2	16,0	-14,8	-0,3	-14,5	
Septembre	21,5	10,9	0,8	10,1	10,6	-0,2	10,9	14,5	11,4	0,5	11,0	3,1	0,0	3,1	
Octobre	18,3	14,1	0,1	14,0	4,2	0,2	4,0	10,6	5,1	0,1	5,1	5,5	-0,1	5,6	
Novembre	12,9	16,0	-0,9	16,9	-3,0	0,3	-3,3	6,1	2,2	0,7	1,5	3,9	0,0	3,9	
	Taux de croissance														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5	
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0	
2011 T1	4,5	2,9	2,1	3,0	9,9	6,4	10,0	5,3	6,3	8,7	6,2	2,0	-48,1	3,1	
T2	3,7	3,4	5,6	3,2	4,9	-12,7	5,2	4,5	5,0	8,0	5,0	2,9	-47,9	3,9	
T3	3,5	2,9	5,9	2,7	5,4	-24,0	5,9	5,2	5,2	6,6	5,2	5,5	-52,3	6,7	

#### G36 Position extérieure de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)

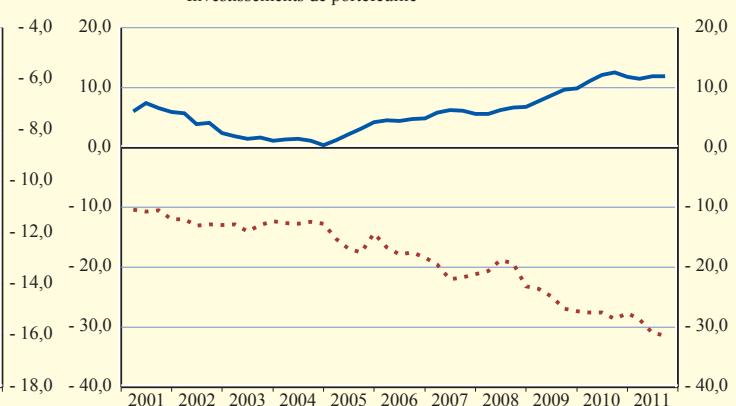
Position extérieure



#### G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)

Investissements directs  
Investissements de portefeuille



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)

#### 3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total	Actions						Titres de créance								
		Actions			Titres de créance					Titres de créance						
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Encours (position extérieure)																
2009	4 341,3	1 514,5	80,8	3,4	1 433,6	36,6	2 426,6	924,6	17,1	1 502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4 907,5	1 914,2	93,8	3,6	1 820,5	47,6	2 588,8	810,7	15,6	1 778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 T2	4 762,6	1 838,4	94,4	3,5	1 744,0	41,6	2 552,7	761,1	17,6	1 791,6	91,3	371,6	278,8	45,7	92,8	0,4
T3	4 574,8	1 621,8	76,4	3,4	1 545,4	38,6	2 551,7	749,4	17,7	1 802,4	93,9	401,3	301,8	54,9	99,5	0,5
Flux																
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9
2011 T1	27,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,8	5,3	-12,7	1,7	18,0	0,4	22,8	16,8	1,5	6,1	0,7
T2	33,0	18,0	3,2	0,1	14,8	-2,3	28,0	-4,4	0,4	32,4	-1,2	-12,9	-12,3	4,8	-0,5	-0,5
T3	-64,6	-53,3	-12,9	0,0	-40,4	-1,9	-19,9	-21,6	-0,2	1,6	0,1	8,6	8,2	3,5	0,4	0,0
2011 Juillet	-0,7	-3,0	0,5	0,0	-3,6	.	5,6	-6,5	-0,3	12,1	.	-3,3	-7,6	-3,5	4,3	.
Août	-54,1	-38,3	-11,1	0,0	-27,2	.	-10,6	-7,1	0,2	-3,5	.	-5,2	-7,2	6,6	2,1	.
Septembre	-9,8	-11,9	-2,3	0,0	-9,6	.	-14,9	-7,9	-0,1	-7,0	.	17,1	23,0	0,4	-5,9	.
Octobre	-36,0	-6,5	-3,2	-0,1	-3,2	.	-12,6	-6,7	0,6	-5,9	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.
Novembre	-22,9	-14,2	-0,7	0,0	-13,5	.	-11,6	-14,6	0,4	2,9	.	2,9	0,5	-1,1	2,4	.
Taux de croissance																
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 T1	2,6	2,6	1,7	-16,4	2,6	-3,2	2,9	-14,0	2,5	12,4	131,9	0,8	-6,5	-10,2	34,8	65,6
T2	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,4	-14,1	3,6	-12,4	9,7	12,2	125,5	-0,8	-4,4	9,2	13,8	93,4
T3	0,8	0,3	-7,3	-8,7	0,7	-15,7	0,6	-15,2	9,1	8,8	133,2	5,9	0,7	0,9	28,8	-7,4

#### 4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total	Actions				Titres de créance							
		Actions			Titres de créance					Titres de créance			
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2009	6 781,9	2 781,9	686,2	2 095,7	3 493,1	1 093,2	2 399,9	1 481,2	506,9	66,2	440,7	409,3	.
2010	7 442,9	3 150,7	658,0	2 492,7	3 823,0	1 165,4	2 657,5	1 680,3	469,2	77,2	392,0	352,6	.
2011 T2	7 641,6	3 123,9	637,8	2 486,1	3 965,7	1 166,9	2 798,8	1 785,7	551,9	140,3	411,6	359,9	.
T3	7 511,6	2 795,1	618,2	2 176,8	4 153,2	1 223,1	2 930,2	1 848,7	563,3	139,3	424,0	376,6	.
Flux													
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0	.
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3	.
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8	.
2011 T1	155,6	88,2	6,9	81,4	22,1	28,8	-6,8	31,7	45,4	35,4	10,0	20,8	.
T2	183,2	-20,1	-7,3	-12,7	175,2	44,6	130,5	97,9	28,2	21,6	6,6	-0,2	.
T3	-27,0	-31,3	-11,3	-19,9	11,0	14,6	-3,7	-16,8	-6,6	-10,3	3,7	17,9	.
2011 Juillet	-25,3	-4,2	-19,1	14,9	-19,1	6,7	-25,8	.	-2,0	-5,7	3,7	.	.
Août	-28,5	-8,9	9,5	-18,4	-4,5	1,8	-6,3	.	-15,2	-5,6	-9,6	.	.
Septembre	26,9	-18,2	-1,7	-16,5	34,6	6,2	28,4	.	10,6	1,0	9,5	.	.
Octobre	-62,5	-10,0	2,1	-12,2	-39,2	-23,8	-15,4	.	-13,3	-4,8	-8,5	.	.
Novembre	-20,5	-3,0	10,4	-13,5	-3,8	-3,6	-0,2	.	-13,6	7,6	-21,2	.	.
Taux de croissance													
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5	.
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7	.
2011 T1	5,3	7,1	1,1	8,9	3,4	5,9	2,3	8,6	9,0	68,9	-1,5	0,9	.
T2	6,3	5,9	1,1	7,2	5,5	9,9	3,6	7,5	17,1	150,5	-1,3	3,3	.
T3	5,2	2,8	-2,9	4,4	6,7	10,3	5,2	8,6	8,7	60,5	-1,0	5,9	.

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)

#### 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
Encours (position extérieure)															
2009	4 675,9	30,2	29,8	0,4	2 834,7	2 804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1 688,9	201,4	1 344,7	402,6
2010	5 002,9	32,6	32,0	0,7	2 972,3	2 939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1 831,8	214,4	1 468,5	428,6
2011 T2	5 077,8	40,5	40,3	0,2	3 042,6	2 992,9	49,7	147,3	7,5	99,4	19,2	1 847,5	223,6	1 478,2	441,1
T3	5 296,3	42,4	42,1	0,3	3 206,2	3 148,7	57,5	142,7	7,4	94,6	17,5	1 905,0	229,0	1 516,0	454,6
Flux															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2011 T1	86,9	3,6	3,6	0,0	63,3	55,2	8,1	-7,8	-0,1	-8,2	-4,2	27,8	11,2	-0,7	2,6
T2	115,3	4,6	4,6	0,0	60,8	54,2	6,6	0,9	0,0	0,5	2,4	49,0	-1,1	47,9	17,2
T3	127,0	-2,8	-2,9	0,1	82,7	68,2	14,4	-6,6	-0,1	-6,5	-1,6	53,7	4,2	36,8	16,9
2011 Juillet	-23,6	0,0	.	.	-27,4	.	.	-5,8	.	.	-1,7	9,5	.	.	0,6
Août	119,7	0,5	.	.	105,9	.	.	-3,6	.	.	-3,0	16,8	.	.	2,4
Septembre	31,0	-3,3	.	.	4,1	.	.	2,8	.	.	3,2	27,4	.	.	13,9
Octobre	-47,1	-3,4	.	.	-72,7	.	.	6,7	.	.	7,6	22,3	.	.	20,0
Novembre	-37,3	-3,4	.	.	-47,0	.	.	9,6	.	.	6,8	3,5	.	.	6,3
Taux de croissance															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 T1	3,4	26,3	27,3	-10,9	0,5	0,1	44,7	32,3	-3,3	53,5	36,0	5,9	10,7	4,8	10,0
T2	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,7	18,1	-3,2	27,5	3,7	6,5	6,0	6,2	13,5
T3	7,2	45,4	45,7	62,4	6,0	5,1	84,3	16,2	-3,6	25,0	9,1	8,0	7,4	7,6	13,3

#### 6. Autres investissements : engagements

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques			Autres secteurs				
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engag- ements	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engag- ements	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engag- ements	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engag- ements
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours (position extérieure)															
2009	4 985,4	251,7	251,3	0,4	3 399,7	3 360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1 248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5 304,0	268,8	265,7	3,1	3 508,6	3 462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1 372,8	200,8	1 016,2	155,8
2011 T2	5 149,4	278,0	275,1	2,8	3 325,3	3 269,4	55,9	187,1	0,0	181,3	5,8	1 359,0	209,5	1 000,2	149,3
T3	5 363,3	315,2	312,3	2,9	3 403,7	3 340,5	63,3	210,8	0,0	204,9	5,9	1 433,6	214,0	1 044,5	175,0
Flux															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2011 T1	-2,2	9,6	12,1	-2,6	-62,9	-73,7	10,8	27,1	0,0	28,3	-1,2	24,0	6,3	-0,4	18,0
T2	6,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,6	0,0	12,3	0,3	4,5	-1,1	3,9	1,7
T3	127,3	29,8	29,8	0,0	21,3	5,7	15,6	23,4	0,0	23,3	0,1	52,8	3,2	30,4	19,1
2011 Juillet	16,5	14,2	.	.	-19,2	.	.	6,9	.	.	.	14,5	.	.	.
Août	90,9	7,0	.	.	57,9	.	.	-2,5	.	.	.	28,6	.	.	.
Septembre	19,9	8,6	.	.	-17,3	.	.	19,0	.	.	.	9,7	.	.	.
Octobre	-16,1	-7,4	.	.	-34,0	.	.	2,8	.	.	.	22,6	.	.	.
Novembre	-37,0	-2,8	.	.	-38,2	.	.	-0,2	.	.	.	4,2	.	.	.
Taux de croissance															
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 T1	-0,4	9,4	9,6	.	-4,9	-5,3	26,8	99,8	.	106,7	-2,7	3,5	14,2	-0,2	14,6
T2	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	89,4	.	96,4	-12,6	4,2	8,1	1,2	18,6
T3	1,2	25,9	25,6	.	-4,4	-5,4	72,7	102,8	.	110,0	-9,8	3,3	9,6	0,1	18,3

Source : BCE

### 7.3 Compte financier

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

#### 7. Avoirs de réserve<sup>1)</sup>

	Total	Avoirs de réserve					Pour mémoire							Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Allocations de DTS				
		Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises															
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Titres			Produits financiers dérivés										
Encours (position extérieure)																					
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5				
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2				
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5				
2011 T1	576,6	351,5	346,987	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6				
T2	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2				
T3	646,6	416,3	346,989	52,9	26,0	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5				
2011 Novembre	683,4	451,3	346,844	52,7	26,3	153,1	5,8	8,9	138,7	-	-	-	-0,2	0,0	32,7	-21,8	54,5				
Décembre	667,1	422,1	346,846	54,0	30,1	160,9	5,3	7,8	148,1	-	-	-	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9				
Flux																					
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-				
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-				
2010	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-				
2011 T1	11,6	0,0	-	-1,2	6,7	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-				
T2	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-				
T3	-3,8	0,0	-	0,2	2,3	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-				
Taux de croissance																					
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-				
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-				
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-				
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-				
2011 T1	2,9	0,0	-	-1,9	77,7	5,3	-44,7	68,6	4,0	-4,3	12,0	-27,9	-	-	-	-	-				
T2	2,3	0,0	-	-2,4	49,9	4,5	-36,6	5,3	7,3	1,9	12,4	-16,1	-	-	-	-	-				
T3	0,8	0,0	-	-2,1	65,5	-3,1	-29,3	-36,8	3,0	1,9	9,9	-42,1	-	-	-	-	-				

#### 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			
											8	9	10	11
Encours (position extérieure)														
2007	10 914,5	5 340,8	398,1	3 377,9	184,1	211,8	1 401,7	1 747,0	482,7	5 006,5	2 276,5			
2008	10 391,3	4 622,0	506,9	3 493,1	177,8	185,6	1 405,9	1 975,7	251,7	4 559,1	2 198,9			
2009	11 016,4	4 891,7	469,2	3 823,0	200,8	211,5	1 420,2	2 186,8	268,8	4 751,3	2 389,4			
2011 T1	10 855,2	4 735,4	502,8	3 760,6	207,6	225,1	1 423,7	2 232,3	272,3	4 588,4	2 338,5			
T2	11 108,1	4 726,0	551,9	3 965,7	209,5	213,8	1 441,0	2 332,7	278,0	4 632,5	2 423,9			
T3	11 526,7	4 902,2	563,3	4 153,2	214,1	247,1	1 446,8	2 436,1	315,2	4 766,1	2 562,5			
Encours en pourcentage du PIB														
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6			
2009	116,4	51,8	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,1	24,6			
2010	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1			
2011 T1	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3			
T2	119,5	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,1			
T3	123,1	52,4	6,0	44,4	2,3	2,6	15,5	26,0	3,4	50,9	27,4			

Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

### 7.3 Compte financier

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

#### 9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)						Canada	Chine	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays																	
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE									1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
<b>2010</b>																					<b>Encours (position extérieure)</b>											
<b>Investissements directs</b>	1 083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8																	
À l'étranger	4 798,2	1 490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1 037,9																	
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	3 667,1	1 114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6																	
Autres opérations	1 131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3																	
Dans la zone euro	3 714,8	1 374,0	32,5	148,4	1 165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1																	
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	2 820,2	1 121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8																	
Autres opérations	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3																	
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	4 907,5	1 550,5	84,0	189,3	1 054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1 557,4	460,8	30,8	799,6																	
Actions	1 914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1																	
Titres de créance	2 993,3	1 171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6																	
Obligations	2 588,8	1 031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5																	
Instruments du marché monétaire	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1																	
-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7																		
<b>Autres investissements</b>	5 002,9	2 295,1	112,6	96,9	1 869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2																	
Avoirs	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2																	
Administrations publiques	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2																	
IFM	3 004,9	1 576,0	90,7	52,9	1 268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4																	
Autres secteurs	1 831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5																	
Engagements	5 304,0	2 536,1	57,9	95,4	2 071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5																	
Administrations publiques	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1																	
IFM	3 777,4	1 855,6	45,5	63,8	1 555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9																	
Autres secteurs	1 372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5																	
<b>T4 2010 à T3 2011</b>																					<b>Flux cumulés</b>											
<b>Investissements directs</b>	-24,1	23,4	2,6	-11,2	13,6	18,4	0,0	-27,8	8,7	7,6	-16,6	-46,1	-13,3	-0,1	39,9																	
À l'étranger	166,3	49,5	4,1	-6,5	31,0	21,0	0,0	-4,1	8,9	1,7	4,8	31,1	-2,9	0,0	77,3																	
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	107,0	34,2	3,5	-3,4	13,1	21,0	0,0	-1,6	3,2	1,5	4,4	24,4	-18,1	0,0	59,1																	
Autres opérations	59,3	15,4	0,6	-3,1	17,9	0,0	0,0	-2,5	5,7	0,3	0,4	6,7	15,2	0,0	18,2																	
Dans la zone euro	190,4	26,1	1,5	4,7	17,4	2,5	0,0	23,7	0,2	-5,9	21,3	77,2	10,4	0,1	37,3																	
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	145,5	37,3	1,0	2,5	34,0	-0,2	0,0	29,0	0,2	0,3	4,2	40,7	7,2	0,0	26,7																	
Autres opérations	44,9	-11,2	0,5	2,2	-16,6	2,8	0,0	-5,3	0,0	-6,2	17,2	36,5	3,2	0,1	10,7																	
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	41,6	26,9	4,2	18,9	-18,6	1,8	20,5	-4,9	5,5	-3,2	-6,6	23,7	-17,3	3,3	14,3																	
Actions	4,4	-2,7	-0,1	1,5	-3,6	-0,8	0,4	4,0	4,3	2,2	-7,0	0,8	0,5	-0,4	2,7																	
Titres de créance	37,2	29,6	4,4	17,5	-15,0	2,6	20,1	-8,9	1,2	-5,4	0,5	22,8	-17,8	3,7	11,6																	
Obligations	14,2	19,1	5,2	10,0	-15,4	3,1	16,2	-9,6	1,0	-4,2	2,6	6,9	-23,9	3,8	18,5																	
Instruments du marché monétaire	23,0	10,5	-0,8	7,5	0,4	-0,4	3,9	0,7	0,1	-1,2	-2,1	15,9	6,1	-0,1	-6,9																	
-301,1	-3,3	2,0	-12,8	61,7	-4,0	-50,2	1,3	-0,2	1,4	9,1	-2,8	37,0	74,3	111,0	-11,9	48,1																
<b>Autres investissements</b>	294,5	88,2	3,7	13,6	70,3	0,7	-0,2	1,4	9,1	-2,8	17,0	184,8	178,0	-52,3	-26,6																	
Avoirs	354,3	88,2	3,7	13,6	70,3	0,7	-0,2	1,4	9,1	-2,8	17,0	184,8	178,0	-52,3	-26,6																	
Administrations publiques	21,4	8,3	0,8	-0,6	7,0	1,0	0,1	0,8	0,0	2,2	0,7	7,0	0,9	0,5	1,0																	
IFM	189,7	27,4	2,2	10,9	18,7	-3,0	-1,4	0,4	6,8	-6,8	17,8	57,6	82,2	-12,5	16,8																	
Autres secteurs	143,2	52,5	0,7	3,3	44,6	2,7	1,1	0,2	2,3	1,9	18,5	9,6	27,9	0,1	30,3																	
Engagements	59,8	91,4	1,7	26,5	8,6	4,7	50,0	0,1	10,5	0,3	20,1	-110,5	-67,1	40,3	74,7																	
Administrations publiques	108,7	62,3	0,0	0,0	38,0	0,0	24,3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	15,7	1,1	30,5	0,1																	
IFM	-95,7	-2,3	-0,1	23,4	-47,4	2,6	19,3	-1,6	7,8	0,7	13,9	-120,1	-70,9	9,8	67,0																	
Autres secteurs	46,8	31,4	1,8	3,1	17,9	2,1	6,5	1,7	2,7	-0,2	7,0	-6,0	2,7	-0,1	-0,1	7,5																

Source : BCE

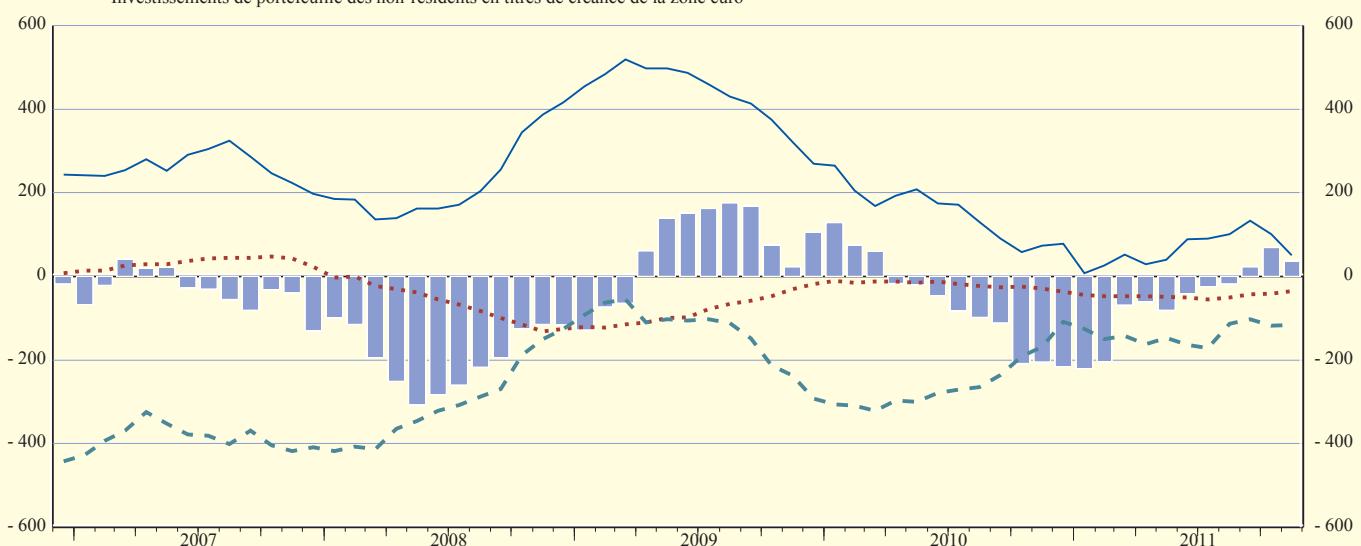
## 7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements<sup>1)</sup> (flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM															
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM										Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions		
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements							
			Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2008	-116,9	-125,2	-327,9	112,0	59,2	-11,0	-186,9	416,4	-53,1	73,5	-84,4	10,6				
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0				
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4				
2010	T3	-59,5	-6,4	-49,0	-3,8	-3,8	-44,6	41,0	-43,9	-23,2	68,6	6,3	-0,6			
	T4	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4			
2011	T1	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1			
	T2	5,7	-20,4	-49,2	26,8	-14,8	-31,8	-12,7	137,1	-49,9	17,1	1,6	2,0			
	T3	5,8	0,6	-40,2	23,7	40,4	-2,0	-19,9	0,0	-47,2	76,2	-15,4	-10,4			
2010	Novembre	-7,0	-3,0	7,8	39,5	-9,4	-23,4	-15,1	30,4	-23,3	-2,9	3,1	-10,6			
	Décembre	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	1,0			
2011	Janvier	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0			
	Février	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0			
	Mars	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1			
	Avril	-25,6	-5,0	-42,3	18,1	-7,4	-14,6	-2,7	18,9	-7,6	5,3	2,6	8,9			
	Mai	-5,3	-15,5	-4,7	0,0	-1,4	-18,5	-15,4	69,1	-32,2	15,5	-2,3	0,2			
	Juin	36,7	0,1	-2,2	8,6	-6,0	1,3	5,4	49,1	-10,1	-3,7	1,2	-7,1			
	Juillet	-18,2	1,3	-26,9	8,1	3,6	-16,4	14,9	-22,1	-3,7	21,4	-0,8	2,5			
	Août	8,6	-1,5	7,8	1,5	27,2	1,4	-18,4	-15,9	-13,2	26,1	-6,5	0,1			
	Septembre	15,4	0,9	-21,0	14,1	9,6	13,0	-16,5	37,9	-30,2	28,7	-8,1	-13,1			
	Octobre	-39,1	4,1	-17,9	10,7	3,2	0,5	-12,2	-23,9	-29,0	25,4	-0,9	0,9			
	Novembre	-39,6	3,2	-13,6	5,4	13,5	5,3	-13,5	-21,4	-13,1	4,0	0,8	0,4			
														flux cumulés sur 12 mois		
2011	Novembre	36,0	-35,6	-199,2	186,6	32,3	-64,7	48,1	49,9	-156,1	178,7	-10,1	6,0			

### G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur<sup>4)</sup>

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)

- Position créitrice nette des IFM
  - Solde des comptes de transactions courantes et de capital de la zone euro
  - Investissements directs et de portefeuille effectués à l'étranger par le secteur des non-IFM de la zone euro
  - Investissements de portefeuille des non-résidents en titres de créance de la zone euro



Source : BCE

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

## 7.5 Échanges de biens

### 1. Valeurs et volumes par groupes de produits<sup>1)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :			
			Biens inter- médiaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation		Biens inter- médiaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation	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)													
2009	-18,0	-21,7	1 280,2	628,0	264,4	355,5	1 063,0	1 267,8	734,6	194,0	317,3	842,0	182,0
2010	20,1	22,5	1 533,4	765,6	311,4	420,2	1 269,3	1 547,8	946,7	230,1	348,4	1 018,4	247,4
2010 T4	22,1	25,7	405,0	202,0	84,5	109,6	333,4	407,7	254,1	59,2	89,6	266,5	66,4
2011 T1	21,5	24,0	427,0	214,5	86,1	116,2	350,2	435,6	275,9	59,8	91,8	277,7	75,6
T2	13,0	12,7	429,1	215,9	86,8	116,3	350,7	436,2	280,6	58,7	89,7	275,0	78,6
T3	9,4	9,1	436,4	218,6	87,1	118,7	358,5	438,8	280,9	58,8	91,5	275,1	80,6
2011 Juin	3,3	3,7	138,8	70,2	28,2	37,0	113,5	141,5	91,1	18,7	29,5	89,1	25,3
Juillet	5,1	7,3	141,8	71,5	28,2	38,4	116,5	145,4	93,4	19,5	29,8	90,6	27,4
Août	13,9	12,1	148,2	73,8	29,8	40,2	122,4	149,5	95,4	20,3	31,1	94,8	26,8
Septembre	9,8	8,2	146,4	73,3	29,1	40,0	119,6	144,0	92,1	19,1	30,6	89,7	26,4
Octobre	5,8	7,5	143,5	72,5	27,7	39,5	116,9	143,0	90,9	19,5	30,2	88,9	26,4
Novembre	10,2	3,6	149,2				120,7	143,0				87,8	
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2009	-16,5	-13,6	119,6	114,9	119,0	128,1	115,9	109,8	101,0	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	15,0	10,8	136,8	132,5	138,5	143,7	134,0	120,9	113,1	131,2	143,3	127,9	100,9
2010 T4	15,2	10,4	142,9	137,5	149,9	148,5	139,7	123,8	116,5	134,5	145,2	132,2	102,9
2011 T1	13,3	7,7	146,1	141,2	149,8	152,7	143,2	125,1	117,6	133,0	145,1	133,9	98,7
T2	8,2	2,6	146,8	140,8	152,1	154,3	144,0	123,8	116,6	133,5	143,4	134,1	94,4
T3	5,1	2,3	148,0	141,8	151,6	155,2	146,1	124,4	117,2	134,3	142,8	133,3	99,0
2011 Mai	17,4	8,2	150,2	143,4	159,3	158,7	148,6	127,0	119,3	135,3	147,4	138,6	92,5
Juin	0,1	-4,5	142,6	137,7	147,2	148,0	139,9	119,9	113,2	126,1	140,1	129,2	93,3
Juillet	1,3	1,1	144,4	139,3	147,4	150,9	142,4	124,3	117,5	134,0	140,7	132,2	100,9
Août	9,1	4,4	150,7	143,4	155,9	158,0	149,5	126,4	118,7	138,6	143,8	137,3	98,6
Septembre	5,4	1,6	148,8	142,8	151,4	156,7	146,3	122,7	115,5	130,4	143,8	130,6	97,4
Octobre	0,1	0,0	144,7	139,8	144,1	153,1	141,3	121,0	113,3	132,9	140,5	128,5	96,6

### 2. Prix<sup>2)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) <sup>3)</sup>						Prix à l'importation des produits industriels (CAF)							
	Total (indice 2005 = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufacturés (indice 2005 = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufacturés	
		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation	Énergie			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	105,4	3,8	4,8	1,4	2,2	26,3	3,8	108,9	9,9	9,7	1,5	2,9	27,5	5,9
2011	110,0	4,4	5,8	1,4	2,2	23,3	4,3	118,6	9,0	4,6	-0,1	3,8	26,5	4,0
2011 T2	110,0	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,6	8,4	4,6	-0,7	3,3	25,6	3,5
T3	110,4	3,9	5,0	0,9	1,8	25,5	3,9	118,8	8,0	3,0	-1,5	2,9	26,8	2,8
T4	110,6	3,7	3,8	1,7	2,3	20,3	3,6	119,9	7,5	0,5	0,7	3,4	24,5	2,7
2011 Juillet	110,4	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	3,9	118,8	8,2	4,0	-2,0	3,0	27,2	2,9
Août	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,2	7,3	2,6	-1,4	2,6	24,3	2,6
Septembre	110,6	4,0	4,7	1,1	1,9	27,2	4,0	119,3	8,5	2,5	-1,1	3,3	29,1	2,9
Octobre	110,4	4,1	4,4	1,7	2,4	24,4	4,0	119,3	8,8	1,5	0,5	4,0	28,6	3,4
Novembre	110,6	3,9	3,8	1,8	2,4	22,3	3,8	119,8	8,1	0,8	0,5	3,3	27,1	2,8
Décembre	110,7	3,1	3,1	1,7	2,1	14,6	3,0	120,5	5,8	-0,9	1,1	2,9	18,5	1,8

Source : Eurostat

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

## 7.5 Échanges de biens

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

### 3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays		
		Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE					Chine	Japon					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportations (FAB)																
2009	1 280,2	27,4	41,5	175,3	174,6	50,1	79,0	34,8	152,5	284,4	68,9	28,6	92,0	54,4	29,3	
2010	1 533,4	30,1	52,6	194,7	208,6	63,4	92,7	47,4	180,6	356,0	94,8	34,6	104,9	73,4	18,2	
2010	T2	378,9	7,3	13,2	48,0	51,0	15,3	22,8	11,5	45,3	88,8	23,6	8,7	25,7	18,5	4,7
	T3	397,1	7,6	13,4	50,0	53,9	17,1	23,9	12,1	47,8	92,2	24,0	8,9	26,8	18,9	4,2
	T4	405,0	8,2	14,1	50,3	56,2	17,4	24,6	13,3	46,2	93,4	25,5	9,0	27,5	19,2	4,0
2011	T1	427,0	8,0	15,0	53,1	59,2	18,7	25,9	15,4	49,9	99,5	28,9	9,3	28,0	20,2	0,2
	T2	429,1	8,2	15,4	52,1	60,2	20,0	26,3	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,7
	T3	436,4	8,3	15,6	53,4	61,0	20,7	28,2	13,5	48,4	101,6	28,6	10,2	27,6	21,2	2,8
2011	Juin	138,8	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,2	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,8	6,6	0,7
	Juillet	141,8	2,7	5,2	17,2	19,8	6,6	9,3	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	0,9
	Août	148,2	2,8	5,3	18,4	20,8	7,0	9,4	4,5	17,1	34,5	9,9	3,5	9,2	7,2	0,4
	Septembre	146,4	2,8	5,1	17,8	20,4	7,1	9,5	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,4	7,0	1,4
	Octobre	143,5	2,7	4,7	17,7	19,9	6,6	9,4	4,4	15,6	34,3	10,2	3,6	9,2	6,9	1,1
	Novembre	149,2	-	-	-	-	7,1	9,4	4,3	17,4	35,4	10,2	3,5	9,4	7,2	-
part en pourcentage du total des exportations																
2010		100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,0	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,8	4,8	1,2
Importations (CAF)																
2009		1 267,8	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,4	26,6	116,3	380,9	157,9	44,2	94,9	59,5	-25,4
2010		1 547,8	27,4	47,4	147,8	195,6	112,7	73,3	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-49,6
2010	T2	385,9	6,8	11,9	36,6	48,3	28,5	19,5	7,6	32,0	125,0	53,0	13,1	29,9	18,2	-14,6
	T3	400,8	6,9	12,5	37,5	50,1	28,2	18,8	7,7	34,3	130,3	55,5	13,2	29,7	19,4	-10,6
	T4	407,7	7,0	12,6	38,6	52,5	30,2	18,2	8,3	34,2	128,5	54,2	13,1	32,6	21,0	-14,5
2011	T1	435,6	7,2	13,2	40,9	55,7	35,4	18,9	9,0	35,4	136,2	55,0	13,7	35,8	21,5	-17,9
	T2	436,2	7,5	13,4	40,7	56,3	35,1	19,6	8,9	34,1	139,4	55,9	12,7	30,6	21,9	-15,1
	T3	438,8	7,3	13,7	42,2	57,1	32,3	21,8	8,5	34,3	137,5	54,2	13,2	30,9	23,4	-11,1
2011	Juin	141,5	2,4	4,3	13,4	18,6	9,8	6,5	2,9	11,1	45,7	18,4	4,1	10,8	7,1	-3,9
	Juillet	145,4	2,4	4,5	13,9	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,4	18,1	4,5	9,6	7,7	-5,2
	Août	149,5	2,4	4,7	14,0	19,1	10,0	8,2	2,9	11,5	47,0	18,9	4,5	10,8	8,1	-2,3
	Septembre	144,0	2,5	4,5	14,2	19,3	10,4	6,9	2,8	11,7	44,1	17,2	4,3	10,5	7,6	-3,6
	Octobre	143,0	2,5	4,2	13,6	18,9	11,7	6,7	2,8	11,8	44,3	17,4	4,3	10,3	7,7	-6,0
	Novembre	143,0	-	-	-	-	11,3	6,8	2,7	11,7	43,5	16,9	4,2	10,3	7,7	-
part en pourcentage du total des importations																
2010		100,0	1,8	3,1	9,6	12,6	7,3	4,7	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,9	-3,2
Solde																
2009		12,4	0,3	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,6	8,2	36,2	-96,5	-88,9	-15,6	-2,9	-5,1	54,7
2010		-14,5	2,7	5,2	46,9	13,1	-49,3	19,4	16,5	50,8	-138,6	-113,8	-16,8	-14,3	-1,8	67,8
2010	T2	-6,9	0,5	1,3	11,4	2,6	-13,2	3,3	3,9	13,2	-36,1	-29,4	-4,4	-4,2	0,4	19,3
	T3	-3,7	0,6	0,9	12,5	3,8	-11,1	5,1	4,4	13,5	-38,1	-31,5	-4,3	-2,9	-0,5	14,8
	T4	-2,8	1,2	1,5	11,6	3,7	-12,8	6,5	5,0	12,0	-35,1	-28,8	-4,1	-5,1	-1,8	18,5
2011	T1	-8,5	0,8	1,8	12,2	3,5	-16,7	7,0	6,4	14,5	-36,8	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	18,2
	T2	-7,1	0,7	2,0	11,3	4,0	-15,1	6,7	5,5	14,1	-41,0	-28,6	-3,2	-3,5	-0,9	18,8
	T3	-2,3	1,0	1,9	11,2	3,9	-11,7	6,4	5,0	14,2	-35,9	-25,6	-3,1	-3,3	-2,2	13,9
2011	Juin	-2,7	0,2	0,7	3,7	1,4	-3,3	1,7	1,6	4,5	-13,7	-9,5	-1,0	-2,1	-0,5	4,7
	Juillet	-3,6	0,3	0,7	3,2	1,1	-5,4	2,6	1,6	4,6	-13,4	-8,9	-1,2	-0,7	-0,7	6,1
	Août	-1,2	0,4	0,6	4,3	1,7	-3,0	1,2	1,6	5,5	-12,4	-9,1	-1,0	-1,6	-0,9	2,7
	Septembre	2,5	0,3	0,6	3,7	1,1	-3,3	2,6	1,7	4,0	-10,1	-7,6	-0,8	-1,0	-0,6	5,0
	Octobre	0,5	0,3	0,5	4,1	1,0	-5,1	2,7	1,6	3,8	-10,0	-7,2	-0,7	-1,1	-0,8	7,0
	Novembre	6,1	-	-	-	-	-4,2	2,6	1,6	5,7	-8,1	-6,7	-0,7	-0,9	-0,4	-

Source : Eurostat

# TAUX DE CHANGE

## 8.1 Taux de change effectifs<sup>1)</sup>

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUM dans l'industrie manufacturière)	Taux réel (sur la base des CUM dans l'ensemble de l'économie)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	110,6	109,2	104,3	104,8	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,7	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	-	-	-	112,1	97,6
2010 T4	103,4	101,0	97,9	95,8	107,1	96,8	111,3	97,5
2011 T1	102,7	100,1	97,1	94,7	105,7	95,4	110,7	96,6
T2	105,2	102,6	99,3	97,0	108,9	97,8	113,5	99,0
T3	103,5	100,6	97,6	95,0	107,7	95,5	112,5	97,7
T4	102,1	99,4	96,2	-	-	-	111,6	97,0
2011 Janvier	101,4	98,9	96,0	-	-	-	109,3	95,4
Février	102,4	99,7	96,9	-	-	-	110,6	96,4
Mars	104,2	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1
Avril	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6
Mai	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
Juin	105,0	102,3	99,0	-	-	-	113,4	98,9
Juillet	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
Août	103,8	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
Septembre	102,8	99,9	96,8	-	-	-	112,0	97,4
Octobre	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,8
Novembre	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
Décembre	100,8	98,2	95,0	-	-	-	110,3	95,7
2012 Janvier	98,9	96,4	93,2	-	-	-	108,0	93,7
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2012 Janvier	-1,8	-1,9	-1,8	-	-	-	-2,1	-2,2
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2012 Janvier	-2,4	-2,6	-2,8	-	-	-	-1,2	-1,8

**G39 Taux de change effectifs**  
(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— TCE-20 nominal  
- - - TCE-20 réel déflaté de l'IPC



Source : BCE

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

**G40 Taux de change bilatéraux**  
(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— EUR/USD  
- - - EUR/JPY  
- - - EUR/GBP



## 8.2 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Lev bulgare	Couronne tchèque	Couronne danoise	Lats lettone	Litas lituanien	Forint hongrois	Zloty polonais	Nouveau leu roumain	Couronne suédoise	Livre sterling	Kuna croate	Nouvelle livre tchèque
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 T2	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
T3	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
T4	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2011 Juillet	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
Août	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
Septembre	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
Octobre	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
Novembre	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
Décembre	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 Janvier	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2012 Janvier	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	-2,3	0,3	-1,9	-1,4	0,5	-3,5
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2012 Janvier	0,0	4,4	-0,2	-0,6	0,0	11,6	12,5	1,9	-0,7	-1,8	2,1	13,6
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Couronne islandaise <sup>1)</sup>	Roupie indienne <sup>2)</sup>	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	—	67,3611	14 443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	—	60,5878	12 041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	—	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 T2	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	—	64,3809	12 364,41	4,9490	117,41	4,3451	
T3	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	—	64,7000	12 181,09	5,0174	109,77	4,2666	
T4	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	—	68,5352	12 111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2011 Juillet	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	—	63,3537	12 171,27	4,8801	113,26	4,2716	
Août	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	—	65,0717	12 249,95	5,0841	110,43	4,2822	
Septembre	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	—	65,5964	12 118,49	5,0788	105,75	4,2456	
Octobre	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	—	67,5519	12 150,54	5,0253	105,06	4,2963	
Novembre	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	—	68,8330	12 214,99	5,0521	105,02	4,2756	
Décembre	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	—	69,2066	11 965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 Janvier	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	—	66,0601	11 709,25	4,9141	99,33	4,0151	
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2012 Janvier	-4,6	-4,5	-3,0	-2,5	-2,3	—	-4,5	-2,1	-1,2	-3,1	-3,6	
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2012 Janvier	-7,5	3,2	-1,5	-7,6	-3,6	—	8,8	-3,0	2,6	-10,0	-1,8	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des États-Unis	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1 772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1 531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 T2	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1 559,23	1,2514	43,592	1,4391	
T3	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1 532,60	1,1649	42,574	1,4127	
T4	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1 542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2011 Juillet	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1 510,29	1,1766	42,949	1,4264	
Août	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1 542,01	1,1203	42,875	1,4343	
Septembre	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1 544,04	1,2005	41,902	1,3770	
Octobre	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1 578,17	1,2295	42,297	1,3706	
Novembre	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1 537,42	1,2307	41,969	1,3556	
Décembre	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1 513,26	1,2276	41,099	1,3179	
2012 Janvier	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1 474,96	1,2108	40,718	1,2905	
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2012 Janvier	-4,4	-5,7	-0,9	-2,3	-2,7	-3,3	-4,1	-2,5	-1,4	-0,9	-2,1	
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2012 Janvier	6,9	-7,5	-1,9	-4,9	0,5	-4,0	11,6	-1,4	-5,3	-0,3	-3,4	

Source : BCE

1) Le dernier taux de change de la couronne islandaise est celui du 3 décembre 2008.

2) Pour cette devise, la BCE calcule et diffuse les taux de change de référence de l'euro à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009. Les données antérieures sont fournies à titre indicatif.

## ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

### 9.1 Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Bulgarie	République tchèque	Danemark	Lettonie	Lituanie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Suède	Royaume-Uni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IPCH										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
T3	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
T4	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2011 Octobre	3,0	2,6	2,7	4,3	4,2	3,8	3,8	3,6	1,1	5,0
Novembre	2,6	2,9	2,5	4,0	4,4	4,3	4,4	3,5	1,1	4,8
Décembre	2,0	2,8	2,4	3,9	3,5	4,1	4,5	3,2	0,4	4,2
Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
Dette publique brute en pourcentage du PIB										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2011 Juillet	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
Août	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
Septembre	5,30	3,00	2,07	5,60	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
Octobre	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
Novembre	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
Décembre	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2011 Juillet	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
Août	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
Septembre	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
Octobre	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
Novembre	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
Décembre	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
PIB en volume										
2009	-5,5	-4,7	-5,8	-17,7	-14,8	-6,8	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,3	5,6	2,1
2011 T2	2,0	2,0	1,7	5,3	6,5	1,7	4,6	1,9	4,8	0,6
T3	1,6	1,2	0,0	6,1	7,3	1,5	4,2	4,4	4,6	0,5
T4	-	-	-	-	4,5	-	-	-	-	0,8
Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,7	6,5	-3,1
2011 T1	2,0	2,5	5,8	1,2	1,8	3,0	-1,7	-2,6	8,0	-1,8
T2	1,3	-6,1	7,2	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-6,8	6,7	-1,4
T3	12,1	-4,1	8,5	2,4	6,0	4,2	-3,6	-3,3	9,3	-4,4
Dette extérieure brute en pourcentage du PIB										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	69,0	210,8	416,9
2010	102,8	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	77,2	190,4	413,9
2011 T1	98,5	55,2	185,4	158,1	85,5	137,3	68,3	74,6	188,5	416,6
T2	96,6	55,4	181,5	154,7	85,8	137,0	68,7	78,1	190,0	418,2
T3	93,7	57,5	182,7	151,4	82,6	146,3	72,4	77,8	197,8	435,6
Coûts unitaires de main-d'œuvre										
2009	12,7	2,4	5,7	-7,9	-1,4	2,9	2,2	3,8	4,6	5,7
2010	0,8	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	2,2	-4,0	-1,7	1,7
2011 T1	1,7	-0,2	-0,5	2,6	-3,0	2,9	1,2	-1,3	-2,4	-0,7
T2	5,3	0,6	-1,0	2,3	-0,7	5,9	0,1	9,4	-0,7	0,8
T3	7,8	0,4	0,4	1,9	-1,1	6,1	2,0	9,3	-1,0	2,1
Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)										
2010	10,3	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,1	6,8	7,6	-	-	10,9	9,6	7,3	7,5	-
T3	11,0	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
T4	11,0	6,7	7,8	-	-	10,8	9,9	7,2	7,5	-
2011 Octobre	10,9	6,6	7,7	-	-	10,8	9,9	7,3	7,5	8,4
Novembre	11,0	6,7	7,8	-	-	10,7	9,9	7,3	7,5	-
Décembre	11,2	6,8	7,8	-	-	10,9	9,9	7,0	7,5	-

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE

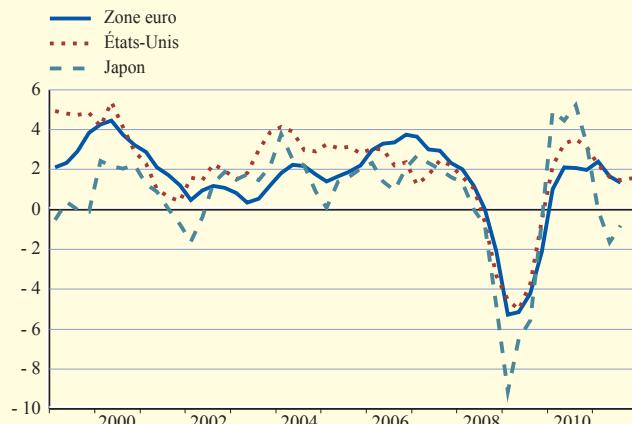
## 9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup>	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) <sup>2)</sup>	Agrégat monétaire large <sup>3)</sup>	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois <sup>4)</sup>	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans <sup>4)</sup> ; fin de période	Taux de change <sup>5)</sup> des monnaies nationales pour un euro	Solde budgétaire déficit (-)/excédent (+) (en % du PIB)	Dette publique brute <sup>6)</sup> (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>États-Unis</b>											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,0	1,7	4,9	9,0	7,2	0,34	2,10	1,3920	-	-
2010 T4	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,1	0,29	3,57	1,3583	-10,5	82,4
2011 T1	2,1	1,3	2,2	6,6	9,0	4,6	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,2
T2	3,4	1,0	1,6	4,4	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
T3	3,8	0,5	1,5	4,2	9,1	9,1	0,30	2,18	1,4127	-9,7	84,9
T4	3,3	1,3	1,6	4,3	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	-	-
2011 Septembre	3,9	-	-	4,4	9,0	9,6	0,35	2,18	1,3770	-	-
Octobre	3,5	-	-	4,7	8,9	9,4	0,41	2,37	1,3706	-	-
Novembre	3,4	-	-	4,2	8,7	9,6	0,48	2,30	1,3556	-	-
Décembre	3,0	-	-	4,0	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 Janvier	-	-	-	-	8,3	-	0,57	1,97	1,2905	-	-
<b>Japon</b>											
2008	1,4	1,2	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,8	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,6	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	-	-	-3,5	-	2,7	0,19	1,00	110,96	-	-
2010 T4	-0,3	-1,3	3,3	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	-	-
2011 T1	-0,5	1,2	0,0	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	-	-
T2	-0,4	1,2	-1,7	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	-	-
T3	0,1	-	-0,8	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	-	-
T4	-0,3	-	-	-2,8	-	3,0	0,20	1,00	104,22	-	-
2011 Septembre	0,0	-	-	-3,3	4,1	2,7	0,19	1,04	105,75	-	-
Octobre	-0,2	-	-	0,0	4,5	2,8	0,19	1,04	105,06	-	-
Novembre	-0,5	-	-	-4,2	4,5	3,0	0,20	1,10	105,02	-	-
Décembre	-0,2	-	-	-4,2	-	3,1	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 Janvier	-	-	-	-	-	-	0,20	0,98	99,33	-	-

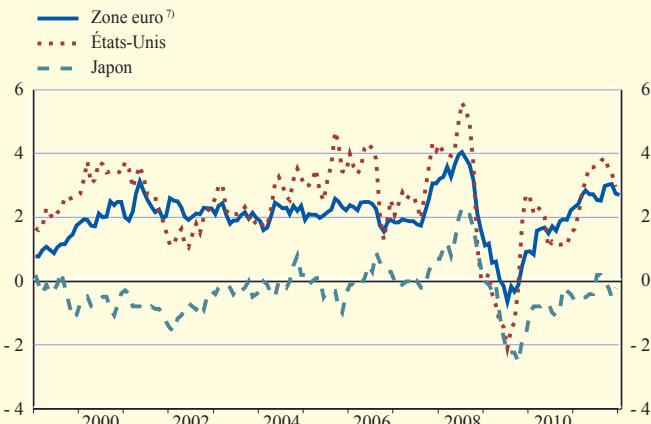
### G41 PIB en volume

(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 ne comprennent pas les trois préfectures les plus touchées par le séisme. Ces dernières sont réintégrées 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) Dette brute consolidée pour le secteur des administrations publiques (fin de période)

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



## LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Total des dépôts par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G10	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G11	Total des dépôts par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G12	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76





## NOTES TECHNIQUES

### VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  est l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$  (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECTION 1.3

#### CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre  $D$  de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont  $R_{1,MRO}$  (sur  $D_1$  jours),  $R_{2,MRO}$  (sur  $D_2$  jours), etc., jusqu'à  $R_{i,MRO}$  (sur  $D_i$  jours), où  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , le taux annualisé applicable ( $R_{LTRO}$ ) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECTION 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 2008. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels  $a_t$  relatifs au mois  $t$ , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en  $h)$  en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule  $h)$ . Par exemple, la variation mensuelle  $a_t^M$  peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , où  $a_t$  est défini comme dans  $g)$  ou  $h)$  ci-dessus.

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si  $F_t^Q$  et  $L_{t-3}$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés

pour le trimestre s'achevant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois  $t$  (c'est-à-dire  $a_t$ ) peuvent être calculés à l'aide de la formule  $h)$ .

### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO<sup>1</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés<sup>3</sup>. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu))

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2008) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

## 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.

### 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 nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts en capital plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine). Les autres variations des actifs non financiers sont actuellement exclues en raison de l'indisponibilité des données.

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).

Enfin, les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs et les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) représentent le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations totales des passifs.

#### 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 :

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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 :

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{23} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

#### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES<sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de

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](http://www.ecb.europa.eu))

titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois  $t$ , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TABLEAU 1 DE LA SECTION 5.1

#### DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH<sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S80). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

#### TABLEAU 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 précorrigées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrigées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

#### SECTION 7.3

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES

Le taux de croissance relatif au trimestre  $t$  est calculé à partir des flux trimestriels ( $F_t$ ) et des encours ( $L_t$ ) comme suit :

$$r) a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.





## NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

En règle générale, la date d'arrêté des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 8 février 2012 pour la présente publication.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2011 ont trait à l'Euro 17 (la zone euro intégrant l'Estonie) 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, et l'Euro 16 avec celle de la Slovaquie en 2009. Enfin, l'Estonie a rejoint la zone euro en 2011, portant à 17 le nombre de pays participants.

### 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 17 (c'est-à-dire par agrégation des données des dix-sept pays qui composent actuellement la zone euro) pour toutes les années, bien que la zone n'existe dans cette composition que depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011. 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 agrégats monétaires et leurs contreparties, les taux de variation annuels sont calculés à partir d'indices chaînés, les séries des pays entrants étant raccordées à l'indice de décembre pour la zone euro. Par conséquent, si un pays rejoint la zone euro en janvier d'une année donnée, les taux de variation annuels se rapportent à la composition de la zone jusqu'à décembre inclus de l'année précédente, et ensuite à sa composition élargie. Le calcul des variations en pourcentage repose sur un indice chaîné, tenant compte des modifications de la composition de la zone euro. Les variations absolues des agrégats monétaires et de leurs contreparties (opérations) se rapportent à la composition de la zone euro au moment de chaque observation.

Étant donné que la composition de l'unité de compte européenne (écu) ne coïncide pas avec les anciennes monnaies des pays ayant adopté l'euro, les chiffres antérieurs à 1999, exprimés initialement dans les monnaies participantes et convertis en écus aux taux de change du moment, sont affectés par le comportement des monnaies des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro. Pour éviter l'incidence de cet écart sur les statistiques monétaires, les données antérieures à 1999<sup>1</sup> sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Lettonie, 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 s'achèvent le jour précédent 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

<sup>1</sup> Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

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 Eurosystème (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32<sup>2</sup>. Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8<sup>3</sup> relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30<sup>4</sup> depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section

<sup>2</sup> JO L 15 du 20.1.2009

<sup>3</sup> JO L 211 du 11.8.2007

<sup>4</sup> JO L 15 du 20.1.2009

contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

### COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (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 16 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un

taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre

les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée

(par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> 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 et des estimations empiriques des prix administrés fondées sur l'IPCH, calculées par la BCE.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, les

entrées de commandes dans l'industrie, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles<sup>6</sup>. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév. 2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques<sup>7</sup>, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév. 2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007<sup>8</sup>. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation 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

<sup>6</sup> JO L 162 du 5.6.1998

<sup>7</sup> JO L 393 du 30.12.2006

<sup>8</sup> JO L 155 du 15.6.2007

l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre<sup>9</sup> et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003<sup>10</sup> en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 3 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 (tableaux 1, 2 et 3 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 95<sup>11</sup>.

Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010<sup>12</sup> introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les entrées de commandes dans l'industrie (tableau 4 de la section 5.2) mesurent les commandes reçues durant la période de référence et

recouvrent les industries travaillant essentiellement à partir de commandes, en particulier le textile, le papier-carton, les produits chimiques, les produits métalliques, les biens d'équipement et les biens de consommation durables. Les données sont calculées sur la base des prix courants.

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, hors 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 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

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

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 à partir de données harmonisées fournies par les BCN, régulièrement mises à jour. Les données relatives au déficit et à la dette des pays de la zone euro peuvent différer de celles utilisées par la Commission européenne dans le cadre de la procédure de déficit excessif (PDE). Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000<sup>13</sup> modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la PDE. Les sections 6.1 et 6.2 englobent des données récapitulatives pour les différents pays de la zone euro, en raison de l'importance qu'elles ont dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Les déficits/excédents présentés pour chacun des pays de la zone euro correspondent à la PDE B.9 telle que définie dans le règlement (CE) n° 479/2009 du Conseil en ce qui concerne les références au SEC 95. 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 relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1221/2002 du Parlement européen et du Conseil du 10 juin 2002 sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques<sup>14</sup>. La section 6.5 présente les données trimestrielles relatives à la dette brute consolidée des administrations publiques, à l'ajustement dette-déficit et au besoin de financement des administrations publiques. Les calculs sont effectués à partir des données fournies par les États membres conformément au règlement (CE)

n° 501/2004 et au règlement (CE) n° 1222/2004, ainsi que des données communiquées par les BCN.

## BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

Les concepts et définitions utilisés pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure (sections 7.1 à 7.4) sont généralement conformes aux recommandations du *Manuel de la balance des paiements* du FMI (cinquième édition, octobre 1993), à l'orientation de la BCE du 16 juillet 2004 sur les obligations de déclaration statistique établies par la BCE (BCE/2004/15)<sup>15</sup> modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)<sup>16</sup>. Des informations complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des*

13 JO L 172 du 12.7.2000

14 JO L 179 du 9.7.2002

15 JO L 354 du 30.11.2004

16 JO L 159 du 20.6.2007

*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 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 (qui, mise à part la BCE, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que, pour certaines rubriques, vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux et des organisations internationales. 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-40 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Croatie, 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, des indices de prix à la production, des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier ainsi que dans l'ensemble de l'économie.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *The effective exchange rates of the euro*, L. Buldorini, S. Makrydakis et C. Thimann, Étude n° 2 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, février 2002, 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.

## 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. En conséquence, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute incluent les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.



## ANNEXES

# CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME<sup>1</sup>

### 14 JANVIER, 4 FÉVRIER 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 4 MARS 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt 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 12 octobre 2010, notamment le retour à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication s'effectuera le 28 avril 2010.

### 8 AVRIL, 6 MAI 2010

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 %.

### 10 MAI 2010

Le Conseil des gouverneurs adopte plusieurs mesures pour faire face aux graves tensions sur les marchés financiers. En particulier, il décide d'intervenir sur les marchés obligataires tant publics que privés de la zone euro (Programme pour les marchés de titres – *Securities Markets Programme*) et d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de

refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois effectuées en mai et juin 2010.

### 10 JUIN 2010

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 %. En outre, le Conseil des gouverneurs décide d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois dont l'adjudication s'effectuera au troisième trimestre 2010.

### 8 JUILLET, 5 AOÛT 2010

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 %.

### 2 SEPTEMBRE 2010

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 11 janvier 2011, notamment l'adoption d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois.

1 La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2009 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.



## 7 OCTOBRE, 4 NOVEMBRE 2010

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 %.

## 2 DÉCEMBRE 2010

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 12 avril 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

## 13 JANVIER, 3 FÉVRIER 2011

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 %.

## 3 MARS 2011

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 12 juillet 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

## 7 AVRIL 2011

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 1,25 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 avril 2011. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,00 % et 0,50 % avec effet au 13 avril 2011.

## 5 MAI 2011

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, 1,25 %, 2,00 % et 0,50 %.

## 9 JUIN 2011

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, 1,25 %, 2,00 % et 0,50 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 11 octobre 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

## 7 JUILLET 2011

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,50 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 juillet 2011. En outre, il décide de relever de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,25 % et 0,75 % avec effet au 13 juillet 2011.



**4 AOÛT 2011**

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, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %. Il décide également plusieurs mesures pour faire face au regain de tensions sur certains marchés financiers. En particulier, il décide que l'Eurosystème fournira des liquidités par le biais d'une opération supplémentaire de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois environ, sous la forme d'un appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 17 janvier 2012, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

**8 SEPTEMBRE 2011**

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, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %.

**6 OCTOBRE 2011**

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, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %. Il décide également des détails de ses opérations de refinancement entre octobre 2011 et le 10 juillet 2012, notamment de mener deux opérations de refinancement à plus long terme – l'une en octobre 2011, d'une durée de douze mois environ, et l'autre en décembre 2011, d'une durée de treize mois environ – et de continuer à réaliser toutes ses opérations de refinancement sous la

forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. En outre, le Conseil des gouverneurs décide de lancer un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées en novembre 2011.

**3 NOVEMBRE 2011**

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 1,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 9 novembre 2011. 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, 2,00 % et 0,50 % avec effet au 9 novembre 2011.

**8 DÉCEMBRE 2011**

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 1,00 %, à compter de l'opération devant être réglée le 14 décembre 2011. 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, 1,75 % et 0,25 % avec effet au 14 décembre 2011. Il décide également d'adopter de nouvelles mesures non conventionnelles, notamment : a) d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans environ ; b) d'accroître la disponibilité des garanties ; c) de ramener le taux des réserves à 1 % ; et d) d'interrompre temporairement les opérations de réglage fin effectuées le dernier jour de chaque période de constitution des réserves.

**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.





## 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, prédecesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Abandon de créances (Write-off)** : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

**Actions (Equities)** : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

**Administrations publiques (General government)** : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

**Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [Deficit-debt adjustment (general government)]** : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

**Appel d'offres à taux fixe (Fixed rate tender)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

**Appel d'offres à taux variable (Variable rate tender)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

**Autres investissements (Other investment)** : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

**Avoirs de réserve internationaux (International reserves)** : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

**Balance des paiements [Balance of payments (b.o.p.)]** : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

**Besoin de financement des administrations publiques [Borrowing requirement (general government)]** : accroissement net de la dette des administrations publiques.

**Bilan consolidé du secteur des IFM (Consolidated balance sheet of the MFI sector)** : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple).

Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

**Compte de capital (*Capital account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

**Comptes de capital (*Capital accounts*)** : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

**Compte financier (*Financial account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

**Comptes financiers (*Financial accounts*)** : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

**Compte de revenus (*Income account*)** : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

**Compte de transactions courantes (*Current account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

**Compte de transferts courants (*Current transfers account*)** : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

**Courbe des rendements (*Yield curve*)** : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

**Cours pivot [*Central parity* (ou *central rate*)]** : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

**Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*)** : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

**Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*)** : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

**Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*]** : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

**Déflation (*Deflation*)** : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

**Désinflation (*Disinflation*)** : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

**Dette (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.

**Dette des administrations publiques [*Debt (general government)*]** : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions et participations) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

**Dette extérieure brute (*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 non 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.

**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.

**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 créitrice 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.

**Soutien renforcé du crédit (Enhanced credit support)** : mesures non conventionnelles prises par la BCE/ l'Eurosystème au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

**Stabilité des prix (Price stability)** : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

**Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]** : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises

des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

**Taux directeurs de la BCE (Key ECB interest rates)** : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

**Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates)** : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

**Taux de soumission minimal (Minimum bid rate)** : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner aux 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 :

Armand PUJAL  
Secrétaire général

Impression NAVIS, Paris  
Dépôt légal : Février 2012

