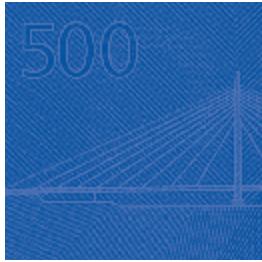


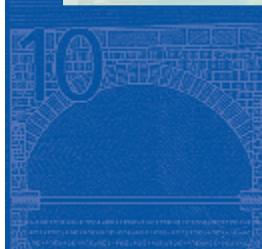


BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

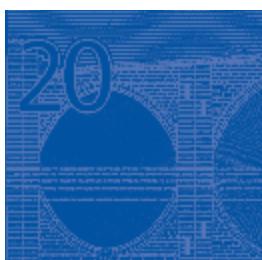
EUROSYSTÈME



BULLETIN MENSUEL AOÛT 2013



En 2013, toutes les publications de la BCE comportent un motif figurant sur le billet de 5 euros.



© Banque centrale européenne, 2013

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 31 juillet 2013.

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



TABLE DES MATIÈRES

ÉDITORIAL	5
ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES	
1 Environnement extérieur de la zone euro	9
Encadré 1 Introduction de l'euro en Lettonie au 1 ^{er} janvier 2014	15
2 Évolutions monétaires et financières	17
Encadré 2 L'indicateur de l'écart de financement externe perçu par les petites et moyennes entreprises de la zone euro	21
Encadré 3 Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le deuxième trimestre 2013	27
Encadré 4 Évolutions des marchés boursiers dans le contexte actuel de rendements faibles	48
Encadré 5 Les comptes intégrés de la zone euro au premier trimestre 2013	53
3 Prix et coûts	58
Encadré 6 Résultats de l'enquête du troisième trimestre 2013 auprès des prévisionnistes professionnels	63
4 Production, demande et marché du travail	68
Encadré 7 Les évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de la crise financière mondiale	71
ARTICLES	
Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière	79
Un dispositif de tests de résistance macroprudentiels pour l'analyse de la solvabilité des banques	97
STATISTIQUES DE LA ZONE EURO	
ANNEXES	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Publications de la Banque centrale européenne	V
Glossaire	VII

ABRÉVIATIONS

PAYS

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

AUTRES

AIF	Autres intermédiaires financiers
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CAF	Coût, assurance et fret à la frontière de l'importateur
CTCI Rév. 4	Classification type pour le commerce international (4 ^e version révisée)
CUME	Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie
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 1^{er} août, de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations disponibles ont confirmé la précédente évaluation du Conseil. Les tensions inflationnistes sous-jacentes devraient rester modérées à moyen terme dans la zone euro. Confirmant ce scénario, les évolutions monétaires, et en particulier celles du crédit, demeurent atones. Les anticipations d'inflation pour la zone euro continuent d'être solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Dans le même temps, les indicateurs de confiance récents tirés des données d'enquêtes font état d'une nouvelle amélioration par rapport à un bas niveau de départ et semblent confirmer la perspective d'une stabilisation de l'activité économique. La politique monétaire vise toujours à maintenir une orientation accommodante dans la mesure justifiée par les perspectives de stabilité des prix et à promouvoir des conditions stables sur le marché monétaire. Elle apporte ainsi son soutien à une reprise progressive de l'activité économique qui devrait intervenir dans les mois à venir et en 2014. S'agissant de l'avenir, l'orientation de la politique monétaire demeurera accommodante aussi longtemps que nécessaire. Le Conseil des gouverneurs confirme qu'il prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Cette anticipation continue de se fonder sur le maintien, à moyen terme, de perspectives inchangées d'une inflation globalement modérée, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie et de l'atonie de la dynamique monétaire. Au cours de la période à venir, le Conseil des gouverneurs suivra toutes les informations relatives aux évolutions économiques et monétaires et en évaluera l'incidence éventuelle sur les perspectives de stabilité des prix.

En ce qui concerne l'analyse économique, les indicateurs de confiance récents tirés des données d'enquêtes font état, après six trimestres de contraction du PIB dans la zone euro, d'une nouvelle amélioration modeste par rapport à un bas niveau de départ et semblent confirmer la perspective d'une stabilisation de l'activité à des niveaux faibles. Dans le même temps, la situation sur le marché du travail reste morose. Dans les mois à venir et en 2014, la croissance des exportations de la zone euro devrait bénéficier d'un raffermissement progressif de la demande mondiale et la demande intérieure devrait être soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et par la hausse récente du revenu réel provenant d'une inflation globalement moins élevée. En outre, les effets de l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'été dernier se font progressivement sentir sur l'économie réelle. Il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. Cela étant, le nécessaire processus d'ajustement des bilans restant à opérer dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique. Dans l'ensemble, l'activité économique de la zone euro devrait se stabiliser puis se redresser à un rythme modéré.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse. Les évolutions récentes des conditions sur les marchés monétaires et financiers mondiaux et les incertitudes qui y sont associées pourraient être de nature à influer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait notamment à la possibilité d'une demande, tant intérieure que mondiale, plus faible que prévu et d'une mise en œuvre trop lente ou insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,6 % en juillet 2013, sans changement par rapport à juin. Les taux annuels d'inflation devraient diminuer temporairement au cours des prochains mois, en raison notamment d'effets de base liés aux évolutions des prix de l'énergie observées douze mois plus tôt. Considérées dans la perspective de moyen terme appropriée, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues,



réflétant la faiblesse généralisée de la demande agrégée et le rythme modéré de la reprise économique. Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

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

S'agissant de l'analyse monétaire, l'expansion monétaire sous-jacente et, en particulier, la croissance du crédit sont demeurées atones en juin. La croissance annuelle de l'agréagat monétaire large (M3) a ralenti en juin, revenant à 2,3 %, contre 2,9 % en mai. En outre, la croissance annuelle de M1 a fléchi en juin, ressortant à 7,5 %, après 8,4 % en mai. Le taux de variation annuel des prêts au secteur privé a de nouveau diminué. Tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté de 0,3 % en juin, niveau pratiquement inchangé depuis le début de l'année, celui des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a encore reculé, s'inscrivant à – 2,3 % en juin, contre – 2,1 % en mai. La faible dynamique des prêts continue de traduire essentiellement le stade actuel du cycle économique, l'intensification du risque de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans des agents financiers et non financiers. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le deuxième trimestre 2013 confirme que le risque lié aux emprunteurs et l'incertitude macroéconomique restent les principaux facteurs restreignant la distribution de crédit par les banques. Dans le même temps, le degré de durcissement net des critères d'octroi de prêts aux sociétés non financières est demeuré inchangé au deuxième trimestre 2013 par rapport au premier trimestre et s'est atténué pour les prêts aux ménages.

Depuis l'été 2012, le financement des banques s'est considérablement amélioré, notamment à travers le renforcement de la base de dépôts domestiques dans un certain nombre de pays en proie à des difficultés. Afin de garantir une transmission adéquate de la politique monétaire aux conditions de financement dans les pays de la zone euro, il est essentiel que la résorption de la fragmentation des marchés du crédit de la zone euro se poursuive et que la résilience des banques soit renforcée lorsque c'est nécessaire. De nouvelles avancées décisives dans la mise en place d'une union bancaire permettront d'atteindre cet objectif.

En résumé, il ressort de l'analyse économique que les évolutions des prix devraient rester compatibles avec la stabilité des prix à moyen terme. Un recouplement avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme ce scénario.

S'agissant des politiques budgétaires, afin de replacer les ratios de dette sur une trajectoire baissière, les pays de la zone euro ne doivent pas relâcher leurs efforts de réduction des déficits publics. L'accent doit être mis sur des stratégies budgétaires propices à la croissance s'inscrivant dans une perspective de moyen terme, qui améliorent la qualité et l'efficacité des services publics tout en réduisant au minimum les effets de distorsion créés par la fiscalité. En vue de renforcer l'incidence globale de cette stratégie, les États membres doivent accélérer la mise en œuvre des mesures structurelles nécessaires afin de favoriser la compétitivité, la croissance et la création d'emplois. La suppression des rigidités du marché du travail, la réduction des contraintes administratives et le renforcement de la concurrence sur les marchés des biens et services soutiendront tout particulièrement les petites et moyennes entreprises. Ces réformes structurelles sont essentielles pour réduire le niveau actuellement élevé du chômage dans la zone euro, qui touche tout particulièrement les jeunes.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient deux articles. Le premier analyse la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de forte fragmentation des marchés financiers et fournit de nouvelles données empiriques concernant cette transmission dans les quatre principales économies de la zone euro. Le second article présente le dispositif de tests de résistance macroprudentiels de la BCE pour l'analyse de la solvabilité des banques et donne des exemples de son utilisation à des fins d'analyse de la politique monétaire.

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

L'économie mondiale poursuit sa croissance à un rythme modéré. Les perspectives de croissance sont un peu moins encourageantes sur les marchés émergents, mais des signes indiquent qu'elles s'améliorent dans les grandes économies avancées. La nature incertaine et fragile de la reprise mondiale a été soulignée par la volatilité récemment observée sur les marchés financiers. Les prix à la consommation ont recommencé à augmenter dans un certain nombre d'économies avancées et émergentes en juin, mais l'inflation globale à l'échelle mondiale reste contenue en raison de l'importance des capacités de production inutilisées.

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

La croissance de l'activité économique mondiale reste faible. Les indicateurs du climat des affaires se sont légèrement détériorés en juin, alors que les données solides ont présenté des résultats contrastés. L'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale est ressorti à 51,4 en juin, après 52,9 en mai, principalement sous l'effet d'un ralentissement de la croissance dans le secteur des services. Hors zone euro, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale est revenu à 52,0 en juin (cf. graphique 1), soit son niveau le plus bas sur un an. La croissance a commencé à se renforcer dans quelques économies avancées, mais le rythme de la reprise devrait rester modéré, l'activité étant contrainte par l'ajustement en cours des bilans, le resserrement de la politique budgétaire et des conditions toujours restrictives d'octroi des crédits dans certains pays. Sur les marchés émergents, les perspectives se sont récemment dégradées, car l'affaiblissement de la demande intérieure, le durcissement des conditions de financement dans certains pays et la morosité de l'environnement extérieur pèsent sur l'activité. Toutefois, la croissance enregistrée dans ces pays demeure nettement supérieure à celle observée dans les économies avancées, et elle apporte ainsi une contribution significative à l'activité économique mondiale.

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

(cvs ; données mensuelles)

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

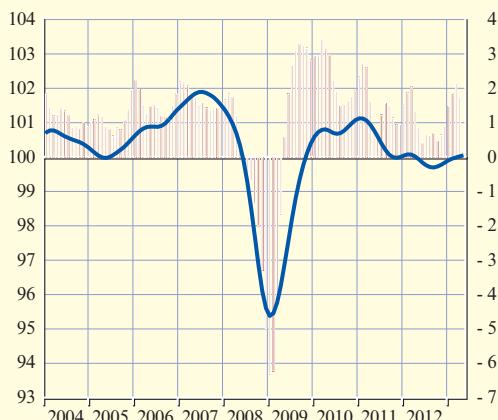


Source : Markit

Graphique 2 Indicateur composite avancé et production industrielle

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

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



Sources : OCDE et calculs de la BCE

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

Les indicateurs prospectifs pour l'économie mondiale ont été quelque peu contrastés ces derniers mois, mais ils continuent de faire état d'un rythme d'expansion modéré au second semestre 2013. La composante relative aux nouvelles commandes de l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de l'industrie mondiale (hors zone euro) a fléchi en juin, revenant à 51,8. De plus, l'indice mondial relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier (hors zone euro) s'est sensiblement détérioré en juin, à 48,4, passant pour la première fois en quatre mois sous le seuil de 50 qui indique une croissance nulle, ce qui laisse augurer la persistance de l'atonie du commerce mondial. Dans le même temps, l'indicateur composite avancé de l'OCDE, censé anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance, a progressé en mai 2013 pour le neuvième mois de suite et fait toujours état d'un léger renforcement de la croissance dans l'ensemble de la zone OCDE (cf. graphique 2). Les indicateurs relatifs aux différents pays continuent de faire apparaître des évolutions divergentes entre les principales économies, avec un raffermissement de la croissance aux États-Unis et au Japon et une stabilisation ou un ralentissement dans les grandes économies de marché émergentes.

Les perspectives de l'économie mondiale restent entourées d'une grande incertitude et la balance des risques pesant sur l'activité demeure orientée à la baisse. Les évolutions récentes des conditions sur les marchés monétaires et financiers à l'échelle mondiale et les incertitudes qui y sont associées pourraient être de nature à influer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à la possibilité d'une demande mondiale plus faible que prévu, aux répercussions d'une mise en œuvre lente ou insuffisante des réformes structurelles dans la zone euro, ainsi qu'à des problèmes d'ordre géopolitique et à des déséquilibres dans les principaux pays industrialisés, qui pourraient avoir une incidence sur les évolutions des marchés de matières premières et des marchés financiers internationaux.

1.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

Dans la plupart des économies avancées, l'inflation s'est de nouveau accentuée en juin. Dans la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 1,8 % en juin après 1,5 % en mai, sous l'effet du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires. Cette hausse de l'inflation annuelle a été observée dans la majorité des pays de l'OCDE, mais elle a été particulièrement prononcée aux États-Unis, au Japon et au Canada. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation dans la zone OCDE s'est légèrement ralentie en juin pour s'établir à 1,4 %. Parallèlement, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est accélérée dans la plupart des grandes économies émergentes en juin, en particulier en Chine (cf. tableau 1).

Tableau 1 Évolution des prix dans une sélection d'économies

	2011		2012		2013			
			Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
OCDE	2,9	2,3	1,7	1,8	1,6	1,3	1,5	1,8
États-Unis	3,2	2,1	1,6	2,0	1,5	1,1	1,4	1,8
Japon	- 0,3	0,0	- 0,3	- 0,6	- 0,9	- 0,7	- 0,3	0,2
Royaume-Uni	4,5	2,8	2,7	2,8	2,8	2,4	2,7	2,9
Chine	5,4	2,6	2,0	3,2	2,1	2,4	2,1	2,7
Pour mémoire :								
Inflation sous-jacente de l'OCDE ¹⁾	1,7	1,8	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5	1,4

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

1) Hors produits alimentaires et énergie

S'agissant des marchés des matières premières, les prix des matières premières énergétiques ont augmenté alors que les prix des matières premières hors énergie sont restés globalement stables en juillet. Entre le 1^{er} juillet et le 31 juillet 2013, les cours du *Brent* ont augmenté de 4,3 %, pour atteindre quelque 107 dollars le baril (cf. graphique 3). Les cours du pétrole ont augmenté en raison d'une conjonction de baisse de l'offre en provenance des pays de l'OPEP et d'anticipations d'une augmentation de la demande de pétrole raffiné. Du côté de l'offre, les baisses de production en Libye, au Nigéria et en Irak n'ont pas été complètement compensées par la hausse de l'offre en Arabie saoudite et dans les pays hors OPEP, de sorte que l'offre mondiale de pétrole a diminué en juin. L'instabilité politique en Égypte a exercé de nouvelles tensions sur les cours du pétrole en raison de l'importance de ce pays pour le transport du pétrole brut, mais la production n'a pas été perturbée. Du côté de la demande, les cours du pétrole ont augmenté en réaction à des anticipations de hausse de la demande en provenance des raffineries, avec la remise en service d'usines de traitement du pétrole brut après des travaux d'entretien. Les intervenants de marché s'attendent à une baisse des cours à moyen terme, les contrats à terme décembre 2014 se situant à 100 dollars le baril.

Après une baisse globale sur les derniers mois, les cours des matières premières hors énergie sont restés stables dans l'ensemble en juillet 2013, dans un contexte de relative volatilité (cf. graphique 3). Vers la fin du mois, l'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) se situait 9 % environ au-dessous du niveau atteint sur la période correspondante de l'année précédente.

1.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, la croissance du PIB en volume s'est accélérée au deuxième trimestre 2013. Selon l'estimation provisoire du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a augmenté de 1,7 % en rythme trimestriel annualisé au deuxième trimestre 2013, contre 1,1 % (chiffre révisé en baisse) au trimestre précédent. La progression du deuxième trimestre a résulté des dépenses de consommation – qui se sont toutefois légèrement ralenties par rapport au trimestre précédent – et de la vigueur de la FBCF, dans les segments de l'investissement tant résidentiel que non résidentiel. La variation des stocks a apporté une contribution de 0,4 point de pourcentage à la croissance. En revanche, la consommation publique a continué de freiner la croissance pour le troisième trimestre de suite, bien que le recul enregistré au deuxième trimestre ait été relativement modeste (– 0,4 % en rythme annualisé), après la contraction substantielle déjà enregistrée sur les deux trimestres précédents. Les exportations nettes ont apporté une contribution négative (– 0,8 point de pourcentage) à la croissance, reflétant la forte hausse des importations, qui n'a été que partiellement compensée par celle des exportations. Dans le même temps, le Bureau d'analyse économique a effectué des révisions complètes des données relatives au PIB, en remontant jusqu'à 1929, à savoir des modifications méthodologiques qui intègrent les dépenses de recherche et de développement à

Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières

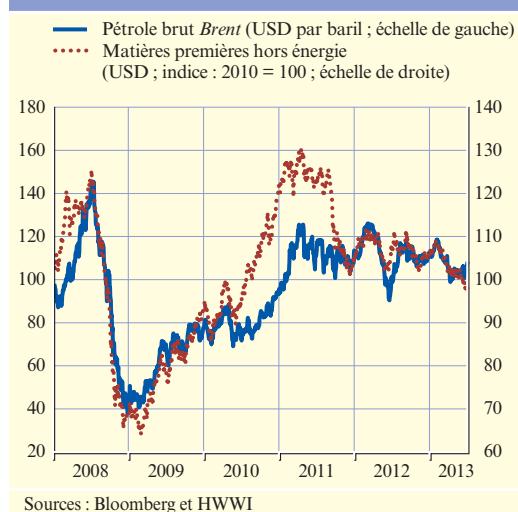


Tableau 2 Croissance du PIB en volume dans une sélection d'économies

(variations en pourcentage)	Taux de croissance annuels					Taux de croissance trimestriels		
	2011	2012	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2012 T4	2013 T1	2013 T2
États-Unis	1,8	2,8	2,0	1,3	1,4	0,0	0,3	0,4
Japon	- 0,5	1,9	0,4	0,2	-	0,3	1,0	-
Royaume-Uni	1,1	0,2	0,0	0,3	1,4	- 0,2	0,3	0,6
Chine	9,3	7,8	7,9	7,7	7,5	1,9	1,6	1,7

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

l'investissement non résidentiel et des modifications de la comptabilisation des retraites qui affectent le taux d'épargne des ménages. Les nouvelles données font état d'une croissance annuelle moyenne du PIB supérieure de quelque 0,2 point de pourcentage sur les dix dernières années. En particulier, la croissance pour 2012 a été sensiblement révisée en hausse, passant de 2,2 % à 2,8 %, en raison d'une activité plus soutenue au premier semestre.

Les indicateurs tirés d'enquêtes publiés récemment donnent à penser que l'économie poursuivra sa croissance à un rythme modéré, soutenue par une amélioration continue des marchés de l'immobilier résidentiel et du travail, ainsi que par une atténuation progressive du frein constitué par l'ajustement en cours des bilans et par la rigueur budgétaire. Selon l'édition de juillet du *Livre beige du Système fédéral de réserve*, l'activité économique a continué de se raffermir dans les différents districts des États-Unis, les enquêtes régionales relatives à l'industrie manufacturière confirmant les prévisions de redressement dans ce secteur au troisième trimestre. La reprise du marché de l'immobilier résidentiel devrait rester soutenue, comme l'indique le niveau élevé de confiance des constructeurs en juillet. De plus, la confiance des consommateurs a atteint des niveaux record en juillet, ce qui indique que la consommation privée devrait demeurer robuste.

La hausse annuelle de l'IPC s'est accélérée de 0,4 point de pourcentage à 1,8 % en juin, après 1,4 % en mai. Cette évolution s'explique dans une large mesure par une accélération de la hausse des prix de l'énergie, qui s'est inscrite en territoire positif après trois mois consécutifs de taux de croissance négatifs. La hausse des prix des produits alimentaires est ressortie à 1,4 %, alors que l'inflation sous-jacente fléchissait légèrement à 1,6 %, après 1,7 % en mai, en raison de faibles hausses des prix des soins médicaux et des services de transport. Sur l'ensemble du deuxième trimestre 2013, l'IPC annuel s'est établi en moyenne à 1,4 %, en recul après 1,7 % au premier trimestre. À terme, l'inflation devrait rester modérée en raison de la persistance d'importantes capacités de production inutilisées dans l'économie.

Le 31 juillet 2013, le Comité fédéral de l'*open market* a décidé de maintenir la fourchette de son taux objectif des fonds fédéraux entre 0 % et 0,25 % et estimé que le maintien de ce taux à des niveaux exceptionnellement bas serait justifié au moins tant que le taux de chômage serait supérieur à 6,5 %, que les prévisions d'inflation à un horizon compris entre un an et deux ans ne dépasseraient pas 2,5 % et que les anticipations d'inflation à long terme resteraient solidement ancrées. Comme annoncé antérieurement, le Comité poursuivra ses rachats de produits de titrisation de crédits immobiliers (RMBS) des agences hypothécaires américaines à hauteur de 40 milliards de dollars par mois et de bons du Trésor à long terme à hauteur de 45 milliards de dollars par mois. Plus tard dans l'année, il devrait réduire ses achats d'actifs par rapport au rythme actuel, si l'économie continue de s'améliorer comme prévu. Le programme d'achat d'actifs devrait, dans ce cas, s'achever à mi-2014.

JAPON

L'économie japonaise a continué de progresser à un rythme soutenu, la demande intérieure et le secteur extérieur contribuant tous deux positivement à la croissance. Les indicateurs du climat des affaires laissent présager la poursuite d'une croissance robuste durant le reste de l'année. Sur le plan intérieur, la production industrielle a augmenté de 1,4 % en rythme trimestriel, en dépit d'un recul de 3,3 % en glissement mensuel en juin. La croissance de la consommation privée a fléchi en juin, mais à un rythme plus lent que le mois précédent. Dans le même temps, les exportations et les importations de biens en volume ont augmenté en juin, de 2,0 % et 3,1 % en glissement mensuel, respectivement. Les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise publiés récemment font état d'une certaine atonie, l'indice de diffusion global des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier étant revenu de 54,2 à 52,3, indiquant un léger ralentissement de la dynamique de la croissance en juillet, et ce bien que l'indice soit resté dans la zone d'expansion pour le cinquième mois de suite.

La hausse des prix à la consommation a continué de s'accentuer depuis le début de l'année, l'indice global ayant quitté le territoire négatif en juin 2013. La hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 0,2 % en juin, contre – 0,3 % le mois précédent, principalement en raison du renchérissement de l'énergie. En conséquence, les prix à la consommation hors produits alimentaires, boissons et énergie ont enregistré une hausse moins marquée, passant de – 0,4 % à – 0,2 % en juin.

Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, les 10 et 11 juillet 2013, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangée sa cible de base monétaire. Après les résultats des élections à la Chambre haute le 21 juillet 2013, des progrès sont attendus en matière de réformes structurelles, pour lesquelles des objectifs avaient été fixés dans les politiques de base pour la gestion économique et budgétaire et la réforme structurelle (*Basic Policies for Economic and Fiscal Management and Reform*).

ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, la croissance économique s'est accélérée au premier semestre 2013. Selon l'estimation provisoire, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2013. Cette évolution a principalement résulté de la croissance enregistrée dans le secteur des services, mais l'industrie et la construction ont également apporté une contribution positive. En dépit de la dynamique relativement soutenue de la croissance au premier semestre 2013, la reprise économique devrait rester progressive. Malgré les progrès constatés récemment, l'ajustement des bilans des secteurs public et privé devrait peser sur la demande intérieure pendant quelques temps, tandis que les perspectives de croissance des exportations demeurent modestes. La faiblesse de la hausse du pouvoir d'achat des ménages devrait également freiner la demande intérieure, même si les marchés du travail ont continué de faire preuve d'une relative résistance, le taux de chômage oscillant à des niveaux tout juste inférieurs à 8 %. Les marchés de l'immobilier résidentiel, dopés par les récentes mesures, ont affiché des signes de redressement mais la dynamique de la croissance du crédit est restée faible. Pour l'avenir, l'amélioration régulière des principaux indicateurs tirés des enquêtes ces derniers mois laisse présager une poursuite de la reprise à court terme.

La hausse annuelle de l'IPC est restée relativement élevée dans un contexte marqué ces derniers mois par une certaine volatilité qui s'explique principalement par des facteurs ponctuels. En juin 2013, l'inflation globale a augmenté de 0,2 point de pourcentage, ressortant à 2,9 %, tandis que la hausse de l'IPC hors énergie et produits alimentaires non transformés est restée stable, à 2,5 %. Au cours des prochains mois, les tensions inflationnistes devraient être contenues par le faible degré d'utilisation des facteurs travail et capital à moyen terme. Toutefois, les augmentations des prix administrés et réglementés, ainsi que la dépréciation de la livre sterling en début d'année, pourraient exercer des tensions à la hausse sur l'inflation. Lors de sa réunion du 4 juillet 2013, le Comité de politique

monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir son taux directeur à 0,5 % et le montant de son programme de rachats d'actifs à 375 milliards de livres.

CHINE

En Chine, les publications de données continuent de faire état d'un ralentissement du rythme de la croissance. La hausse du PIB en volume s'est ralentie, revenant à 7,5 % au deuxième trimestre 2013 contre 7,7 % au trimestre précédent. Elle a été alimentée par la vigueur des investissements et, dans une moindre mesure, par la consommation. La morosité de l'environnement extérieur est un facteur essentiel du ralentissement de la dynamique de la croissance. Compte tenu de la structure économique de la Chine, tournée vers les exportations, la faiblesse de la demande extérieure, conjuguée au raffermissement du renminbi au premier semestre 2013, ont pesé sur les exportations qui ont diminué en juin par rapport à la période correspondante de l'année précédente. En conséquence, la croissance s'est ralentie dans le secteur manufacturier, comme le montre le nouveau fléchissement de la hausse de la production industrielle en juin. Les importations sont également ressorties en baisse, reflétant l'étroite intégration de la Chine dans les chaînes d'approvisionnement internationales. Toutefois, d'autres pans de l'économie ont continué de se montrer plus robustes, comme le confirment la progression des ventes au détail et la vigueur persistante du marché de l'immobilier, les prix des logements s'inscrivant en hausse dans le pays. L'indice rapide Markit des directeurs d'achat du secteur manufacturier pour juillet a continué de flétrir, indiquant un ralentissement de la croissance dans ce secteur. En conséquence, le gouvernement chinois a pris des mesures fin juillet pour stabiliser la croissance, notamment une exonération temporaire de la TVA et de la taxe professionnelle pour les PME, une simplification des procédures douanières et une accélération de la construction de voies ferrées.

La hausse annuelle de l'IPC s'est établie à 2,7 % en juin, bien en dessous de la cible de 3,5 % fixée pour 2013, tandis que la hausse de l'indice des prix à la production est restée négative depuis mars 2012. La croissance du crédit et des prêts s'est encore ralentie en juin mais est restée nettement supérieure à celle du PIB nominal.

1.4 TAUX DE CHANGE

En juillet, l'euro s'est apprécié vis-à-vis des devises de la plupart de ses partenaires commerciaux. Le 31 juillet 2013, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt et un principaux partenaires commerciaux de la zone euro, se situait 0,9 % au-dessus de son niveau du début du mois et 7,9 % au-dessus de son niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3).

En termes bilatéraux, en juillet, l'euro s'est apprécié vis-à-vis des principales devises, dont le dollar (de 1,8 %) et la livre sterling (de 2,0 %), mais est resté stable contre le yen japonais. Au cours de cette période, l'euro s'est également apprécié vis-à-vis des devises des principales économies émergentes, mais s'est principalement déprécié

Graphique 4 Taux de change effectif nominal de l'euro



Source : BCE

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

Tableau 3 Évolutions du taux de change de l'euro

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

	Pondération dans le taux de change effectif de l'euro (TCE-21)	Variations du taux de change de l'euro au 31 juillet 2013 par rapport au	
		1 ^{er} juillet 2013	31 juillet 2012
TCE-21		0,9	7,9
Yuan renminbi chinois	18,6	1,8	4,1
Dollar des États-Unis	16,8	1,8	8,1
Livre sterlina	14,8	2,0	11,4
Yen japonais	7,1	0,0	35,4
Franc suisse	6,4	- 0,2	2,5
Zloty polonais	6,1	- 2,2	3,2
Couronne tchèque	5,0	- 0,5	2,4
Couronne suédoise	4,7	0,2	4,2
Won sud-coréen	3,9	0,7	7,4
Forint hongrois	3,2	1,9	7,4
Couronne danoise	2,6	- 0,1	0,2
Leu roumain	2,0	- 1,0	- 3,8
Kuna croate	0,6	0,8	- 0,1

Source : BCE

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

contre celles des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, notamment le zloty polonais (de 2,2 %), la couronne tchèque (de 0,5 %) et le leu roumain (de 1,0 %).

Les devises qui participent au MCE II sont restées globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches. Le 9 juillet 2013, le Conseil de l'UE a adopté une décision autorisant la Lettonie à adopter l'euro comme monnaie officielle au 1^{er} janvier 2014 (cf. également l'encadré 1).

Encadré I

INTRODUCTION DE L'EURO EN LETTONIE AU 1^{ER} JANVIER 2014

À la suite d'une demande formulée par la Lettonie le 5 mars 2013, la BCE et la Commission européenne ont préparé leurs *Rapports sur la convergence* respectifs conformément à l'obligation posée par l'article 140 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne de faire rapport au Conseil de l'Union européenne sur les progrès réalisés par un État membre de l'UE dans l'accomplissement de ses obligations pour la réalisation de l'Union économique et monétaire. Ces rapports ont été publiés le 5 juin 2013. Sur la base de l'examen des résultats, la Commission européenne est parvenue à la conclusion que la Lettonie avait rempli les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique. La décision du Conseil de l'UE du 9 juillet 2013 autorise la Lettonie à adopter l'euro comme monnaie officielle au 1^{er} janvier 2014. À partir de cette date, la zone euro sera composée de dix-huit pays.

Le Conseil de l'UE a également adopté un règlement déterminant le taux de conversion irrévocable entre le lats letton et l'euro. Le taux de conversion est fixé à 0,702804 lats pour un euro, niveau correspondant au cours pivot défini lorsque la monnaie lettone a rejoint le mécanisme de change européen (MCE II). Depuis son entrée dans le MCE II en mai 2005, le cours pivot de la monnaie lettone par rapport à l'euro n'a pas été modifié et son taux de change a été maintenu par la Latvijas Banka à l'intérieur d'une marge de fluctuation de $\pm 1\%$ autour de son cours pivot sous la forme d'un engagement unilatéral qui n'impose aucune obligation supplémentaire à la BCE. Le choix du cours pivot actuel comme taux de conversion du lats a été appuyé par la BCE.

Suite à la détermination de ce taux, la BCE et la Latvijas Banka surveilleront les évolutions du taux de change de marché du lats contre euro dans le cadre de l'accord sur le MCE II jusqu'à fin 2013.

L'adoption de l'euro était un objectif de longue date pour la Lettonie. L'introduction de la monnaie unique fournira au pays un point d'ancrage pour une stabilité macroéconomique durable et la poursuite de la convergence économique.

Dans le même temps, la participation à une union monétaire entraîne une décision irrévocable de renoncer aux instruments monétaires et de change nationaux et implique donc une importance accrue des politiques nationales pour maintenir l'économie sur une trajectoire de croissance équilibrée et durable. Afin de profiter pleinement des avantages de l'euro, il sera important que la Lettonie poursuive sur la voie d'un assainissement budgétaire global conformément aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance et du cadre de gouvernance budgétaire de l'ensemble de l'UE. Il sera également important d'engranger les gains de compétitivité obtenus ces dernières années en évitant une nouvelle accélération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. En outre, bien que la Lettonie ait fait preuve d'une forte capacité d'ajustement économique, elle devra encore améliorer la qualité de ses institutions et de sa gouvernance.

Dans le secteur financier, le recours d'une partie significative du secteur bancaire au financement par les dépôts des non-résidents, même s'il ne s'agit pas d'un phénomène récent, représente un risque important pour la stabilité financière. Outre des politiques microprudentielles appropriées, il est essentiel qu'une large panoplie de mesures soit disponible pour préserver la stabilité financière. Elles doivent comporter notamment : (a) des mesures macroprudentielles, une analyse du bilan de l'État et des tests de résistance ; (b) des mécanismes de financement adéquats du système de garantie des dépôts ; (c) des outils de résolution et de redressement efficaces ; (d) un suivi renforcé de toute accumulation de déséquilibres macroéconomiques susceptibles de menacer la stabilité financière, avec la volonté d'adopter des mesures supplémentaires si nécessaire ; et (e) des normes les plus élevées qui soient pour la mise en œuvre des règles internationales de prévention du blanchiment de capitaux. La Lettonie a déjà réalisé des progrès importants dans cette voie. Enfin, la stabilité financière devrait également profiter de la participation de la Lettonie au mécanisme de surveillance unique, qui doit entrer en vigueur au deuxième semestre 2014.

Au total, il est important que la Lettonie se garde de tout excès de confiance après l'adoption de l'euro afin de pouvoir exploiter toutes les opportunités offertes par la monnaie unique. Les autorités lettonnes ont annoncé des engagements importants de politique publique pour garantir le caractère durable de la convergence de l'économie lettonne lorsqu'elle aura rejoint la zone euro. Ces politiques devront être poursuivies avec détermination afin de faciliter la participation sans heurt de la Lettonie à l'Union monétaire sur le long terme.

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

La croissance annuelle de M3 s'est ralentie en juin 2013, confirmant l'atonie de la dynamique monétaire sous-jacente. La croissance annuelle de M1 s'est inscrite en recul mais, sous l'effet de la préférence persistante pour la liquidité, elle est demeurée forte et a été l'unique contributeur à la croissance de M3. Du côté des contreparties, la progression annuelle de l'agrégat large a été soutenue en majeure partie par la poursuite d'entrées nettes de capitaux dans la zone euro et par une diminution des engagements financiers à long terme. En revanche, l'activité de prêt des IFM au secteur privé non financier de la zone euro s'est à nouveau contractée, reflétant essentiellement les faibles niveaux de la demande, même si des contraintes d'offre restent présentes dans un certain nombre de pays.

AGRÉGAT LARGE M3

Le taux de croissance annuel de M3 est ressorti à 2,3 % en juin 2013, contre 2,9 % en mai, reflétant une sortie mensuelle significative qui peut en partie s'expliquer par la dissipation de facteurs spécifiques observés en avril (cf. graphique 5). S'agissant des composantes, l'unique contributeur à la croissance de M3 en juin a été la progression de l'agrégat M1 qui, bien qu'en recul, continue d'être soutenue par une forte préférence pour la liquidité, probablement liée aux faibles coûts d'opportunité de la détention de dépôts à vue, dans un environnement de taux d'intérêt à court terme extrêmement bas. Les contributions à la croissance annuelle de M3 de la part des autres composantes sont demeurées globalement stables en juin, s'établissant à zéro environ pour les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2 – M1) et en territoire négatif pour les instruments négociables (M3 – M2). Ces évolutions dénotent également une recherche de rendement dans un contexte de faible rémunération des actifs monétaires.

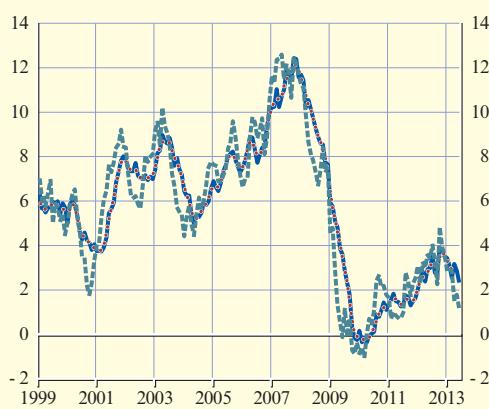
Du côté des contreparties, la croissance annuelle de M3 en juin a de nouveau été soutenue par une amélioration de la position extérieure nette des IFM, résultant de la poursuite d'entrées nettes de capitaux dans la zone euro. De nouveaux achats de titres d'emprunts publics par les IFM, notamment dans certains pays de la zone, et des sorties au titre des engagements financiers à long terme, en particulier des remboursements nets de titres de créance à long terme, ont également été source de création monétaire. En revanche, comme lors des deux mois précédents, les évolutions de M3 ont été freinées par d'importants remboursements nets de prêts au secteur privé.

Le volume des principaux actifs des IFM de la zone euro s'est encore contracté en juin, en liaison avec la poursuite du processus de désendettement observé depuis le printemps 2012. La baisse mensuelle observée en juin s'explique principalement par des remboursements nets de prêts au secteur privé et de prêts interbancaires. En revanche, les avoirs extérieurs et les portefeuilles de titres d'État détenus par les IFM ont continué de s'accroître. En juin, on a également enregistré une augmentation du recours des IFM de la zone

Graphique 5 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

euro à la liquidité fournie par l'Eurosystème, évolution qui, comme l'indiquent les données provisoires pour juillet, semble être une interruption temporaire de la tendance baissière observée depuis août 2012. Le renforcement de la base de dépôts dans de nombreux pays en proie à des difficultés continue d'aller dans le sens d'une nouvelle réduction de la fragmentation financière.

PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 a fléchi pour ressortir à 7,5 % en juin 2013, après 8,4 % en mai. Ce ralentissement reflète une sortie mensuelle substantielle au titre des dépôts à vue, en particulier ceux détenus par le secteur des intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (AIF), en raison de la dissipation des facteurs spécifiques affectant ce secteur en avril. En revanche, le secteur des ménages a enregistré une entrée modérée au titre des dépôts à vue en juin. La croissance annuelle des dépôts à vue est demeurée soutenue, reflétant la préférence persistante du secteur détenteur de monnaie pour la liquidité dans un contexte de faiblesse relative des coûts d'opportunité de la détention de l'agrégat monétaire étroit.

Le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue s'est inscrit en baisse en juin, à – 0,1 %, après 0,0 % en mai. Cette évolution résulte d'une nouvelle contraction des dépôts à court terme (c'est-à-dire d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans) et d'un ralentissement de la progression annuelle des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois). Ainsi, M1 a été la seule grande composante à apporter une contribution positive à la croissance annuelle de l'agrégat large en juin.

Le taux de croissance annuel des instruments négociables a encore accentué sa contraction en juin, ressortant à – 16,4 % contre – 15,8 % en mai. Cette baisse reflète essentiellement des sorties mensuelles enregistrées par les titres d'OPCVM monétaires et, dans une moindre mesure, des sorties au titre des pensions, tandis que les titres de créance à court terme des IFM (c'est-à-dire d'une durée inférieure ou égale à deux ans) ont enregistré une faible entrée. La poursuite des sorties enregistrées par les titres d'OPCVM monétaires est conforme au profil mensuel négatif observé durant la majeure partie des 12 derniers mois et peut être attribuée au faible rendement de cette classe d'actifs et à une réduction de l'aversion pour le risque du secteur détenteur de monnaie, conduisant à une quête de rendement.

Le taux de croissance annuel des dépôts de M3 (qui recouvrent les pensions et représentent l'agrégat monétaire le plus large pour lequel une ventilation sectorielle est rapidement disponible) a fléchi en juin, revenant à 4,1 %, après 4,7 % en mai. Cette évolution s'explique par la baisse des contributions des dépôts détenus par les ménages et par les sociétés non financières. Ces contributions avaient progressivement augmenté entre mi-2012 et mai 2013, sous l'effet de la préférence pour la liquidité. Au niveau des différents pays, les taux de croissance annuels des dépôts de M3 ont été hétérogènes en juin, des améliorations de la base de dépôts pouvant toutefois être observées dans un certain nombre de pays en proie à des difficultés, notamment en Espagne et en Irlande, contribuant à une nouvelle réduction de la fragmentation financière.

PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

Les financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro se sont contractés de 0,3 % en rythme annuel en juin 2013, après 0,2 % en mai (cf. tableau 4). La croissance annuelle des créances sur les administrations publiques s'est ralentie pour s'inscrire à 2,7 %, après 3,2 % en mai. Le flux mensuel des concours aux administrations publiques a été légèrement positif, reflétant des remboursements nets de prêts qui ont été plus que contrebalancés par d'importants achats par les IFM de titres d'emprunts publics nationaux dans certains pays de la zone euro.

Tableau 4 Tableau synthétique des variables monétaires

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

	Encours en pourcentage de M3 ¹⁾	Taux de croissance annuels					
		2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 Mai	2013 Juin
M1	53,5	4,6	6,2	6,8	8,1	8,4	7,5
Billets et pièces en circulation	9,0	5,3	3,0	1,7	2,7	2,6	2,1
Dépôts à vue	44,6	4,5	6,9	7,8	9,3	9,7	8,6
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	39,4	1,3	1,6	1,3	0,1	0,0	- 0,1
Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	17,8	- 0,9	- 1,8	- 3,7	- 6,0	- 6,2	- 5,9
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	21,6	3,5	4,8	6,0	5,8	5,7	5,4
M2	93,0	3,2	4,2	4,3	4,6	4,7	4,1
M3 – M2 (= instruments négociables)	7,0	1,9	- 2,3	- 8,5	- 15,0	- 15,8	- 16,4
M3	100,0	3,1	3,6	3,2	2,8	2,9	2,3
Créances sur les résidents de la zone euro	0,9	0,5	0,0	- 0,1	- 0,2	- 0,3	
Créances sur les administrations publiques	9,2	8,3	4,2	3,3	3,2	2,7	
Prêts aux administrations publiques	1,5	1,9	- 0,8	- 2,5	- 3,2	- 5,9	
Créances sur le secteur privé	- 1,0	- 1,3	- 1,0	- 1,0	- 1,0	- 1,1	
Prêts au secteur privé	- 0,6	- 0,8	- 0,8	- 1,1	- 1,1	- 1,6	
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,6	- 0,7	- 1,0	
Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)	- 4,3	- 5,1	- 5,1	- 4,6	- 4,3	- 4,3	

Source : BCE

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

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

Le taux de variation annuel des concours au secteur privé a légèrement fléchi en juin, s'établissant à - 1,1 %, après - 1,0 % en mai. Cette évolution reflète essentiellement une nouvelle baisse du taux de croissance annuel des prêts, tandis que la progression annuelle des titres autres que des actions est devenue moins négative et que celle des actions et autres participations a augmenté pour le deuxième mois consécutif. Le recul de la croissance annuelle des prêts consentis au secteur privé s'est accentué, à - 1,0 % en juin, après - 0,7 % en mai (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation), reflétant des remboursements nets dans différents secteurs, principalement ceux des AIF et des sociétés non financières.

Les remboursements nets mensuels de prêts aux sociétés non financières ont été importants en juin, à 12 milliards d'euros, après les montants élevés, de 18 milliards, enregistrés en mai et en avril. Ces remboursements ont été observés dans l'ensemble des grands pays de la zone euro et ont été généralement concentrés sur des prêts à court terme. Par conséquent, le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a poursuivi sa baisse, ressortant à - 2,3 % en juin, après - 2,1 % en mai (cf. tableau 5). L'encadré 2 présente un nouvel indicateur composite des évolutions, perçues par les entreprises elles-mêmes, de l'écart de financement externe pour les petites et moyennes entreprises de la zone euro. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté inchangé à 0,3 %, en raison de la modération des remboursements nets mensuels. En juin, ces remboursements ont concerné principalement les crédits à la consommation, tandis que les prêts au logement et les autres prêts ont enregistré des flux mensuels négligeables.

Dans l'ensemble, la croissance des crédits octroyés au secteur privé non financier est demeurée modérée dans la zone euro, reflétant essentiellement les faibles niveaux de la demande, même si des contraintes d'offre restent présentes dans un certain nombre de pays. La morosité de l'activité économique et la persistance d'une forte incertitude continuent de peser sur la demande et l'offre de prêts bancaires. À cet égard, l'enquête de juillet 2013 sur la distribution du crédit bancaire indique que la faiblesse de la FBCF est le principal facteur explicatif de l'atonie des crédits aux sociétés non financières. En outre, tandis que cette enquête fait état dans l'ensemble de faibles variations du

Tableau 5 Prêts des IFM au secteur privé

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

	Encours en pourcentage du total ¹⁾	Taux de croissance annuels					
		2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 Mai	2013 Juin
Sociétés non financières	41,6	- 0,8	- 1,9	- 2,5	- 3,0	- 3,1	- 3,2
Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾	—	- 0,5	- 1,4	- 1,4	- 1,9	- 2,1	- 2,3
≤ à 1 an	24,9	- 0,4	- 1,3	0,7	- 0,7	- 1,4	- 2,1
> à 1 an et ≤ à 5 ans	17,3	- 3,8	- 5,2	- 5,9	- 6,5	- 6,3	- 6,4
> à 5 ans	57,8	0,0	- 1,0	- 2,7	- 2,8	- 2,9	- 2,7
Ménages ³⁾	48,9	0,2	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0
Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾	—	1,0	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3
Crédits à la consommation ⁴⁾	11,2	- 2,4	- 2,9	- 3,2	- 3,4	- 3,5	- 3,6
Prêts au logement ⁴⁾	73,3	0,7	1,1	1,4	1,1	1,0	0,8
Autres prêts	15,5	- 0,5	- 0,6	- 1,0	- 0,9	- 1,0	- 1,0
Sociétés d'assurance et fonds de pension	0,9	- 9,1	- 4,2	6,1	12,1	12,0	11,1
Autres intermédiaires financiers non monétaires	8,7	- 2,8	- 1,4	- 0,1	- 0,1	0,3	- 3,2

Source : BCE

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

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

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

3) Conformément à la définition du SEC 95

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

durcissement net des critères d'octroi des crédits bancaires (et même d'une atténuation s'agissant des prêts aux ménages), elle continue d'indiquer que le risque lié aux emprunteurs et l'incertitude macroéconomique sont les principaux facteurs restreignant les politiques des banques en matière de distribution du crédit (cf. encadré 3). Dans le même temps, la fragmentation persistante des marchés financiers et les fortes contraintes pesant sur l'offre de crédit, bien que s'atténuant ces derniers mois, continuent de freiner la croissance des financements. Enfin, la persistance d'un niveau élevé d'endettement, tant pour les ménages que pour les sociétés non financières, dans un certain nombre de pays pèse également sur la progression des prêts. Une analyse d'ensemble de l'épargne, de l'investissement et du financement, ventilés par secteurs institutionnels, est présentée dans l'encadré 5.

Le taux de croissance annuel des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) est demeuré négatif en juin, à - 4,3 %. Le flux mensuel a également été négatif, en raison de remboursements nets de titres de créance à long terme des IFM. La diminution des portefeuilles de titres de créance des IFM du secteur détenteur de monnaie reflète des considérations de financement

Graphique 6 Contreparties de M3

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

- Crédances sur le secteur privé (1)
- Crédances sur les administrations publiques (2)
- Crédances 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.

et de nature réglementaire. Premièrement, la réduction en cours du levier d'endettement favorise la diminution du financement de marché. Deuxièmement, des modifications de la réglementation de la liquidité incitent les banques à accroître leurs financements par les dépôts et à réduire leur recours aux titres de créance. Enfin, les discussions en cours relatives au cadre de résolution et de redressement des banques pourraient accroître la perception par les investisseurs des risques attachés à l'endettement des banques. Contrairement aux titres de créance à long terme, les dépôts à long terme (corrigés de l'incidence des titrisations non sorties des bilans, c'est-à-dire à l'exclusion des dépôts à long terme détenus par les FCC spécialisés dans les opérations de titrisation) ont enregistré des entrées mensuelles, en partie liées à des actions des autorités de réglementation. Le poste « capital et réserves » a de nouveau augmenté en juin.

Les importantes entrées de capitaux dans la zone euro, observées depuis juillet 2012, sont actuellement le principal facteur soutenant la croissance de M3, et contrebalancent la contribution négative des remboursements nets de prêts au secteur privé. Sur douze mois, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 288 milliards d'euros en juin 2013, après une augmentation de 267 milliards en mai (cf. graphique 6).

Dans l'ensemble, les données relatives aux six premiers mois de 2013 confirment que la dynamique sous-jacente de la croissance monétaire, et en particulier du crédit, demeure faible. En outre, les dernières données monétaires semblent également indiquer que la fragmentation financière dans la zone euro s'est atténuée ces derniers mois, tout en demeurant importante.

Encadré 2

L'INDICATEUR DE L'ÉCART DE FINANCEMENT EXTERNE PERÇU PAR LES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES DE LA ZONE EURO

Cet encadré présente un nouvel indicateur composite de l'évolution de l'écart de financement externe des petites et moyennes entreprises (PME) de la zone euro telle que perçue par ces mêmes entreprises¹. L'indicateur s'appuie sur les données tirées de l'enquête de la BCE sur l'accès des PME au financement dans la zone euro (enquête SAFE)². Il met en relation les réponses à l'enquête relatives à l'évolution du besoin de financement externe des entreprises et celles concernant l'évolution perçue de leur accès à ce type de financement³. La granularité de l'enquête (réalisée à partir des réponses des entreprises) permet d'évaluer l'évolution perçue de l'écart de financement externe entre différents pays, tailles d'entreprises et secteurs d'activité économique. En outre, une analyse par régression est présentée, retracant la relation existant entre l'indicateur composite et les caractéristiques propres à l'entreprise, telles que décrites dans l'enquête SAFE.

L'intérêt que présente un indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement externe

L'écart entre la perception par les PME de leur besoin de financement externe, au titre notamment de la FBCF ou du fonds de roulement, et celle qu'elles ont de leur accès au financement externe (sous la forme de prêts bancaires, de découverts bancaires, de crédits commerciaux, de titres de créance et d'actions), telles que déclarées dans l'enquête SAFE, servent de base à l'évaluation du

1 Pour plus de détails, cf. A. Ferrando, S. Griesshaber, P. Köhler-Ulbrich, S. Perez-Duarte et N. Schmitt, *Measuring the opinion of firms on the supply and demand of external financing in the euro area*, Banque des règlements internationaux, Actes de la sixième conférence du Comité Irving Fisher *Statistical issues and activities in a changing environment*, Bâle, 28 et 29 août 2012, IFC Bulletin n° 36, février 2013

2 L'enquête SAFE est publiée deux fois par an sur le site internet de la BCE.

3 L'évolution perçue de l'écart de financement externe, telle qu'elle ressort de l'enquête SAFE, diffère de l'écart de financement calculé à partir des comptes intégrés de la zone euro, qui correspond au rapport entre capacité nette/besoin net et PIB, et mesure globalement l'excédent/déficit de recettes des entreprises rapporté à leurs dépenses d'investissement.

degré de contraintes de financement qui pèsent sur les PME. Lorsque les PME présentent un besoin élevé de financement externe, en particulier lorsque celui-ci va de pair avec un accès limité à ce type de financement, cela peut avoir d'importantes conséquences négatives sur le financement effectif de l'activité économique, l'investissement et les programmes de recrutement des entreprises étant alors différés et le risque de liquidité accru. À l'inverse, un accès limité au financement externe peut avoir relativement moins d'effets négatifs sur l'économie réelle lorsque le besoin de financement externe reste modéré. Dans ce contexte, l'indicateur de l'écart de financement externe vise à mettre en relation les informations relatives aux conditions de l'offre et de la demande (du point de vue des entreprises emprunteuses dans les deux cas) de financement externe.

Le besoin des PME en prêts bancaires et leur accès à ces financements au niveau agrégé

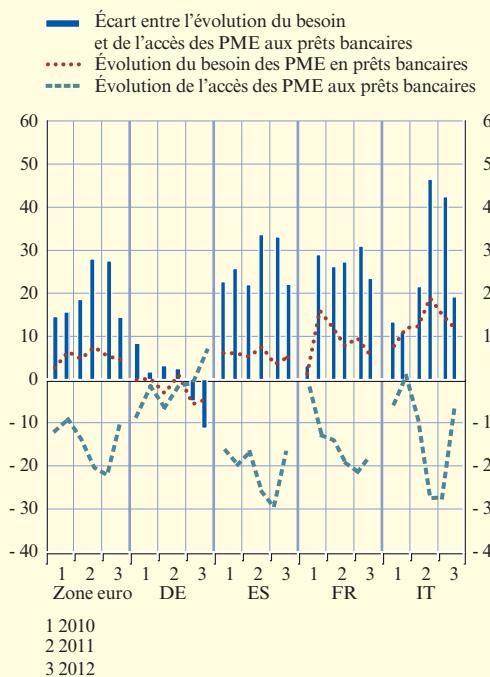
Pour commencer, le graphique A retrace le pourcentage net de PME faisant état d'une augmentation/diminution de leur besoin en prêts bancaires (en tant que principal instrument de financement externe des PME), le pourcentage net de PME indiquant une amélioration/détérioration de leur accès aux prêts bancaires, ainsi que la différence entre ces deux séries. Cette différence est une estimation, au niveau agrégé, de l'évolution perçue de l'écart de financement externe des PME en termes de prêts bancaires. On constate que l'écart s'est de plus en plus creusé pour les PME de la zone euro jusqu'en septembre 2012, mais dans une moindre mesure au cours de la période allant du quatrième trimestre 2012 au premier trimestre 2013 (qui correspond à la dernière vague d'enquête SAFE). S'agissant des grands pays de la zone euro, l'écart relatif aux prêts bancaires consentis aux PME s'est nettement creusé jusqu'en 2012, notamment en Italie et en Espagne, et à un moindre degré en France. En revanche, l'écart s'est très légèrement creusé en Allemagne en 2010 et 2011, avant de se resserrer (traduisant, en termes nets, une amélioration de l'accès des PME aux prêts bancaires plus importante que l'augmentation de leurs besoins) en 2012.

Un indicateur composite de l'évolution perçue de l'écart de financement externe des PME au niveau de l'entreprise

À partir des données agrégées, telles que présentées dans le graphique A, il n'est pas possible de savoir si les entreprises qui perçoivent une hausse/baisse de leur besoin de financement externe sont également celles qui considèrent que leur accès au financement externe s'est détérioré/amélioré. En revanche, l'indicateur composite de l'évolution perçue de l'écart de financement externe, établi à partir des données au niveau de l'entreprise, peut prendre en compte cette information clé. Premièrement, à l'échelle de l'entreprise, l'évolution perçue de l'écart de financement externe est calculée pour chaque instrument de financement (prêts bancaires, découvertes bancaires, crédits

Graphique A Évolution du besoin et de l'accès des PME des grands pays de la zone euro aux prêts bancaires

(au cours des six mois précédents ; pourcentage net de participants)

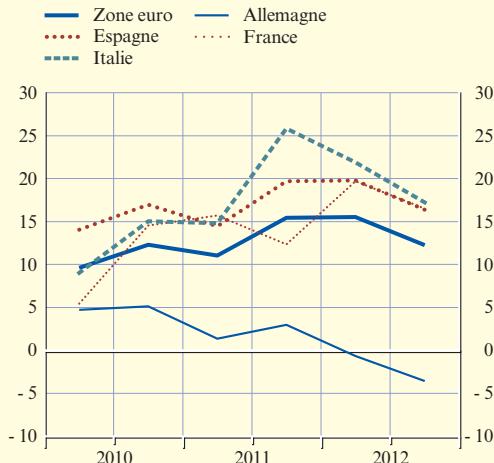


Source : Enquête SAFE

Note : Le graphique couvre la période d'enquête allant de T1 2010 à T1 2013 (qui correspond à la fin de la période d'enquête la plus récente).

Graphique B Évolution perçue de l'écart de financement externe des PME des grands pays de la zone euro

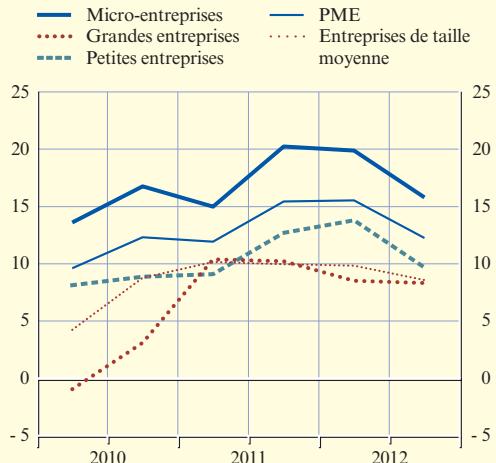
(pourcentage net de participants)



Sources : BCE (enquête SAFE) et calculs des services de la BCE
Notes : L'indicateur de l'écart de financement perçu met en relation besoin de financement et accès aux prêts bancaires, découverts bancaires, crédits commerciaux, titres de créance et actions au niveau de l'entreprise. Une valeur positive de l'indicateur correspond à un creusement de l'écart de financement.

Graphique C Évolution perçue de l'écart de financement externe des entreprises de la zone euro en fonction de leur taille

(pourcentage net de participants)



Sources : BCE (enquête SAFE) et calculs des services de la BCE
Notes : L'indicateur de l'écart de financement perçu met en relation besoin de financement et accès aux prêts bancaires, découverts bancaires, crédits commerciaux, titres de créance et actions au niveau de l'entreprise. Une valeur positive de l'indicateur correspond à un creusement de l'écart de financement.

commerciaux, titres de créance et actions)⁴ considéré comme pertinent pour les différentes entreprises, à partir des éléments fournis également dans l'enquête SAFE⁵. Deuxièmement, les écarts de financement perçus pour chaque instrument considéré sont agrégés en un indicateur composite de l'écart de financement perçu à l'échelle de l'entreprise en retenant une moyenne des écarts de financement individuels. Troisièmement, les évolutions perçues des écarts de financement externe au niveau de l'entreprise sont encore agrégées (par exemple, par tailles d'entreprise, secteurs, pays ou au niveau de la zone euro), sur la base du nombre pondéré d'entreprises afin de refléter leur importance économique (en fonction du nombre de salariés)⁶. Une valeur positive de l'indicateur composite indique une hausse de l'écart de financement externe perçu, tandis qu'une valeur négative traduit une diminution de cet écart. Toutefois, s'il faudrait dans l'idéal disposer d'une évaluation du niveau de l'écart de financement externe, l'enquête SAFE permet uniquement la construction d'un indicateur composite de l'évolution perçue de cet écart.

L'indicateur composite global qui en résulte, montre que l'écart de financement externe perçu d'un grand pays de la zone euro à l'autre s'est le plus creusé depuis le second semestre 2011 pour les PME italiennes, suivies des PME espagnoles (cf. graphique B). Ce résultat est globalement analogue à celui constaté pour l'écart entre l'évolution du besoin des PME en prêts bancaires et de leur accès à ces financements (cf. graphique A). L'augmentation plus importante de l'écart de financement externe perçu par les PME italiennes et espagnoles résulte de la plus forte détérioration de la solvabilité des PME de ces pays par rapport à leurs homologues françaises ou allemandes, mais

4 Les PME de la zone euro n'ont recours que dans une faible mesure aux émissions de titres de créance et d'actions.

5 Plus précisément, afin d'envisager tous les cas possibles d'évolution de l'écart de financement, l'indicateur composite attribue une valeur de, respectivement, 1 (-1) à une hausse/diminution bilatérale de l'écart de financement et de 0,5 (-0,5) à une hausse/diminution unilatérale. Une hausse/diminution de l'écart de financement peut correspondre à une augmentation/diminution du besoin de financement et, dans le même temps, à une détérioration/amélioration de l'accès au financement (évolution bilatérale). Toutefois, l'écart de financement peut également augmenter/diminuer à la faveur d'une évolution unilatérale, c'est-à-dire lorsque le besoin de financement augmente/diminue ou lorsque l'accès au financement se détériore/s'améliore (évolution unilatérale), l'autre volet demeurant inchangé. L'indicateur composite attribue une valeur nulle lorsque la situation demeure inchangée.

6 Pour de plus amples détails concernant la méthodologie utilisée dans l'enquête SAFE, notamment la méthode d'agrégation, cf. l'annexe 3 du rapport sur l'enquête semestrielle sur l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) au financement dans la zone euro, publié sur le site internet de la BCE

également des tensions plus importantes pesant sur leur système bancaire. Pour la période la plus récente, l'écart ne s'est pas creusé autant, reflétant une légère atténuation des tensions sur le financement en dépit d'une situation toujours difficile de ce point de vue pour les PME. En Allemagne, en revanche, les PME n'ont fait état que d'un très léger creusement de leur écart de financement externe en 2010 et 2011, et d'un resserrement par la suite (comme en témoignent les valeurs négatives de l'indicateur), jusqu'au premier trimestre 2013.

Il apparaît que l'évolution perçue de l'écart de financement externe est inversement liée à la taille de l'entreprise, celles de très petite taille présentant l'augmentation la plus importante de l'écart entre besoin et accès au financement externe (cf. graphique C). En effet, le creusement le plus marqué de l'écart de financement externe perçu depuis 2010 a concerné les micro-entreprises de la zone euro, alors qu'il a été plutôt modéré dans le cas des grandes entreprises. Au cours de la période d'enquête la plus récente (allant du quatrième trimestre 2012 au premier trimestre 2013), l'élargissement de l'écart de financement externe perçu s'est atténué, en particulier pour les micro-entreprises et les entreprises de petite taille.

La plus forte hausse perçue de l'écart de financement externe depuis 2010 concerne les PME du secteur de la construction de la zone euro, cette hausse s'étant toutefois modérée plus récemment (cf. graphique D). L'éclatement de la bulle immobilière dans certains pays de la zone euro et la plus forte diminution correspondante des bénéfices des PME du secteur de la construction par rapport à d'autres secteurs ont sans doute contribué au creusement de l'écart de financement. En revanche, les PME du secteur de l'industrie de la zone euro sont celles qui ont fait état de la hausse la plus faible de l'écart entre besoin de financement externe et accès à ces prêts. Le creusement moins prononcé de l'écart de financement externe des PME de ce secteur est probablement lié à la moindre diminution de leurs bénéfices et donc à la moindre détérioration de leur solvabilité, ainsi qu'aux actifs qu'elles peuvent utiliser en garantie. En outre, une proportion plus élevée d'entreprises de ce secteur sont tournées vers l'exportation (contrairement, par exemple, au secteur des services) et présentent donc une capacité de résistance relativement plus élevée à l'atonie de la demande intérieure.

Évolutions de l'écart de financement externe perçu par les PME et caractéristiques de ces entreprises

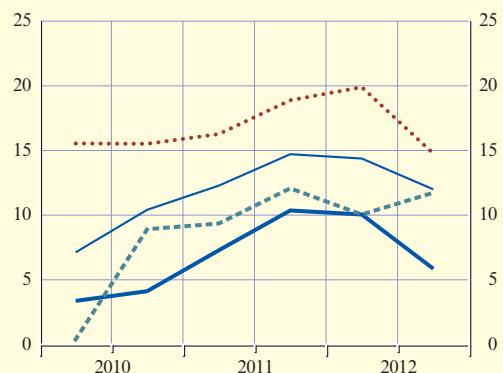
Un moyen simple d'examiner le rôle des caractéristiques des entreprises dans les évolutions perçues de l'écart de financement externe consiste à effectuer une régression de l'indicateur composite relatif aux caractéristiques spécifiques des entreprises au moyen de l'équation suivante :

$$FinGap_{i,k} = \alpha + \beta FirmCharacteristics_{i,k} + \gamma Country + \varepsilon_{i,k}$$

Graphique D Évolution perçue de l'écart de financement externe des PME de la zone euro entre les différents secteurs d'activité économique

(pourcentage net de participants)

— Industrie
••• Construction
- - - Commerce
— Services



Sources : BCE (enquête SAFE) et calculs des services de la BCE

Notes : L'indicateur de l'écart de financement perçu met en relation besoin de financement et accès aux prêts bancaires, découverts bancaires, crédits commerciaux, titres de créance et actions au niveau de l'entreprise. Une valeur positive de l'indicateur correspond à un creusement de l'écart de financement.

Écart de financement externe perçu et caractéristiques des entreprises – résultats de la régression

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)	T2 2010- T3 2010	T4 2010- T1 2011	T2 2011- T3 2011	T4 2011- T1 2012	T2 2012- T3 2012	T4 2012- T1 2013
Petite ¹⁾	- 0,027	- 0,020	- 0,030*	- 0,024	0,002	- 0,008
Moyenne	- 0,044**	0,005	0,013	- 0,020	- 0,014	- 0,013
Grande	- 0,045	- 0,015	0,034	0,021	- 0,019	- 0,020
Autonome ²⁾	0,011	0,046**	0,042***	0,051***	0,027	0,020
Industrie ³⁾	- 0,008	- 0,005	- 0,029***	- 0,018	- 0,006	- 0,025*
Construction	0,007	0,002	0,006	0,001	0,027	- 0,009
Commerce	- 0,040***	- 0,017	- 0,032***	0,0042	- 0,019	- 0,0097
Logarithme de l'âge de l'entreprise	- 0,009	- 0,032***	- 0,026***	- 0,016**	- 0,019***	- 0,026***
Propriété ⁴⁾	0,031**	0,007	0,002	0,018	0,005	- 0,006
Augmentation du chiffre d'affaires ⁵⁾	0,007	- 0,033**	- 0,0098	0,004	0,022*	0,002
Diminution du chiffre d'affaires	0,091***	0,048***	0,062***	0,066***	0,068***	0,061***
Augmentation de la marge bénéficiaire	- 0,076***	- 0,069***	- 0,044***	- 0,038*	- 0,069***	- 0,066***
Diminution de la marge bénéficiaire	0,089***	0,092***	0,12***	0,105***	0,118***	0,099***
Observations	5,127	5,636	5,383	5,448	5,540	5,606
Coefficient de détermination	0,077	0,081	0,094	0,108	0,108	0,085

Notes : Résultats de la régression par les moindres carrés ordinaires utilisant la mesure composite de l'évolution perçue de l'écart entre les besoins de financement externe et sa disponibilité comme variable dépendante. Les éléments manquant pour certaines variables (autonomie financière, propriété, évolution du chiffre d'affaires et des marges de profit) sont inclus en tant que régresseurs séparés mais ne sont pas indiqués dans le tableau. Les coefficients sont estimés avec des erreurs types robustes en utilisant des grappes par secteur au sein des pays. Niveau d'importance ***p < 0,001, **p < 0,01, *p < 0,05.

1) La catégorie de référence pour la taille des entreprises est la micro-entreprise.

2) La catégorie de référence pour le type d'entreprise est une entreprise non-autonome.

3) La catégorie de référence est le secteur des services.

4) La catégorie de référence pour la propriété est celle des entreprises cotées ou des entreprises détenues par d'autres firmes ou par des partenaires commerciaux.

5) La catégorie de référence est le chiffre d'affaires/les marges bénéficiaires demeurés inchangés au cours des six mois précédents. Les variables muettes relatives aux pays sont incluses mais ne sont pas indiquées.

où $FinGap_{i,k}$ est la mesure composite pour l'entreprise i dans le pays k . $FirmCharacteristics$ est un vecteur des principales caractéristiques des entreprises qui sont établies à partir de l'enquête SAFE. $Country$ est un vecteur des variables muettes relatives aux pays qui prend en compte l'impact propre à chaque pays sur les perceptions par les entreprises des évolutions de l'écart de financement, et $\varepsilon_{i,k}$ représente un terme d'erreur. Bien que $FinGap$ ne puisse intégrer qu'un ensemble fini de valeurs dans sa fourchette comprise entre - 1 et 1, il est traité comme une variable continue dans l'analyse de régression ⁷⁾. Le tableau A rend compte des résultats des régressions pour chaque vague d'enquêtes depuis mi-2010 (deuxième trimestre et troisième trimestre 2010) jusqu'à la plus récente (quatrième trimestre 2012 et premier trimestre 2013). Le modèle inclut certaines caractéristiques essentielles des entreprises, considérées comme des déterminants importants dans la perception par les entreprises des récentes évolutions de la concordance ou de la non-concordance de l'offre et de la demande du financement externe considéré, c'est-à-dire : la taille des entreprises (en termes de nombre de salariés), une variable dichotomique montrant si une firme est autonome, tournée vers le profit et prend des décisions financières indépendantes, le secteur d'activité (industrie, construction, commerce ou services), le logarithme naturel de l'âge de l'entreprise ainsi qu'une variable dichotomique des modalités de détention de son capital (entreprise familiale ou entrepreneur, sociétés de capital-risque, investisseurs privés (*business angels*) ou une personne physique unique par opposition aux sociétés cotées ou détenues par d'autres entreprises ou des partenaires commerciaux). De plus, les récentes évolutions du chiffre d'affaires et des marges bénéficiaires au cours des six derniers mois sont considérées comme des approximations des récentes performances des entreprises et de la qualité du crédit.

Les résultats montrent que les évolutions du chiffre d'affaires et des marges bénéficiaires constituent des variables explicatives importantes des évolutions de l'écart de financement externe perçu.

7) Cf. A. Ferrando, S. Griesshaber, P. Köhler-Ulbrich, S. Perez-Duarte, N. Schmitt, *op.cit.* pour une discussion sur les spécifications économétriques alternatives si l'indicateur est considéré comme ordinal.

Les entreprises qui font état d'une détérioration de leurs marges bénéficiaires voient leur écart de financement externe augmenter de 9 % à 12 % sur la période, alors que l'incidence d'une détérioration du chiffre d'affaires est légèrement plus faible, de 5 % à 9 %. L'importance de la croissance du chiffre d'affaires et des marges bénéficiaires est plausible, les sociétés qui enregistrent des baisses de ces grandeurs étant moins susceptibles de pouvoir recourir à l'autofinancement et, à terme, elles pourraient être considérées comme moins solvables. Contrairement à l'analyse descriptive fournie dans la section précédente, la taille des entreprises (en termes de nombre de salariés) ne s'avère pas significative, sauf si les évolutions du chiffre d'affaires et des marges bénéficiaires sont exclues du modèle⁸.

L'âge des entreprises présente également une forte corrélation avec les évolutions perçues de l'écart de financement externe⁹. Conformément aux attentes, plus l'entreprise est jeune, et plus elle est susceptible d'avoir des difficultés à accéder au financement externe, car elle ne dispose pas nécessairement d'un réseau établi de bonnes relations avec ses bailleurs de fonds ainsi que d'un historique de crédit. De plus, les entreprises autonomes semblent souffrir davantage d'une non-concordance croissante des financements que celles qui sont des filiales ou des succursales. Au total, bien que le pouvoir explicatif du modèle soit limité, il augmente dans les dernières vagues de l'enquête SAFE, ce qui montre que les facteurs considérés ont gagné en importance sur la période la plus récente.

Conclusion

L'indicateur composite des évolutions perçues de l'écart de financement externe présenté dans cet encadré constitue un outil permettant d'évaluer les contraintes de financement que subissent les PME. Il s'agit d'un indicateur synthétique, qui associe des informations sur les conditions de l'offre et de la demande de fourniture de financements externes aux PME, obtenues auprès des entreprises de la zone euro dans le cadre de l'enquête SAFE. Un résultat positif ou négatif de l'indicateur composite doit être interprété comme une augmentation ou une diminution des contraintes de financement externe des entreprises. Comme l'indicateur prend en compte une large gamme d'instruments financiers, il donne une évaluation globale de l'évolution de l'écart entre la demande et l'offre de financements externes. De plus, l'écart étant calculé au niveau de l'entreprise et seulement agrégé par la suite, il fournit une évaluation des écarts véritablement perçus par les entreprises. Dans le même temps, il faut reconnaître que l'indicateur n'est pas en mesure de fournir des informations quantitatives sur le niveau effectif de l'écart de financement externe, mais seulement sur les évolutions de celui-ci. De plus, il dépend de l'évaluation subjective des entreprises et devrait donc être interprété avec une certaine prudence. En ce qui concerne son évolution pendant la crise financière, une analyse descriptive montre que les PME des pays en difficulté de la zone euro, comme l'Italie et l'Espagne, tout particulièrement les PME du secteur de la construction, ont été particulièrement affectées par une hausse de leur écart de financement. La recherche économétrique, qui prend en compte les caractéristiques des différentes entreprises, montre que les évolutions du chiffre d'affaires et des marges bénéficiaires sont des variables explicatives clés de l'évolution de l'écart de financement externe perçu, alors que la taille des entreprises est dominée par ces variables. De plus, les entreprises les plus jeunes et les entreprises autonomes tournées vers le profit tendent à être davantage affectées par le creusement de l'écart de financement.

8 Cette conclusion rejoint davantage A. Ferrando et N. Griesshaber (2011) : *Financing obstacles among euro area firms. Who suffers the most?*, document de travail de la BCE n° 1293

9 Cf., par exemple, P. Westhead et D.J. Storey (1997) : *Financial constraints on the growth of high technology small firms in the United Kingdom*, *Applied Financial Economics*, 7 (2) et T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven et V. Maksimovic (2006) : *The determinants of financing obstacles*, *Journal of International Money and Finance*

Encadré 3

RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE POUR LE DEUXIÈME TRIMESTRE 2013

Cet encadré résume les principaux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le deuxième trimestre 2013, réalisée par l'Eurosystème entre le 19 juin et le 4 juillet 2013¹. Dans l'ensemble, le durcissement net des critères d'octroi est demeuré inchangé s'agissant des prêts consentis aux entreprises mais a continué de s'atténuer dans le cas des prêts immobiliers, tandis que le fléchissement net de la demande de prêts s'est considérablement ralenti, en particulier pour les ménages.

Résumé des principaux résultats

Au deuxième trimestre 2013, les banques de la zone euro ont fait état d'un nouveau durcissement net des critères d'octroi appliqués aux prêts consentis aux entreprises, sans changement par rapport au trimestre précédent mais encore en deçà de la moyenne historique depuis le début de l'enquête, en 2003. Le durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement s'est inscrit en baisse, revenant à un niveau inférieur à sa moyenne historique, tandis que, pour la première fois depuis fin 2007, les banques de la zone euro ont signalé un assouplissement net des critères d'octroi qu'elles appliquent aux crédits à la consommation.

Trois facteurs, principalement, sont à l'origine des évolutions précitées. Premièrement, la contribution du coût de financement et des contraintes de bilan est demeurée globalement inchangée. Deuxièmement, la concurrence a contribué à un assouplissement net des critères d'octroi. Troisièmement, la perception du risque a concouru dans une moindre mesure au durcissement net des critères d'octroi des prêts, ces risques continuant toutefois d'être leurs principales préoccupations pour l'établissement de leur politique de distribution du crédit.

S'agissant de la demande de prêts, le recul net constaté au deuxième trimestre 2013 a été moins prononcé qu'au trimestre précédent. Dans le cas des prêts aux entreprises, la baisse s'est atténuée tout en demeurant à un niveau nettement plus élevé que sa moyenne historique. En outre, le fléchissement net de la demande de prêts au logement et de crédits à la consommation s'est très nettement ralenti, revenant à des niveaux globalement compatibles avec la moyenne de long terme de chaque catégorie.

Pour le troisième trimestre 2013, les banques participant à l'enquête s'attendent à une nouvelle modération du durcissement net des critères d'octroi appliqués aux prêts consentis aux entreprises ainsi qu'aux prêts au logement, et à une stabilité des critères d'octroi des crédits à la consommation. Dans le même temps, les banques de la zone euro s'attendent à un recul net moins marqué de la demande pour toutes les catégories de prêts.

Crédits ou lignes de crédits accordés aux entreprises

S'agissant des critères d'octroi des crédits, au deuxième trimestre 2013, le pourcentage net² de banques de la zone euro faisant état d'un durcissement est ressorti à 7 %, sans changement par

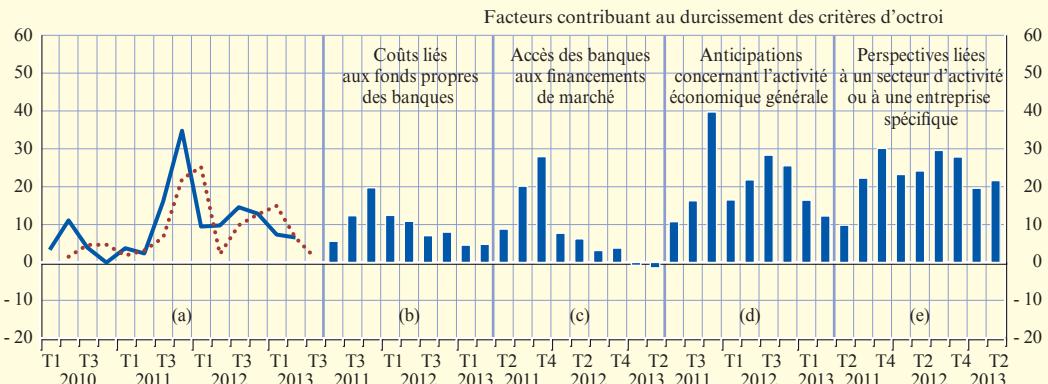
1 La date d'arrêté de l'enquête était le 4 juillet 2013. Une évaluation approfondie des résultats a été publiée sur le site internet de la BCE le 24 juillet 2013.

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 qui font 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

(en pourcentage net)

— Évolution effective
..... Évolution attendue



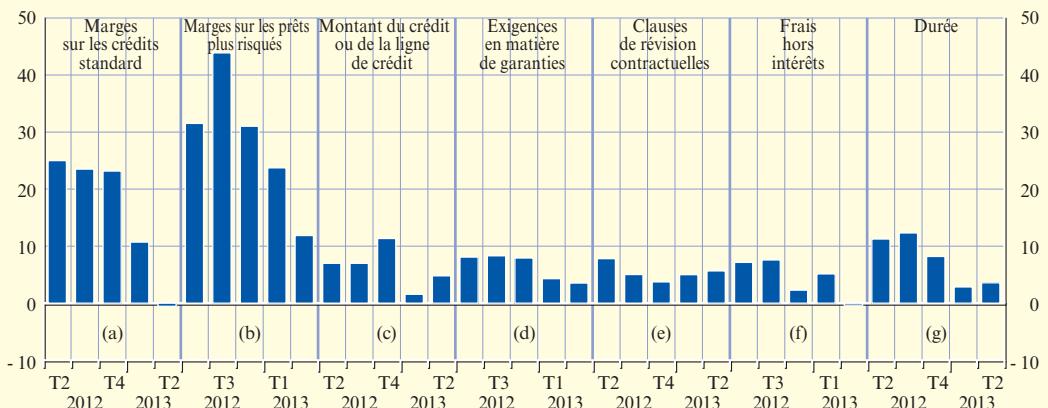
Notes : Dans la colonne (a), les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont nettement durcis » et « se sont légèrement durcis », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont légèrement assouplis » et « se sont 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.

rapport à l'enquête précédente (cf. graphique A). Lors de la précédente enquête, les banques participantes avaient anticipé le même degré de durcissement net des critères d'octroi.

Conformément aux résultats d'ensemble, le durcissement net des critères d'octroi est demeuré globalement inchangé sur l'ensemble des échéances et pour l'ensemble des emprunteurs au deuxième trimestre 2013. Plus précisément, les banques de la zone euro ont indiqué un durcissement net des critères d'octroi appliqués aux prêts aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux grandes entreprises, de l'ordre de 5 % et 3 % respectivement (après 7 % et 4 % au premier trimestre 2013), tandis que le durcissement net des critères d'octroi appliqués aux prêts à court terme et aux prêts à long terme s'est inscrit à 4 % et 10 % respectivement (après 5 % et 11 % lors de la campagne précédente).

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 assouplis » et « se sont nettement assouplis », d'autre part.

En ce qui concerne les facteurs à l'origine de ces évolutions, les banques de la zone euro ont fait état, en moyenne, d'une contribution neutre du coût de financement et des contraintes de bilan à la variation nette en pourcentage des critères d'octroi, tout comme au trimestre précédent. Cette stabilité résulte des contributions inchangées des coûts liés aux fonds propres des banques (5 %) et de leur accès aux financements de marché (- 1 %) ainsi que de leur position de liquidité (- 3 %). De même, l'incidence des perceptions du risque sur le durcissement des critères d'octroi est demeurée stable, à un niveau encore élevé cependant. Enfin, les pressions exercées par la concurrence ont contribué à un assouplissement net des critères d'octroi au deuxième trimestre 2013, pratiquement sans changement par rapport à la précédente campagne.

La stabilité du durcissement net des critères d'octroi des prêts consentis aux entreprises au deuxième trimestre 2013 s'est traduite par une réduction des marges sur les crédits standard pour la première fois depuis début 2011 et par un élargissement moins important des marges sur les crédits les plus risqués (cf. graphique B). Pour la plupart des autres critères d'octroi, à l'exception du montant du prêt, les banques de la zone euro ont signalé un durcissement net moins prononcé ou globalement inchangé.

Pour le troisième trimestre 2013, dans l'ensemble, les banques de la zone euro s'attendent à un moindre durcissement net des critères d'octroi qu'elles appliquent aux prêts consentis aux entreprises (1 %), aux prêts aux grandes entreprises (4 %) et aux prêts à long terme (6 %) par rapport au trimestre précédent. En outre, les critères d'octroi devraient rester pratiquement inchangés dans le cas des prêts accordés aux PME et des prêts à court terme (0 %).

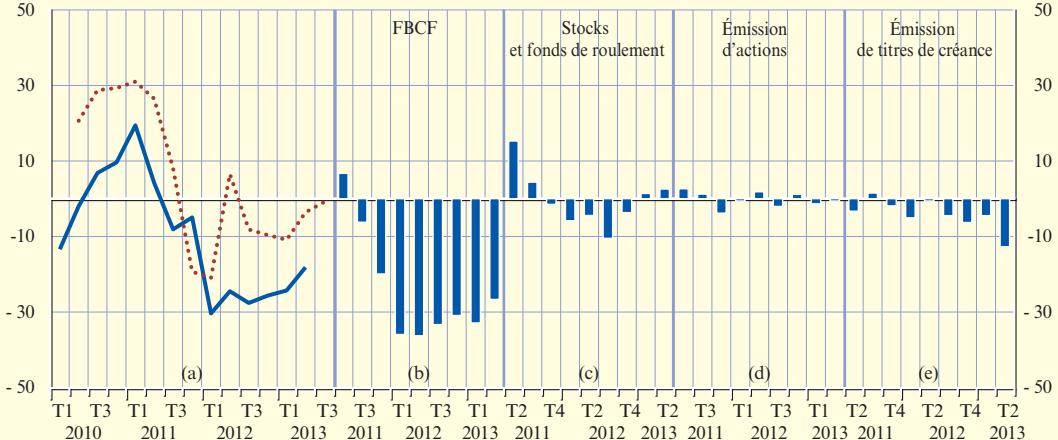
S'agissant de la demande, au deuxième trimestre 2013, le fléchissement net de la demande de prêts émanant des entreprises s'est ralenti par rapport à l'enquête précédente (revenant à - 18 %, après - 24 % ; cf. graphique C). Des évolutions analogues ont été observées pour tous les montants

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

(en pourcentage net)

— Évolution effective
··· Évolution attendue

Facteurs contribuant à une augmentation de la demande



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.

de prêts et sur l'ensemble des échéances, à l'exception des prêts à court terme pour lesquels les banques ont fait état d'un recul net inchangé, à -8 %, par rapport au premier trimestre 2013.

Comme lors du trimestre précédent, la diminution nette de la demande a résulté principalement de l'incidence négative de la baisse de la FBCF (-27 %, contre -33 %) sur les besoins de financement. Les autres besoins de financement, tels que ceux liés aux fusions et acquisitions (-2 %, après -10 % au premier trimestre 2013), ont continué d'apporter une moindre contribution au recul net de la demande, tandis que ceux résultant des stocks et du fonds de roulement, ainsi que de la restructuration de la dette, ont eu une incidence positive sur la demande de prêts (3 % et 15 %, respectivement, après 1 % et 12 % au premier trimestre 2013). En moyenne, la contribution des autres sources de financement au recul net de la demande est demeurée globalement inchangée par rapport à la précédente campagne.

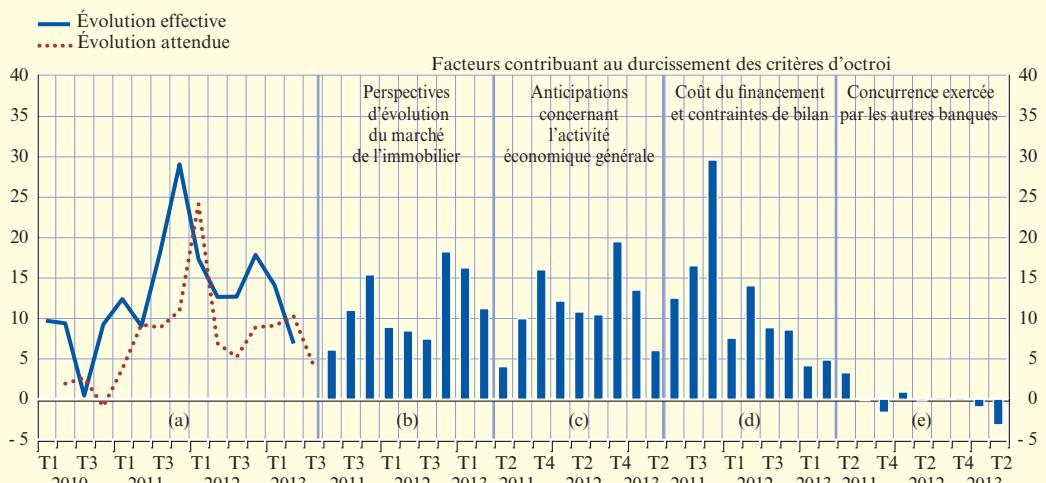
Pour le troisième trimestre 2013, les banques s'attendent à un recul net sensiblement moindre de la demande de prêts des entreprises (-1 %). Ce recul net devrait concerner les grandes entreprises et les prêts à long terme (-1 % et -3 %, respectivement), tandis que la demande de prêts émanant des PME et la demande de prêts à court terme devraient afficher une hausse nette (3 % et 1 %, respectivement).

Prêts au logement accordés aux ménages

Au deuxième trimestre 2013, le pourcentage net de banques ayant fait état d'un durcissement de leurs critères d'octroi de prêts au logement a diminué, ressortant à 7 %, contre 14 % au premier trimestre (cf. graphique D). Cette évolution a été légèrement plus prononcée que prévu par les participants lors de la précédente campagne (10 %). Comme pour les prêts aux entreprises, la contribution du coût de financement et des contraintes de bilan au durcissement net des critères d'octroi est demeurée globalement inchangée au deuxième trimestre 2013 (5 %, après 4 % au premier trimestre). Dans le même temps, par rapport à la précédente campagne, les contributions des perspectives économiques d'ensemble et de celles concernant le marché immobilier résidentiel ont diminué au

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

(en pourcentage net)



Note : Cf. les notes du graphique A

deuxième trimestre 2013. Plus précisément, l'incidence des perspectives économiques d'ensemble sur le durcissement net s'est inscrite en baisse, à 6 %, contre 14 % au premier trimestre, et celle des perspectives relatives au marché du logement sont revenues de 16 % lors de la précédente campagne à 11 %. Les pressions exercées par la concurrence ont contribué à un assouplissement net des critères d'octroi de même ampleur, globalement, qu'au trimestre précédent.

La plupart des conditions de taux d'intérêt et des autres conditions attachées aux prêts immobiliers se sont durcies au deuxième trimestre 2013. Le pourcentage net de banques signalant un élargissement des marges sur les prêts a légèrement augmenté à la fois pour les crédits standard (1 %, après – 1 % au premier trimestre) et pour les crédits les plus risqués (12 %, contre 10 % au trimestre précédent). Les réponses relatives aux conditions non liées aux taux d'intérêt ont fait état d'une moindre contribution des exigences en matière de garanties et des quotités de financement au durcissement net (3 % dans les deux cas, après 5 % et 8 % respectivement le trimestre précédent), et indiqué une contribution globalement inchangée de la durée des prêts (6 %, tout comme au trimestre précédent) et des frais autres que les intérêts (3 %, après 1 % au premier trimestre 2013).

Pour le troisième trimestre 2013, les banques s'attendent à un durcissement net légèrement moindre des critères d'octroi des prêts au logement (4 %).

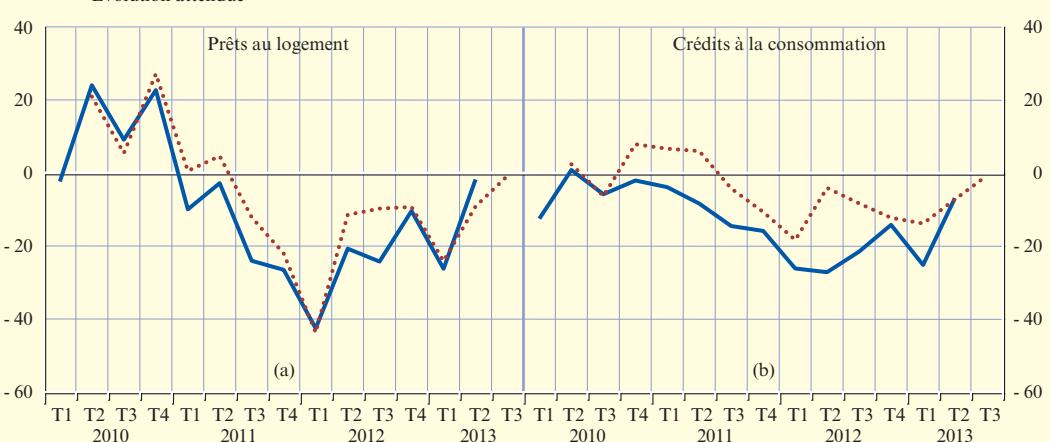
S'agissant de la demande de prêts, les banques de la zone euro ont fait état d'un ralentissement prononcé de la contraction nette de la demande de prêts au logement (– 2 %, après – 26 % au premier trimestre 2013 ; cf. graphique E). La plupart des facteurs sous-jacents ont contribué à cette évolution par rapport à la précédente campagne, à la seule exception de la demande de prêts émanant d'autres banques, dont la contribution au recul net est demeurée inchangée, à – 4 %.

Pour le troisième trimestre 2013, les banques continuent de prévoir que la demande de prêts au logement demeurera négative, à un niveau analogue à celui observé au deuxième trimestre (– 1 %).

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 « à nettement augmenté » et « à légèrement augmenté », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « à légèrement diminué » et « à 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.

Crédits à la consommation et autres prêts aux ménages

Pour la première fois depuis fin 2007, les banques de la zone euro ont déclaré un léger assouplissement net des critères d'octroi sur les crédits à la consommation au deuxième trimestre 2013 (– 2 %, après 7 % ; cf. graphique F). S'agissant des prêts aux entreprises et des prêts immobiliers, les pressions exercées par le coût de financement et par les contraintes de bilan sont demeurées globalement inchangées. Dans le même temps, les contributions des perspectives économiques et de la solvabilité des demandeurs de prêts ont diminué au deuxième trimestre 2013 (revenant, dans les deux cas, de 7 % au premier trimestre à 4 %).

Concernant les conditions d'octroi des crédits à la consommation, les banques ont fait état d'un resserrement des marges sur les crédits standard (– 3 %, contre – 2 % lors de la précédente campagne), et d'un élargissement des marges sur les crédits les plus risqués, mais de moindre ampleur (2 %, contre 4 % au premier trimestre 2013). De plus, le durcissement net des conditions hors taux d'intérêt sur les crédits à la consommation est demeuré globalement inchangé autour de zéro.

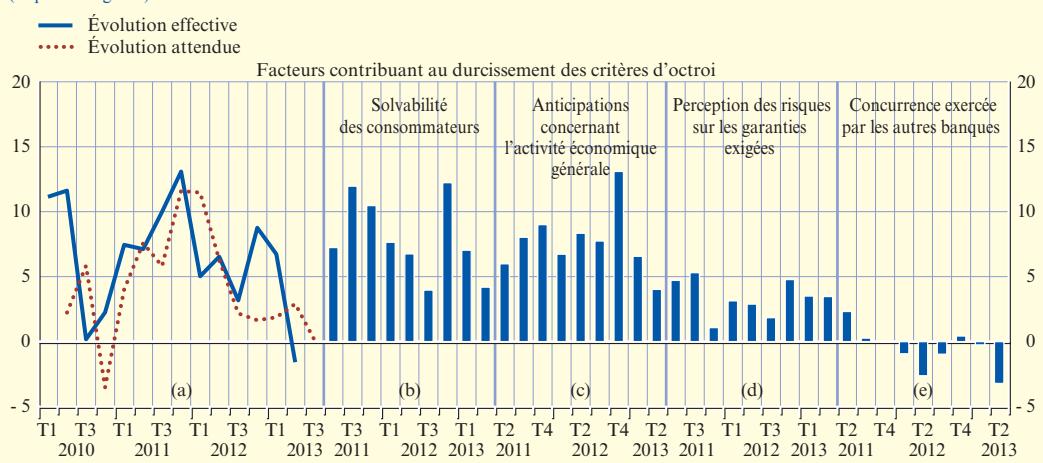
Pour le troisième trimestre 2013, les banques de la zone euro prévoient des critères d'octroi inchangés, en termes nets, pour les crédits à la consommation et les autres prêts aux ménages.

Au deuxième trimestre 2013, les banques interrogées ont fait état d'une atténuation du fléchissement net de la demande de crédits à la consommation (– 7 %, contre – 25 % au trimestre précédent ; cf. graphique E). Cette évolution s'explique par une moindre contribution de l'ensemble des facteurs sous-jacents. En particulier, les contributions des dépenses des ménages en vue de l'acquisition de biens durables et de la confiance des consommateurs ont atteint – 14 % et – 19 %, respectivement, après – 27 % et – 25 % lors de la précédente campagne.

Pour le troisième trimestre 2013, les banques de la zone euro anticipent une nouvelle modération du fléchissement net de la demande de crédits à la consommation (à – 1 %).

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

(en pourcentage net)



Question spécifique relative à l'incidence des tensions sur les marchés

Comme lors des campagnes précédentes, l'enquête de juillet 2013 comportait une question spécifique concernant l'accès des banques au financement de détail et au refinancement interbancaire, la période sous revue étant le deuxième trimestre 2013. Dans l'ensemble, au deuxième trimestre 2013, les banques de la zone euro ont indiqué une nouvelle amélioration, moins prononcée toutefois, de leur accès au financement de détail et au refinancement interbancaire pour la plupart des catégories de financement par rapport au trimestre précédent (cf. graphique G). En particulier, elles ont signalé un assouplissement net de leur accès au financement de détail (− 2 %, après − 8 % au premier trimestre), au financement interbancaire (− 1 %, après − 6 %) et au financement par émission de titres de créance (− 12 %, contre − 16 %) et par titrisation (− 3 %, après − 9 %). La nouvelle amélioration de l'accès des banques aux marchés de détail et interbancaire a été légèrement moins marquée que prévu lors de la précédente campagne, hormis dans le cas des titres de créance et de la titrisation. Pour le troisième trimestre 2013, les banques prévoient une légère détérioration des conditions de financement sur la plupart des compartiments du marché interbancaire, mais une légère amélioration s'agissant du financement de détail.

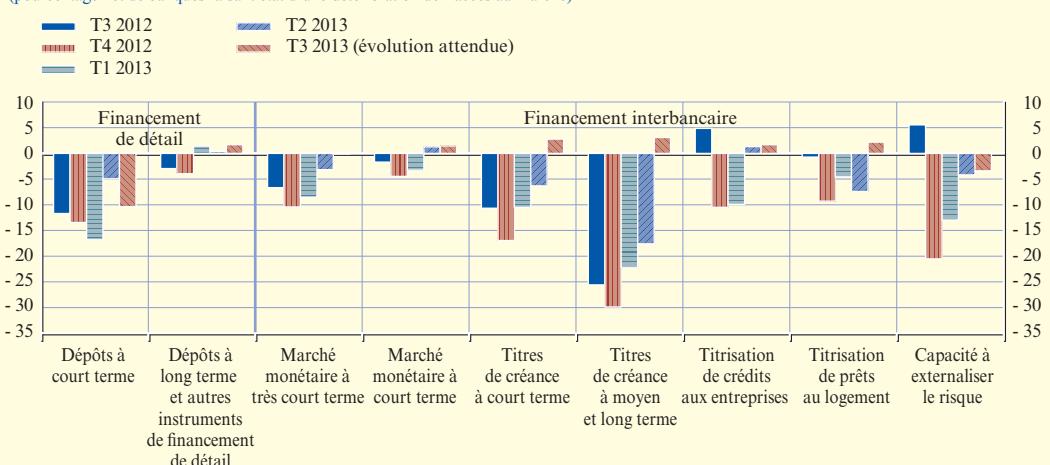
Question spécifique relative à l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques, sur leurs critères d'octroi de prêts et sur leurs marges de crédit

Comme lors des campagnes précédentes, le questionnaire de l'enquête de juillet 2013 comportait une question spécifique destinée à évaluer l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques, sur leurs critères d'octroi et sur les marges appliquées aux crédits au cours des trois mois précédents.

Les réponses à l'enquête de juillet 2013 ont indiqué que l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques était marginale et qu'elle s'était encore atténuée sur certains compartiments au deuxième trimestre 2013 (cf. graphique H). Dans l'ensemble, environ 2 % des banques de la zone euro ont déclaré que leur exposition directe à la dette souveraine

Graphique G Évolution de l'accès au financement au cours des trois derniers mois

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

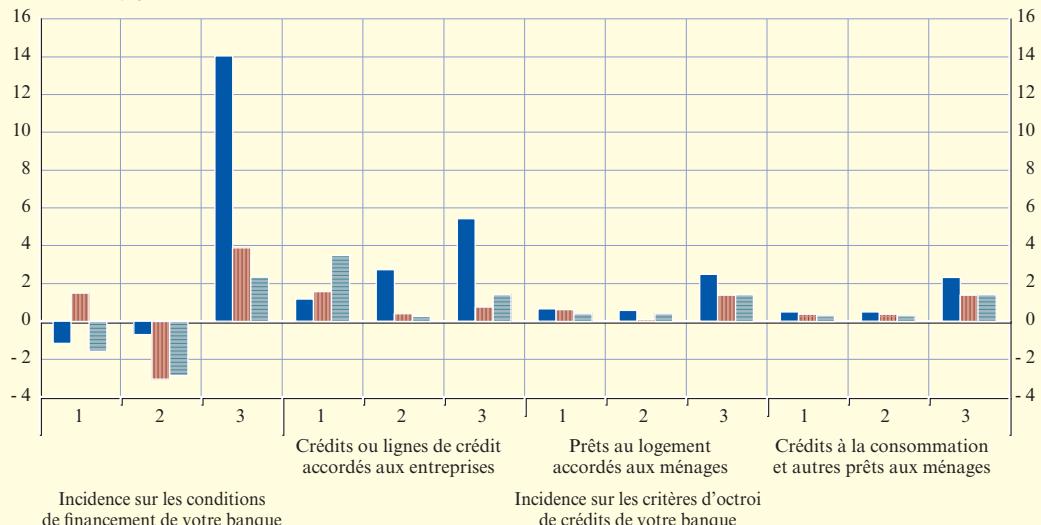


Note : Les pourcentages nets se définissent comme l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « s'est nettement détérioré » et « s'est légèrement détérioré », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « s'est légèrement élargi » et « s'est nettement élargi »,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

Graphique H Incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques, sur les critères d'octroi de crédits et sur les marges sur les prêts

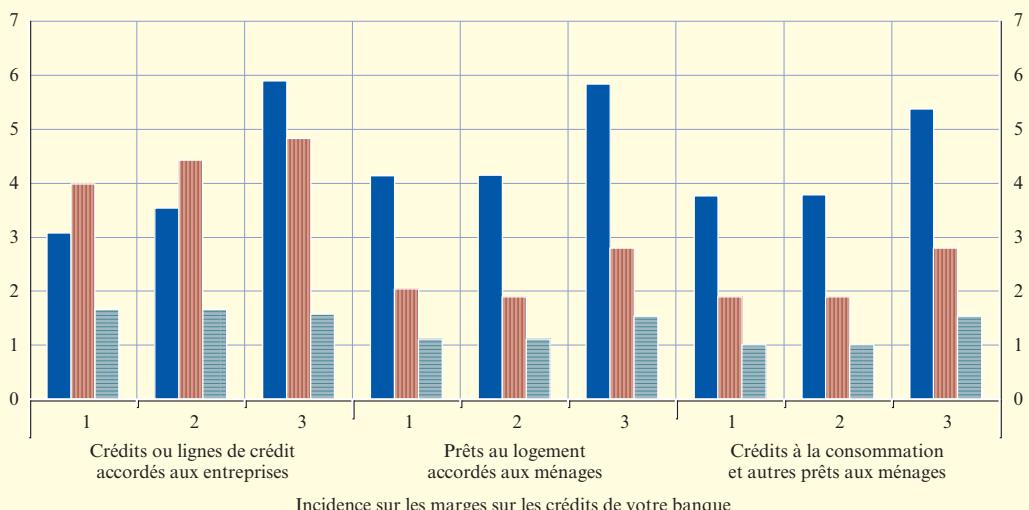
(pourcentage net de banques faisant état d'une incidence sur les conditions de financement, sur le durcissement de critères d'octroi, ou sur les marges sur les prêts)

— T4 2012
— T1 2013
— T2 2013



Incidence sur les conditions de financement de votre banque

Incidence sur les critères d'octroi de crédits de votre banque



Incidence sur les marges sur les crédits de votre banque

1 Exposition directe à la dette souveraine

2 Valeur des garanties souveraines

3 Autres effets

Note : Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages des réponses « ont fortement contribué à une détérioration des conditions de financement/un durcissement des critères d'octroi » et « ont légèrement contribué » et la somme des pourcentages des réponses « ont légèrement contribué à un assouplissement des conditions de financement/des critères d'octroi » et « ont fortement contribué ».

avait contribué à un léger assouplissement des conditions de financement (après un durcissement net de 1 % au trimestre précédent), tandis que 2 % des banques interrogées ont indiqué que les « autres effets », notamment la contagion financière, avaient contribué à un resserrement net, après 4 % au trimestre précédent. En revanche, la valeur de la garantie souveraine a contribué à un léger assouplissement net (- 3 %, sans changement par rapport au trimestre précédent).

Par rapport au trimestre précédent, l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les critères d'octroi des banques est demeurée globalement inchangée au deuxième trimestre 2013, à des niveaux nettement inférieurs aux pics enregistrés au cours de la période précédant l'annonce des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans. Dans le même temps, les banques ont indiqué que l'incidence de la crise de la dette souveraine sur leurs marges de crédit s'était légèrement atténuée sur l'ensemble des catégories de prêts.

Questions spécifiques relatives à l'incidence de la directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV) et d'autres modifications de la réglementation bancaire³

Comme dans l'enquête de janvier 2013, le questionnaire de l'enquête de juillet 2013 comportait également deux questions spécifiques destinées à évaluer l'incidence des nouvelles exigences de fonds propres réglementaires sur les politiques de distribution du crédit des banques par le biais de leur effet potentiel sur les fonds propres et sur les critères d'octroi des crédits ainsi que sur les marges de crédit appliquées aux prêts. Dans l'ensemble, 24 % des banques de la zone euro participant à l'enquête ont fait état d'une diminution de leurs actifs pondérés des risques au premier semestre 2013, grâce aux efforts accomplis en vue de respecter les nouvelles exigences réglementaires, contre 32 % au second semestre 2012. Ce processus d'ajustement a concerné à la fois les prêts les plus risqués et les crédits standard (28 % et 16 %, respectivement, après 38 % et 26 % au second semestre 2012). S'agissant de l'effet de la réglementation sur les fonds propres des banques, dans l'ensemble, 22 % des banques de la zone euro ont constaté un renforcement de leurs fonds propres au cours des six derniers mois, après 24 % dans l'enquête de janvier 2013. Au cours des six derniers mois, ce renforcement a résulté davantage des bénéfices non distribués que des émissions de parts sociales, alors que c'était l'inverse au second semestre 2012.

Pour le second semestre 2013, un pourcentage net légèrement plus élevé de banques de la zone euro prévoient de continuer à réduire leurs actifs pondérés des risques (27 %, après 24 % au premier semestre 2013), tandis que dans le même temps, 13 % des banques, dans l'ensemble, ont l'intention d'accroître leurs fonds propres (contre 22 % au premier semestre 2013).

En ce qui concerne les effets des nouvelles exigences de fonds propres sur les critères d'octroi et les marges sur les crédits, les banques de la zone euro ont indiqué avoir durci leurs critères d'octroi des prêts aux grandes entreprises et aux PME au premier semestre 2013 (17 % et 9 % respectivement, contre 19 % et 15 % dans l'enquête de janvier 2013). S'agissant des prêts aux ménages, en termes nets, 8 % des banques de la zone euro ont fait état d'un durcissement des critères d'octroi des prêts au logement en raison des nouvelles exigences réglementaires, et 6 % ont mentionné un durcissement pour les crédits à la consommation. Ces valeurs sont légèrement inférieures à celles observées au second semestre 2012. L'incidence des exigences réglementaires sur les marges de crédit a été environ de même ampleur que celle sur les critères d'octroi pour chaque catégorie de prêts.

S'agissant du second semestre 2013, les banques s'attendent à une certaine atténuation du durcissement net des critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages sous l'effet des pressions réglementaires. Dans le même temps, les banques prévoient de continuer à resserrer leurs marges sur les crédits au premier semestre 2013 pour toutes les catégories de prêts.

³ Cf. les exigences réglementaires définies dans la directive sur les exigences de fonds propres – CRD IV, telle qu'approuvée par le Parlement européen en avril 2013, disponible à l'adresse suivante <http://www.europarl.europa.eu>, ainsi que celles qui émanent de l'Autorité bancaire européenne et de toute autre réglementation nationale spécifique relative aux exigences de fonds propres des banques ayant récemment été adoptée ou étant sur le point de l'être.

2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

En mai, les émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro ont continué de se contracter, mais à un rythme plus lent que le mois précédent. Toutefois, la croissance en glissement annuel des émissions de titres de créance par les sociétés non financières, bien que fléchissant de nouveau, est restée soutenue. Le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées a augmenté en mai, principalement en raison d'une hausse des émissions d'actions par les IFM, mais il reste faible.

TITRES DE CRÉANCE

En mai 2013, le taux de variation annuel des titres de créance émis par les résidents de la zone euro est resté négatif, s'inscrivant à $-0,1\%$, en légère amélioration, après $-0,3\%$ le mois précédent (cf. tableau 6). Ce ralentissement du rythme de contraction de l'émission de titres de créance recouvre des évolutions divergentes d'un secteur à l'autre. La croissance annuelle des émissions de titres de créance est revenue de $12,2\%$ à $11,2\%$ dans le cas de sociétés non financières et la contraction annuelle s'est accentuée passant de $-6,0\%$ à $-6,3\%$ en ce qui concerne les IFM. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les administrations publiques est passé à $4,0\%$, après $3,2\%$ en avril. Enfin, la contraction des émissions de titres de créance par les institutions financières non monétaires s'est légèrement ralentie, le taux de variation s'établissant à $-1,3\%$ en mai, en hausse de $0,3$ point de pourcentage par rapport à avril.

Le ralentissement de la contraction de l'ensemble des émissions de titres de créance en mai s'explique par une diminution moins prononcée des émissions de titres de créance à court terme ($-8,3\%$, après $-9,1\%$ en avril) et par une accélération du rythme annuel de croissance des émissions de titres de créance à long terme ($0,8\%$, après $0,6\%$ le mois précédent). L'activité de refinancement est restée concentrée sur le compartiment à long terme du marché, notamment à taux fixe. Néanmoins, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe a fléchi, revenant à $3,6\%$ en mai, après $3,7\%$ en avril. Dans le même temps, les émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux variable, bien que demeurant en territoire négatif comme lors des dix derniers mois, ont enregistré une contraction légèrement moins prononcée en mai, s'inscrivant à $-7,8\%$ en rythme annuel.

S'agissant de la tendance à court terme, le ralentissement du rythme de contraction de l'activité d'émission a été plus marqué que ne l'indique le taux de croissance annuel (cf. graphique 7). Le taux

Tableau 6 Titres émis par les résidents de la zone euro

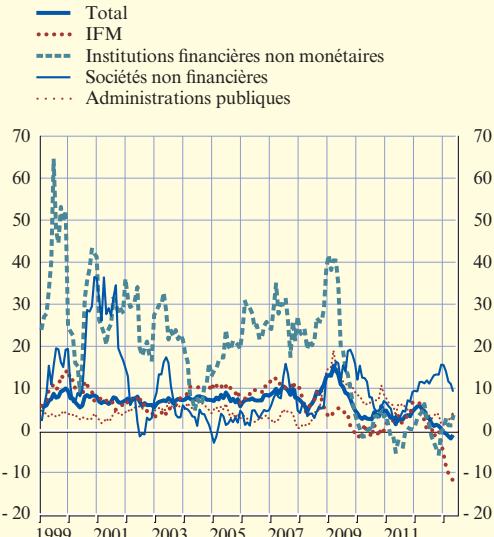
Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros)	Taux de croissance annuels ¹⁾					
		2012 Mai	2012 T2	2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 Avril
Titres de créance	16 789	4,2	3,7	2,8	0,8	- 0,3	- 0,1
IFM	5 205	3,6	3,5	1,2	- 3,3	- 6,0	- 6,3
Institutions financières non monétaires	3 323	2,5	0,9	0,3	0,5	- 1,6	- 1,3
Sociétés non financières	1 043	9,2	10,8	12,5	13,1	12,2	11,2
Administrations publiques	7 217	4,7	4,3	4,1	2,6	3,2	4,0
<i>donc :</i>							
Administrations centrales	6 532	3,8	3,5	3,6	2,6	3,5	4,5
Autres administrations publiques	685	14,3	12,8	9,1	2,4	0,4	- 0,4
Actions cotées	4 853	1,4	1,0	1,0	0,8	0,3	0,5
IFM	444	10,1	5,6	5,2	3,0	0,9	1,9
Institutions financières non monétaires	396	3,1	2,9	2,6	2,6	2,7	2,5
Sociétés non financières	4 013	0,3	0,3	0,4	0,5	0,1	0,1

Source : BCE

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

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

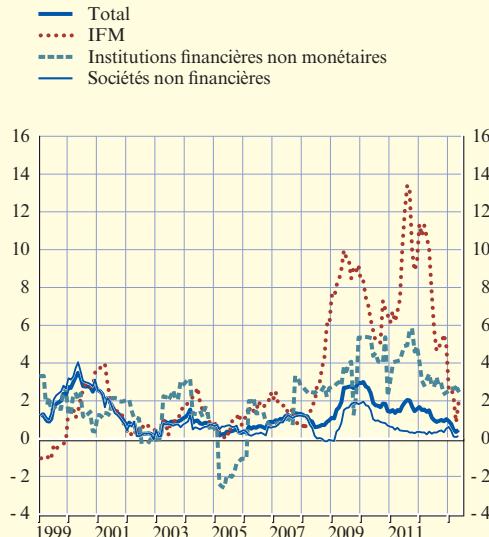
(taux de croissance annualisé sur six mois ; données cvs)



Source : BCE

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

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

de croissance annualisé sur six mois de l'ensemble des émissions de titres de créance a augmenté de 0,8 point de pourcentage par rapport à avril, pour ressortir à – 1,1 % en mai. Sur la même période, ce taux est passé de 1,2 % à 3,2 % dans le cas des institutions financières non monétaires et de 2,3 % à 4,4 % pour les administrations publiques. Dans le même temps, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions de titres de créance est revenu de 11,0 % à 9,2 % dans le cas des sociétés non financières et est passé de – 11,1 % à – 12,0 % s'agissant des IFM.

ACTIONS COTÉES

En mai 2013, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro a augmenté, ressortant à 0,5 %, après 0,4 % le mois précédent (cf. graphique 8), essentiellement en raison de la hausse des émissions d'actions par les IFM. Le taux de croissance annuel des émissions d'actions a augmenté de 1 point de pourcentage, s'inscrivant à 1,9 %, dans le cas des IFM et de quelques points de base, à 0,1 %, dans celui des sociétés non financières, tandis qu'il a légèrement diminué, revenant à 2,5 % pour les institutions financières non monétaires.

2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Alors que les taux du marché monétaire au jour le jour sont demeurés globalement stables en juillet, la courbe des rendements du marché monétaire s'est aplatie après la fourniture, par le Conseil des gouverneurs de la BCE, le 4 juillet, d'indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs. Au cours de la septième période de constitution des réserves obligatoires de l'année, qui a débuté le 10 juillet, l'Eonia est demeuré faible, reflétant le bas niveau des taux directeurs de la BCE ainsi que le montant de l'excédent de liquidité sur le marché monétaire au jour le jour (qui est demeuré important, en dépit de la poursuite du remboursement des fonds alloués dans le cadre des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans).

Les taux en blanc du marché monétaire sont restés généralement stables en juillet 2013. Le 31 juillet, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à, respectivement, 0,13 %, 0,23 %, 0,34 % et 0,54 %, soit une hausse de 1 point de base pour les échéances à 1 et à 3 mois et un niveau inchangé pour les autres échéances. Ainsi, l'écart entre l'Euribor 1 mois et 12 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux monétaires – a diminué de 1 point de base, pour s'établir à 41 points de base le 31 juillet (cf. graphique 9).

Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'établissait à 0,11 % le 31 juillet, sans changement par rapport au niveau observé le 3 juillet. L'écart entre ce taux et le taux Euribor correspondant a ainsi augmenté de 1 point de base.

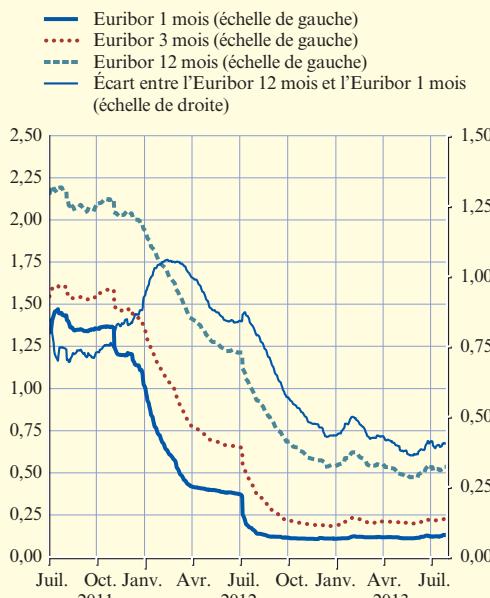
À la suite de la fourniture, par le Conseil des gouverneurs de la BCE, d'indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs à l'issue de sa réunion en juillet, la structure par termes des taux du marché monétaire de la zone euro s'est légèrement aplatie. Les taux d'intérêt implicites tirés des prix des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois d'échéances septembre et décembre 2013 ainsi que mars et juin 2014 ont diminué de, respectivement, 4, 5, 6 et 8 points de base par rapport aux niveaux constatés le 3 juillet, s'établissant à 0,24 %, 0,29 %, 0,36 % et 0,41 % le 31 juillet.

Entre le 3 juillet et la fin de la sixième période de constitution de 2013, le 9 juillet, l'Eonia a continué de s'établir à des niveaux proches de 0,08 %, sur fond de persistance de niveaux d'excédent de liquidité élevés. Depuis le début de la septième période de constitution, l'Eonia s'est établi à des niveaux compris entre 0,09 % et 0,10 % environ (cf. graphique 10). Le 31 juillet, l'Eonia a atteint 0,14 %.

Entre le 3 et le 31 juillet, l'Eurosystème a mené plusieurs opérations de refinancement. Lors des opérations principales de refinancement de la septième période de constitution, réalisées les 9, 16, 23 et 30 juillet, l'Eurosystème a alloué, respectivement, 102,1 milliards, 104,4 milliards, 102,3 milliards et 109,2 milliards d'euros. L'Eurosystème a également effectué deux opérations de refinancement à plus long terme en juillet, toutes deux sous forme d'appels d'offres à taux fixe et

Graphique 9 Taux d'intérêt du marché monétaire

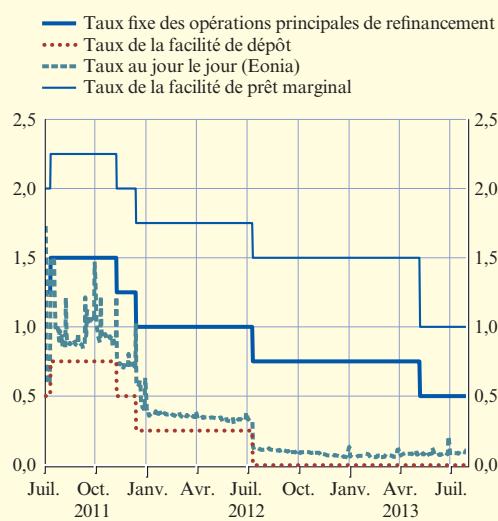
(en pourcentage annuel ; écart en points de pourcentage ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

servies intégralement : le 9 juillet, une opération de refinancement exceptionnelle assortie d'une échéance correspondant à la durée d'une période de constitution de réserves (pour une allocation de 3,5 milliards d'euros) et, le 31 juillet, une opération à trois mois (pour une allocation de 2,7 milliards).

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 0,50 %, les 9, 16, 23 et 30 juillet. Par ces opérations, l'Eurosystème a absorbé un montant de liquidité équivalant à la totalité du portefeuille d'obligations détenues dans le cadre du Programme pour les marchés de titres.

Les contreparties ont opté pour un remboursement anticipé, sur une base hebdomadaire, des fonds alloués dans le cadre des opérations à long terme d'une durée de trois ans du 21 décembre 2011 et du 29 février 2012. Au 31 juillet, un montant total de 316,7 milliards d'euros avait été remboursé depuis le 30 janvier 2013, dont 211,5 milliards au titre de l'opération du 21 décembre 2011 et 105,2 milliards au titre de celle du 29 février 2012. Par conséquent, sur les 523 milliards d'euros de liquidités nettes injectées à l'origine lors des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, 61 % environ ont été remboursés jusqu'à présent.

L'excédent de liquidité a encore diminué au cours de la sixième période de constitution de réserves de 2013, revenant de 285,5 milliards d'euros en moyenne au cours de la précédente période de constitution à 273,5 milliards, soit nettement en deçà des niveaux record de quelque 800 milliards atteints au deuxième trimestre 2012. Le remboursement anticipé des fonds alloués lors des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans a été le principal facteur contribuant à cette baisse, tandis que la ponction due aux facteurs autonomes a été comparable, en moyenne, à celle constatée au cours de la cinquième période de constitution (500 milliards d'euros environ). Tandis que la moyenne du recours quotidien à la facilité de dépôt a augmenté pour ressortir à 92,1 milliards d'euros, contre 90,5 milliards lors de la précédente période de constitution de réserves, les excédents détenus en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants ont diminué, revenant en moyenne de 195 milliards à 181,4 milliards. Au cours de la septième période de constitution de réserves de l'année, l'excédent de liquidité a encore diminué pour s'établir à 225,8 milliards d'euros le 31 juillet, en raison essentiellement d'une augmentation de la liquidité absorbée par les dépôts des administrations publiques.

2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

Entre fin juin et le 31 juillet 2013, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA ont diminué de 18 points de base pour s'établir à 1,9 % environ. Une partie de ce recul est d'origine purement technique, les obligations françaises ayant été retirées du calcul de la courbe des rendements après le récent abaissement de notation. À titre de comparaison, les taux à long terme des swaps au jour le jour (overnight indexed swap – OIS) ont diminué de 6 points de base environ sur la même période. Outre des facteurs techniques, la baisse des rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA résulte en partie de l'annonce du Conseil des gouverneurs concernant l'orientation future des taux directeurs de la BCE. Cela étant, les données d'enquêtes publiées à la fin du mois ont été meilleures qu'escompté par les intervenants de marché, et pourraient avoir limité la baisse globale des rendements à long terme. Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à long terme ont progressé de 9 points de base sur la même période, pour atteindre 2,6 % environ le 31 juillet. Au cours de la période sous revue, l'incertitude relative aux évolutions futures des marchés obligataires s'est atténuée, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Les écarts de rendement entre la plupart des obligations souveraines de la zone et les taux des swaps au jour le jour (OIS) se sont

légèrement resserrés et les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation à long terme sont demeurés compatibles avec la stabilité des prix.

Entre fin juin et le 31 juillet 2013, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA ont diminué de quelque 18 points de base pour s'établir à 1,9 % environ (cf. graphique 11). Une partie de ce recul est d'origine purement technique, et provient de l'exclusion des emprunts publics français du calcul de la courbe des rendements¹ après la dégradation de la note de la France par Fitch Ratings. En revanche, les taux à long terme des *swaps* au jour le jour, qui sont normalement fortement corrélés avec les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA, ont baissé de quelque 6 points de base. Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à long terme ont légèrement progressé, de quelque 9 points de base, pour atteindre 2,6 % environ le 31 juillet. Au Japon, les rendements des emprunts publics à dix ans ont fléchi de quelque 6 points de base, revenant à 0,8 % environ à cette même date.

Outre la contribution des facteurs techniques, la baisse des rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro résulte en partie de l'annonce du Conseil des gouverneurs concernant l'orientation future des taux directeurs de la BCE. Après cette annonce, la corrélation entre les rendements à long terme dans la zone euro et aux États-Unis s'est interrompue, les rendements diminuant dans la zone euro et continuant à progresser aux États-Unis au cours de la première

Graphique 11 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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

Graphique 12 Volatilité implicite du marché des emprunts publics

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



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

¹ Pour de plus amples informations, cf. la section *Courbe de rendements de la zone euro* du site internet de la BCE (à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu>)

partie de la période sous revue. La hausse des rendements à long terme enregistrée en juin dans la zone euro, liée essentiellement aux répercussions de l'annonce par le Système fédéral de réserve des États-Unis qu'il pourrait être approprié de réduire le rythme de ses achats d'obligations dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif plus tard dans l'année, a été partiellement annulée. Dans la zone euro, les publications de données économiques ont été contrastées. Cependant, un certain nombre de données publiées ont été plus positives qu'escompté par les intervenants de marché, notamment les résultats d'enquêtes sur la confiance des consommateurs et l'indice des directeurs d'achat, ce qui s'est traduit par une hausse des rendements vers la fin de la période sous revue. La dégradation de la notation attribuée à la France par Fitch Ratings et de celle attribuée à l'Italie par Standard & Poor's a eu une incidence limitée sur les marchés obligataires.

Aux États-Unis, la hausse cumulée des rendements des emprunts publics à long terme au cours de la période sous revue a masqué des mouvements relativement significatifs résultant principalement de la modification des anticipations des intervenants de marché concernant l'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Au début de la période, les rendements à long terme ont augmenté relativement fortement après la publication de données positives relatives au marché du travail, du fait de l'émergence d'anticipations de réduction progressive, par la Réserve fédérale, de ses achats d'obligations dans le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif. Par la suite, les rendements à long terme ont diminué après les commentaires du président du Comité fédéral de l'*open market*. Par exemple, dans sa déclaration du 17 juillet devant le Congrès américain, Ben Bernanke a souligné que les achats d'actifs par la Réserve fédérale dépendaient des évolutions économiques et financières et ne suivraient donc en aucun cas une trajectoire programmée à l'avance. Vers la fin de la période sous revue, les rendements se sont de nouveau inscrits en hausse, sur fond de publications de données économiques globalement positives.

L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme du marché obligataire, mesurée par la volatilité implicite tirée des options, a légèrement reculé, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, à 6,2 % et 6,1 %, respectivement, à la fin de la période sous revue. Dans la zone euro, la volatilité implicite s'est établie légèrement en-deçà de sa moyenne de 2012, année caractérisée par des tensions sur les marchés financiers au premier semestre et des améliorations au deuxième semestre, et également en-deçà de sa moyenne des trois années précédentes, également marquées par la crise financière. Aux États-Unis, la volatilité implicite a continué de se situer légèrement au-dessus de sa moyenne de 2012, mais au-dessous de sa moyenne sur les trois années précédentes.

Au cours de la période sous revue, les rendements à long terme ainsi que leurs écarts par rapport aux taux des *swaps* au jour le jour ont baissé dans la plupart des pays de la zone euro. Le resserrement des écarts a été légèrement plus prononcé sur les compartiments du marché des emprunts publics de la zone euro soumis aux tensions les plus fortes. Les incertitudes au sein de certains pays membres de la zone ont influencé les évolutions des marchés obligataires, mais la contagion à d'autres pays a été limitée.

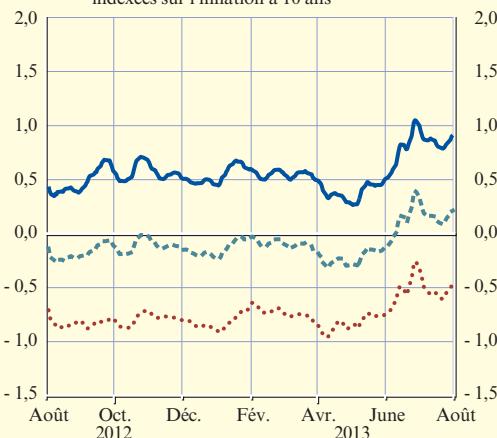
Les rendements nominaux de certains emprunts publics à long terme de la zone euro peuvent se décomposer entre les anticipations des marchés relatives aux rendements réels et l'inflation. À cet égard, les rendements réels des emprunts publics à dix ans indexés sur l'inflation de la zone euro² ont diminué au cours de la période sous revue, revenant de 0,3 % environ à 0,2 %, et les rendements réels des obligations correspondantes d'une échéance de cinq ans ont reculé de façon légèrement

² Le rendement réel des emprunts publics indexés sur l'inflation de la zone euro correspond à un rendement moyen pondéré par le PIB des emprunts publics indexés sur l'inflation français et allemands. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Estimation des rendements réels et des points morts d'inflation après la récente intensification de la crise de la dette souveraine* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011

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

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

- 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



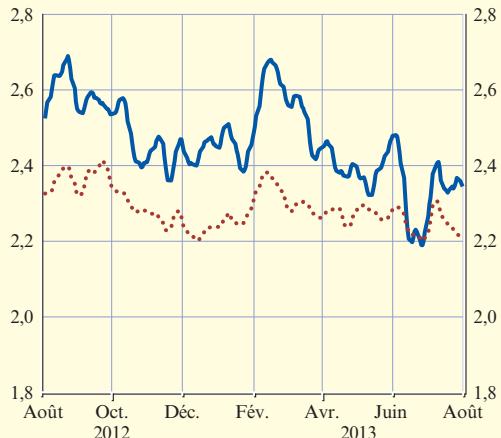
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

Notes : Depuis fin août 2011, les taux réels sont calculés comme une moyenne pondérée par le PIB des taux réels estimés séparément pour la France et l'Allemagne. Avant cette date, les taux réels étaient calculés par estimation d'une courbe des rendements réels cumulés pour la France et l'Allemagne.

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

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

- 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

Notes : 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 obtenus à partir de la courbe des rendements nominaux des emprunts publics de la zone euro notés AAA avec une courbe des rendements réels cumulés construite à partir des emprunts publics français et allemands indexés sur l'inflation.

plus prononcée, de quelque 15 points de base, pour s'établir à $-0,5\%$ environ (cf. graphique 13). Par conséquent, les taux d'intérêt réels implicites anticipés dans la zone euro (anticipés à cinq ans dans cinq ans) n'ont que légèrement diminué, pour s'établir à $0,9\%$ environ.

S'agissant des indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro, les points morts d'inflation anticipés à cinq ans et à dix ans tirés des obligations indexées sur l'inflation ont légèrement augmenté pour ressortir à environ $1,3\%$ et $1,8\%$, respectivement, en raison d'un recul légèrement plus prononcé des rendements réels par rapport aux rendements nominaux. Par conséquent, les points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans se sont légèrement accrus pour s'établir à $2,3\%$ environ à la fin de la période sous revue (cf. graphique 14). Les évolutions récentes des points morts d'inflation semblent être le reflet d'une normalisation après la volatilité et les variations importantes des rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation au cours des deux mois précédents. En effet, le taux anticipé des swaps correspondants indexés sur l'inflation s'est inscrit en léger recul sur la même période, à $2,2\%$ environ, confortant ainsi l'opinion selon laquelle aucune évolution majeure des anticipations d'inflation n'est intervenue au cours de la période sous revue. Dans l'ensemble, compte tenu de la volatilité des marchés mais aussi de la prime de risque d'inflation, les indicateurs de marché font état d'anticipations d'inflation demeurant pleinement compatibles avec la stabilité des prix³.

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

En outre, les signaux provenant des indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation à long terme demeurent compatibles avec ceux provenant des mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes (cf. encadré 6).

Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro peuvent également être décomposés en anticipations des futurs taux d'intérêt à court terme (par exemple, les taux au jour le jour) et en primes de risque (cf. graphique 15). À cet égard, la structure par termes des taux au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro s'est déplacée vers le bas pour l'ensemble des échéances sur la période considérée. Comme mentionné précédemment, cette évolution traduit en partie le retrait des emprunts publics français du calcul de la courbe des rendements, mais aussi l'incidence des indications données par le Conseil des gouverneurs sur l'orientation future des taux directeurs de la BCE, tandis que les publications de données économiques légèrement plus positives que prévu ont limité ce déplacement vers le bas.

Au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations des sociétés les mieux notées émises par les sociétés financières et non financières dans la zone euro (par rapport à l'indice des emprunts publics notés AAA de l'UEM établi par Merrill Lynch⁴) ont légèrement diminué pour toutes les catégories de notation. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations du secteur privé pour la plupart des classes de notation ont terminé la période sous revue à un niveau proche du niveau moyen enregistré depuis le début de l'année.

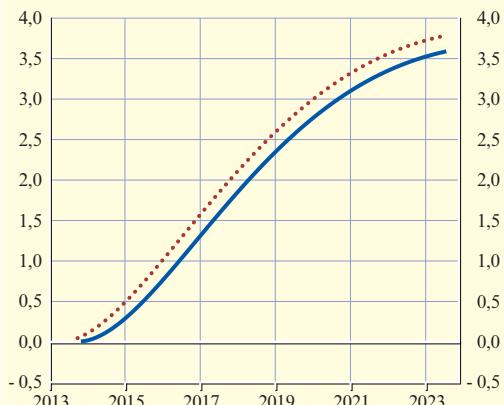
2.5 TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX PRÊTS ET AUX DÉPÔTS

En juin 2013, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts accordés tant aux ménages qu'aux sociétés non financières ont légèrement fléchi. S'agissant des prêts au logement, la baisse a concerné à la fois les taux débiteurs à court terme et à long terme. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières ont également diminué sur l'ensemble des échéances. En revanche, les taux débiteurs pratiqués sur les prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières ont légèrement augmenté pour les échéances à long terme et sont restés stables pour les échéances à court terme. En conséquence, les écarts entre les taux des prêts de faible montant et ceux des prêts de montant élevé consentis aux sociétés non financières se sont resserrés en juin, tout en se maintenant à des niveaux élevés.

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

— 31 juillet 2013
.... 28 juin 2013



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

Notes : La courbe des rendements implicites anticipés extraite de la structure par terme des taux d'intérêt observés sur le marché reflète les anticipations du marché sur les niveaux futurs des taux d'intérêt à court terme. La méthode utilisée pour calculer ces courbes des rendements implicites anticipés est exposée à la rubrique *Euro area yield curve* du site internet de la BCE. Les données utilisées dans l'estimation sont calculées à partir des rendements des emprunts publics de la zone euro notés AAA.

⁴ La composition des obligations sous-jacentes à l'indice des emprunts publics notés AAA de l'UEM établi par Merrill Lynch n'a pas été affectée par la dégradation de la note de la France au cours de la période.

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

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

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



Source : BCE

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

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

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

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

En juin 2013, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à court terme sont restés pratiquement inchangés dans le cas des sociétés non financières et ont légèrement diminué dans celui des ménages. Les taux d'intérêt à court terme sur les prêts au logement ont aussi légèrement diminué, ressortant à 2,8 % en juin, et ceux appliqués aux prêts à la consommation sont revenus de 6,0 % en mai à 5,8 % en juin. En ce qui concerne les sociétés non financières, les taux d'intérêt à court terme appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million d'euros) sont restés inchangés à 2,2 %, tandis qu'ils ont diminué de 15 points de base pour les prêts de faible montant (inférieur ou égal à 1 million d'euros), s'inscrivant à 3,7 % (cf. graphique 16). Par conséquent, l'écart entre les taux à court terme appliqués aux prêts de faible montant accordés aux sociétés non financières et les taux correspondants appliqués aux prêts de montant élevé s'est réduit, s'établissant juste au-dessous de 160 points de base en juin. L'ampleur de cet écart indique cependant que les conditions de financement des petites et moyennes entreprises demeurent durablement plus tendues que celles des grandes entreprises.

Dans l'ensemble, l'Euribor étant demeuré globalement inchangé en juin, l'écart entre les taux à court terme appliqués par les IFM aux prêts au logement consentis aux ménages et le taux du marché monétaire à 3 mois a diminué, revenant à 260 points de base environ, tandis que l'écart

correspondant pour les taux à court terme des prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières est demeuré inchangé, à 200 points de base environ (cf. graphique 17).

Sur plus longue période, les taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM aux prêts au logement accordés aux ménages et aux prêts consentis aux sociétés non financières ont diminué d'environ 70 points de base depuis début 2012. Ces évolutions reflètent notamment la répercussion progressive des réductions des taux directeurs de la BCE depuis novembre 2011, ainsi que l'incidence des mesures non conventionnelles mises en œuvre ou annoncées par la BCE au cours de cette période.

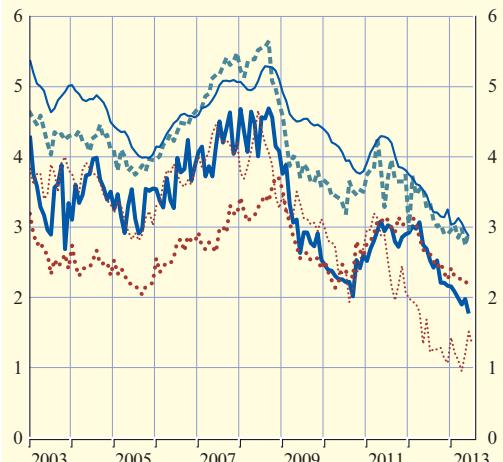
S'agissant des échéances à plus long terme, les taux appliqués par les IFM aux dépôts à long terme des ménages ont diminué de 13 points de base en juin, à 2,1 %, tandis que les taux correspondants appliqués aux dépôts des sociétés non financières ont baissé de 20 points de base, à 1,8 %. Les taux appliqués aux prêts au logement à long terme ont baissé de 8 points de base, à 2,9 %, tandis que ceux appliqués aux prêts de montant élevé consentis aux sociétés non financières ont augmenté de 20 points de base à 2,9 % (cf. graphique 18). Les taux à long terme pratiqués sur les prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières ont diminué en juin, ressortant à 3,3 %, après 3,4 % le mois précédent. Par conséquent, l'écart entre les taux à long terme sur les prêts de faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé est revenu de 60 points de base en mai à 35 points de base en juin, niveau proche de sa moyenne de longue période observée depuis 2003. Les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA ayant augmenté de quelque 30 points de base en juin, s'inscrivant à 1,5 %, l'écart entre les taux débiteurs à long terme et les rendements de ces emprunts s'est resserré pour les prêts au logement et pour les prêts aux sociétés non financières.

Sur plus longue période, les écarts entre les taux débiteurs à long terme et les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA ont fluctué, en 2012, entre 200 et 280 points de base dans le cas des prêts aux sociétés non financières, et entre 170 et 220 points de base dans celui des prêts au logement consentis aux ménages. Ces écarts se sont constamment creusés début 2013, puis se sont resserrés depuis avril, reflétant essentiellement les variations des rendements des emprunts publics notés AAA. La réduction récente de ces écarts reflète principalement la diminution des taux débiteurs à long terme qui découle de la répercussion des baisses des taux directeurs intervenues précédemment et les effets positifs durables des mesures non conventionnelles de la BCE, telles que les deux opérations de refinancement à trois ans de décembre 2011 et de février 2012, ainsi que les effets bénéfiques de l'annonce des opérations monétaires sur titres (OMT) durant l'été 2012.

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

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

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



Source : BCE

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

2.6 MARCHÉS BOURSIERS

Entre fin juin et le 31 juillet 2013, les cours boursiers ont augmenté de 6 % environ dans la zone euro. Aux États-Unis, ils ont connu une hausse légèrement moins marquée, de quelque 5 %. Les évolutions des marchés boursiers dans les deux zones s'expliquent essentiellement par la fourniture, par les autorités, d'indications concernant l'orientation future de la politique monétaire ainsi que par les publications de données économiques et les annonces de résultats des sociétés. Dans la zone euro, les données économiques publiées ont été contrastées, se situant cependant légèrement du côté des anticipations favorables, en moyenne. En particulier, les données d'enquêtes économiques publiées vers la fin du mois ont constitué de bonnes surprises. Aux États-Unis, les publications économiques se sont également inscrites du côté des anticipations favorables, prolongeant ainsi la tendance récente. L'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, s'est atténuée au cours de la période sous revue.

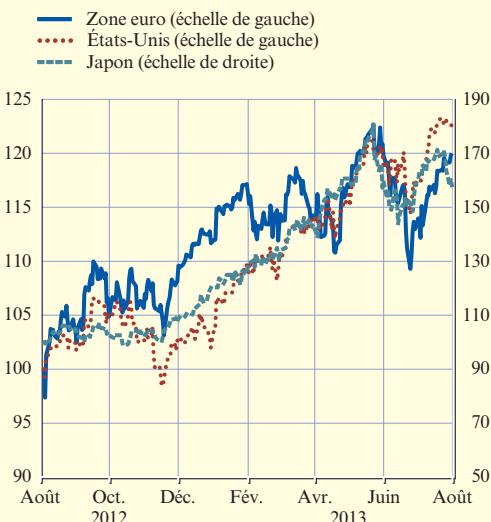
Entre fin juin et le 31 juillet 2013, les cours boursiers dans la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, ont augmenté d'environ 6 %. Sur la même période, les cours boursiers aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, se sont inscrits en hausse de 5 % environ (cf. graphique 19). Dans la zone euro, les cours boursiers du secteur financier ont augmenté de quelque 8 %, tandis que ceux du secteur non financier progressaient de 5 % environ. Aux États-Unis, les cours boursiers des sociétés des secteurs tant financier que non financier se sont inscrits en hausse de 5 % environ. Sur la même période, les cours boursiers nippons, mesurés par l'indice Nikkei 225, sont restés globalement inchangés.

Dans la zone euro, les publications relatives aux indicateurs du sentiment économique ont fait état d'une légère amélioration des perspectives économiques, soutenant ainsi la hausse des cours boursiers. La principale préoccupation des intervenants de marché a concerné l'orientation future des politiques monétaires ainsi que les publications des résultats des sociétés. Les cours boursiers ont augmenté après la fourniture, par le Conseil des gouverneurs, d'indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE, et également à l'issue des commentaires formulés par M. Bernanke, président du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC). Les préoccupations naissantes quant à un possible ralentissement de la croissance économique en Chine n'ont pas eu d'incidence majeure sur l'évolution des cours boursiers. Pour de plus amples informations concernant les évolutions récentes des marchés boursiers replacées dans un contexte historique, cf. l'encadré 4.

Aux États-Unis, la hausse des cours boursiers a été favorisée par des données économiques globalement positives, concernant en particulier les marchés de l'immobilier et du travail. Les commentaires du président du FOMC, M. Bernanke, ont également soutenu les cours boursiers, dans la mesure où ils ont été généralement perçus par les intervenants de marché comme n'indiquant pas nécessairement une diminution imminente des achats d'obligations dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif, en dépit des évolutions positives constatées récemment sur le marché du travail. Durant la seconde moitié de la période sous revue, la publication de résultats relativement robustes, notamment en ce qui concerne les sociétés financières, a soutenu les cours boursiers. Au Japon, les cours boursiers sont demeurés globalement inchangés au cours de la période. L'optimisme du marché quant aux perspectives de croissance économique a soutenu les cours des actions pendant la première partie de la période. Toutefois, vers la fin de la période, la baisse des cours boursiers, essentiellement des entreprises orientées vers les exportations, a annulé la hausse globale. En outre, la sous-performance des cours boursiers au Japon par rapport aux deux autres zones économiques doit être interprétée à l'aune de la forte progression observée depuis décembre 2012 (cf. graphique 19). Les cours boursiers des entreprises des marchés émergents se sont stabilisés après des reculs relativement prononcés en juin.

Graphique 19 Indices boursiers

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

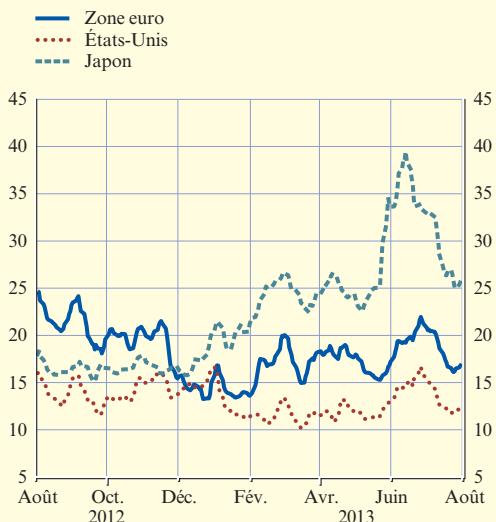


Source : Thomson Reuters

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

Graphique 20 Volatilité implicite des marchés boursiers

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



Source : Bloomberg

Notes : Les séries de volatilité implicite représentent l'écart-type attendu de la variation en pourcentage des cours des actions, sur une période n'excédant pas trois mois, ressortant des prix des options 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.

L'incertitude sur les marchés boursiers de la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, a fléchi, revenant de 21 % environ à 17 % à la fin de la période sous revue. Aux États-Unis, elle s'est légèrement atténuée, revenant de 15 % environ à 12 %. Dans les deux zones, l'incertitude sur les marchés boursiers est plus ou moins égale ou inférieure au niveau observé peu avant l'annonce par le Système fédéral de réserve, début mai, qu'il était prêt à modifier le rythme de ses achats dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif (cf. graphique 20). Dans les deux zones économiques, la volatilité implicite des marchés boursiers est nettement inférieure à sa moyenne de 2012, ainsi qu'à celle enregistrée au cours des trois dernières années. Au Japon, la volatilité implicite s'est fortement contractée, mais demeure cependant élevée au regard des évolutions passées.

Bien que les évolutions des sous-indices sectoriels des marchés boursiers de la zone euro aient été quelque peu variables, les cours ont augmenté dans l'ensemble des secteurs. Les hausses les plus marquées ont concerné le secteur financier et le secteur du pétrole et du gaz, ainsi que le secteur industriel. Les résultats des entreprises publiés jusqu'à présent sont contrastés, mais se situent légèrement du côté des anticipations favorables dans le cas des sociétés financières.

Encadré 4

ÉVOLUTIONS DES MARCHÉS BOURSIERS DANS LE CONTEXTE ACTUEL DE RENDEMENTS FAIBLES

Les évolutions des marchés boursiers sont importantes pour la formulation de la politique monétaire, et ce à plusieurs titres. En premier lieu, les variations des cours boursiers peuvent avoir une incidence significative sur le coût du financement du secteur des entreprises. En second lieu, elles se traduisent par des effets de richesse pour les ménages. Enfin, les marchés boursiers fournissent des informations concernant les évolutions économiques futures et les perspectives en matière de risque telles que les perçoivent les investisseurs en actions, informations qu'il est utile de recouper avec les indicateurs tirés d'enquêtes et les signaux provenant d'autres compartiments du marché financier.

Cet encadré analyse les évolutions récentes des marchés boursiers au regard des évolutions enregistrées depuis 2000. Il n'en ressort aucun lien évident entre la hausse des cours boursiers observée depuis mi-2012 dans la zone euro et l'évolution des bénéfices attendus sur la même période. De fait, il apparaît que la hausse des cours boursiers reflète essentiellement une baisse de la rémunération du risque sur actions, qui a toutefois augmenté sur la période 2007-2012 et demeure supérieure au niveau moyen enregistré ces dernières années.

Les investissements en actions ont affiché des performances moindres que les investissements en obligations depuis 2000

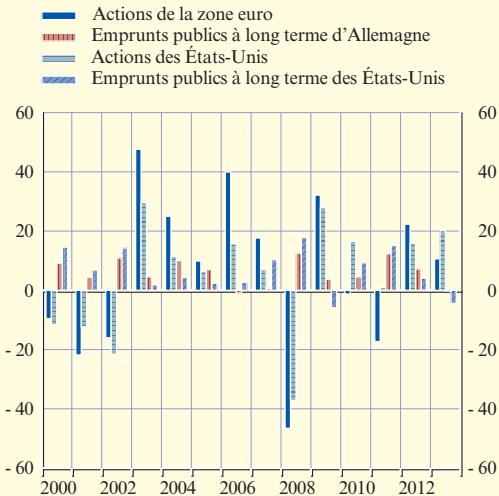
Historiquement, les rendements des investissements en actions ont, en moyenne, été largement supérieurs à ceux des investissements en obligations, comme cela a été abondamment décrit dans la littérature relative à la prime de risque sur actions. Par exemple, sur la période 1974-1999, le rendement des investissements en actions dans les pays qui composent aujourd'hui la zone euro s'élevait à 15 % par an en moyenne, tandis que le rendement des obligations allemandes s'établissait à 8 %, en dépit de rendements boursiers relativement médiocres au cours de la période 1974-1982, dans un contexte de crises pétrolières. Le scénario est le même pour les États-Unis.

Toutefois, sur la période 2000-2012, le rendement total des investissements en actions a été très faible, ressortant à 3 % par an dans la zone euro et 2 % par an aux États-Unis¹, contre 7 % par an pour les emprunts publics à long terme de l'Allemagne et des États-Unis (cf. graphique A). La performance médiocre des actions a notamment résulté des krachs boursiers qui ont suivi l'explosion de la bulle internet en 2000-2001 et la faillite de Lehman Brothers en 2008. Depuis 2009, les marchés boursiers ont rebondi, notamment aux États-Unis. Il apparaît que les évolutions des marchés boursiers dans la zone euro se sont quelque peu découpées de celles observées aux États-Unis, sur fond de crise de la dette souveraine en Europe. Toutefois, durant l'été 2012, les cours boursiers ont commencé à fortement augmenter dans les deux zones économiques, tendance qui s'est poursuivie jusqu'en 2013, notamment aux États-Unis (cf. graphique B) où, en termes absolus, les indices boursiers ont atteint des niveaux supérieurs au record antérieur à la crise. Récemment, dans le contexte des discussions relatives à la sortie progressive de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis, les marchés boursiers des deux zones économiques sont entrés dans une phase de volatilité accrue (cf. section 2.6), dont l'effet sur les cours boursiers est toutefois resté globalement modéré et temporaire. En revanche, l'évolution des marchés obligataires,

¹ Sur la base des rendements des indices boursiers larges calculés par Datastream. Ces indices se composent d'environ 1 400 actions pour la zone euro et 1 000 actions pour les États-Unis. S'agissant de l'indice Dow Jones EuroStoxx, le rendement annuel total a été proche de zéro au cours de la période 2000-2012, tandis qu'il a été de 2 % par an pour l'indice Standard & Poor's 500.

Graphique A Rendements des actions et des emprunts publics dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Datastream et calculs BCE

Notes : Les indices boursiers utilisés sont les indices larges Datastream ; les rendements des marchés boursiers incluent les dividendes. Le rendement des obligations correspond au rendement total de l'indice REX des emprunts publics à 10 ans en cours pour l'Allemagne et au rendement du *Bank of America Merrill Lynch 7-10-year Treasury index* pour les États-Unis. Pour 2013, les données couvrent la période allant jusqu'au 1^{er} août.

Graphique B Indices boursiers

Zone euro (échelle de gauche)
États-Unis (échelle de droite)



Source : Datastream

Note : Les indices utilisés sont l'indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro et l'indice Standard and Poor's 500 pour les États-Unis.

en particulier aux États-Unis, s'est caractérisée par des hausses relativement importantes des rendements.

Des mesures simples semblent indiquer que les valorisations boursières sont conformes aux moyennes historiques

Afin d'évaluer les valorisations boursières dans une perspective historique, les graphiques C et D présentent les rendements boursiers et les ratios cours/bénéfice par action de janvier 1973 à juillet 2013. Le rendement sur le marché boursier de la zone euro se situe actuellement autour du niveau moyen enregistré depuis 1973 (cf. graphique C). Aux États-Unis, le rendement est actuellement légèrement inférieur à son niveau moyen, même s'il s'est inscrit en hausse depuis 2000². S'agissant du ratio cours/bénéfice par action (cf. graphique D), le marché boursier de la zone euro a été valorisé à un niveau représentant 10 à 20 fois les bénéfices (de l'année précédente), à l'exception des périodes où des conditions extrêmes prévalaient sur les marchés, comme durant les crises économiques des années 1970, la bulle internet et la période ayant suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008. Le ratio cours/bénéfice par actions est passé de 11 environ mi-2012 à 15 actuellement, soit au milieu de la fourchette précédemment mentionnée. Si l'on examine les bénéfices moyens enregistrés au cours des dix dernières années afin de réduire l'effet des fluctuations temporaires des bénéfices des entreprises³, la valorisation actuelle des actions de la zone euro semble encore faible dans une perspective historique, en dépit de la récente hausse des cours. Le ratio cours/bénéfice par action pour les États-Unis a eu tendance à être légèrement

² Les entreprises se sont orientées vers la distribution de numéraire *via* des rachats d'actions plutôt que la distribution de dividendes. Cela est notamment le cas des entreprises basées aux États-Unis, qui ont effectué des rachats d'actions d'une amplitude similaire à la valeur des dividendes versés ces dernières années.

³ Pour une analyse des capacités prédictives de cette mesure, cf. par exemple J.Y. Campbell et R.J. Shiller, (1998), *Valuation ratios and the long-run stock market outlook*, The Journal of Portfolio Management, hiver 1998, vol. 24, n°2

Graphique C Rendements des actions dans la zone euro et aux États-Unis

(en pourcentage)

— Zone euro
··· États-Unis



Source : Datastream

Note : Les indices utilisés sont les indices larges Datastream.

Graphique D Ratio cours/bénéfice par action dans la zone euro et aux États-Unis sur la base des bénéfices de l'année précédente et des bénéfices réels moyens sur 10 ans

— Zone euro, sur la base des bénéfices de l'année précédente
··· Zone euro, sur la base des bénéfices sur dix ans
- - - États-Unis, sur la base des bénéfices de l'année précédente
— États-Unis, sur la base des bénéfices sur dix ans



Sources : Datastream, OCDE, Eurostat et calculs BCE

Notes : Les indices utilisés sont les indices larges Datastream. Les ratios cours/bénéfice par action sur la base des bénéfices sur 10 ans sont calculés à partir de la moyenne des bénéfices des 10 dernières années mesurés au niveau de prix de la période en cours.

plus élevé que celui de la zone euro, comme c'est actuellement le cas. Si l'on considère le ratio cours/bénéfice par action calculé à partir des bénéfices enregistrés au cours des dix dernières années, les actions affichent des valorisations beaucoup plus élevées aux États-Unis que dans la zone euro.

Les anticipations relatives aux bénéfices des entreprises ne semblent pas expliquer les hausses des cours boursiers observées depuis mi-2012

Le graphique E présente l'évolution au fil du temps des prévisions de bénéfices établies par les analystes professionnels des marchés boursiers pour les exercices 2012-2014 pour les entreprises basées dans la zone euro et aux États-Unis. Les prévisions de bénéfices pour les entreprises de la zone euro ont été constamment revues à la baisse depuis fin 2011, en conformité avec les projections relatives à la situation macroéconomique. Au-delà de l'horizon à court terme de ces projections, les anticipations de croissance des bénéfices à plus long terme pour les entreprises de la zone euro sont restées globalement inchangées depuis l'été 2012⁴, laissant penser que les hausses des cours boursiers observées depuis mi-2012 n'ont pas résulté de prévisions de bénéfices plus élevées à court terme ou à long terme. Aux États-Unis, les anticipations de bénéfices à court terme ont également été révisées à la baisse, quoique dans une moindre mesure.

Les hausses des cours boursiers dans la zone euro n'ayant apparemment pas résulté de bénéfices attendus plus élevés, l'actualisation des flux de trésorerie futurs doit avoir évolué. Le modèle d'actualisation des dividendes constitue un outil analytique simple pour calculer un taux

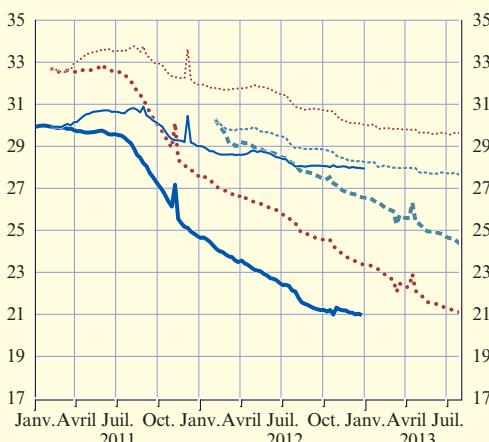
4 Cf., par exemple, la section 2.5 du *Bulletin mensuel* de juin 2013

Graphique E Révisions au fil du temps des prévisions à court terme des analystes des marchés boursiers relatives aux bénéfices des entreprises dans la zone euro et aux États-Unis

(bénéfice pondéré par action)

Axe des abscisses : période de prévision
Axe des ordonnées : bénéfice pondéré par action prévu durant un exercice donné

— 2012 EURO STOXX — 2012 S&P 500
··· 2013 EURO STOXX ··· 2013 S&P 500
--- 2014 EURO STOXX --- 2014 S&P 500



Sources : Datastream, I/B/E/S et calculs de la BCE

Exemple : La ligne épaisse en pointillés rouges retrace les évolutions des prévisions de bénéfices des analystes professionnels relatives à l'exercice 2013 pour les entreprises figurant dans l'indice EuroStoxx. Notes : Les indices utilisés sont l'indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro et l'indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis. Pour ce pays, les bénéfices pondérés ont une base réactualisée pour chaque exercice. Les bénéfices pondérés par action représentent les bénéfices totaux que percevrait le détenteur d'une unité de l'indice.

d'actualisation (constant) pour les flux de trésorerie attendus⁵. Il fournit une estimation du rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour un placement en actions par rapport à un investissement peu risqué en emprunts publics à long terme, c'est-à-dire la prime de risque sur actions (cf. graphique F)⁶. La prime de risque sur actions a augmenté entre 2000 et 2005, bien qu'à partir d'un niveau très bas, durant la période de la bulle internet. Entre mi-2005 et mi-2007, elle a diminué dans un contexte d'évaluation généralement faible du risque sur les principaux compartiments du marché des capitaux. À partir de l'été 2007, toutefois, la prime de risque sur actions a fortement augmenté, les cours boursiers s'étant inscrit en recul dans le contexte de crise financière. Elle a continué d'augmenter par la suite sur fond de forte baisse des taux d'intérêt réels. En liaison avec les hausses des cours boursiers observées depuis mi-2012, la prime de risque sur actions a légèrement diminué⁷. Le modèle montre également qu'en dépit du niveau actuellement

Graphique F Décomposition du rendement exigé sur les actions de la zone euro en termes d'inflation à long terme anticipée, de taux d'intérêt réels sur les emprunts publics à long terme et de prime de risque sur actions

(en pourcentage annuel)

— Taux d'intérêt réel à long terme (1)
··· Inflation à long terme anticipée (2)
--- Prime de risque sur actions (3)
— Rendement exigé sur actions (1 + 2 + 3)



Sources : Datastream, I/B/E/S, Consensus économique et calculs BCE
Notes : Le taux d'intérêt réel à long terme correspond au rendement réel des emprunts publics à dix ans de la zone euro (cf. également section 2.4). Les données concernant l'inflation à long terme anticipée proviennent des prévisions du Consensus.

5 Le modèle établit un lien entre les cours boursiers actuels et la valeur actualisée des dividendes futurs attendus. Les dividendes sont modélisés pour progresser conformément aux estimations disponibles des analystes professionnels des marchés boursiers puis avec un taux de croissance du PIB potentiel à long terme. Le taux d'actualisation selon lequel le cours boursier actuel est égal à la valeur actuelle du flux de dividendes futurs correspond au rendement exigé sur le placement en actions. La prime de risque sur actions est égale à la différence entre le rendement exigé et la somme du taux d'intérêt réel à long terme des emprunts publics notés AAA et de l'inflation anticipée à long terme (en utilisant le chiffre fourni par le Consensus économique). L'une des sources d'incertitude concernant ce calcul est liée à l'utilisation de la croissance prévue pour les dividendes à moyen et long terme ; cf., par exemple, l'encadré intitulé *Quel est le contenu en information des anticipations de bénéfices par les analystes ?* du *Bulletin mensuel* de mars 2004

6 Pour plus de détails sur les différents modèles permettant de calculer une estimation de la prime de risque sur actions, cf. l'article intitulé *La valorisation des marchés boursiers et de la prime de risque sur actions* du *Bulletin mensuel* de novembre 2008

7 La baisse de la prime de risque sur actions vers sa moyenne historique peut s'expliquer en partie par une diminution des perceptions du risque d'événements extrêmes, notamment après l'annonce des opérations monétaires sur titres par la BCE. Dans ce contexte, cf., par exemple, M. Weitzman (2007), *Subjective Expectations and Asset-Return Puzzles*, *American Economic Review*, 2007, 97(4)

élevé de cette prime, le rendement exigé sur un investissement en actions (c'est-à-dire la somme de l'inflation attendue, du taux d'intérêt réel à long terme et de la prime de risque sur actions) est globalement conforme au niveau moyen enregistré depuis 2000, en raison de l'effet compensateur exercé par le bas niveau du taux d'intérêt réel.

Des entrées de capitaux ont été constatées récemment dans les OPCVM « actions »

L'une des explications de la baisse de la prime de risque sur actions depuis l'été 2012 est sans doute la modification des préférences des investisseurs au profit des actions, afin d'obtenir un rendement attendu plus élevé compte tenu des taux d'intérêt réels bas ou même négatifs observés sur la période (cf. section 2.6).

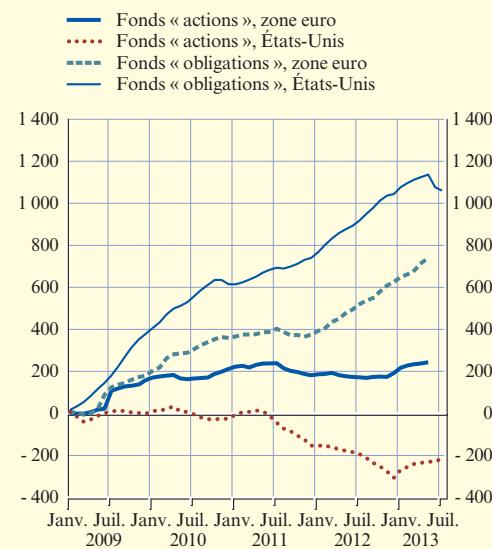
Dans ce contexte, les données relatives aux flux nets de capitaux dans des OPCVM domiciliés dans la zone euro montrent que les flux nets dans des fonds à mandat d'investissement en actions ont été irréguliers tandis que ceux au titre des fonds obligataires ont été presque constamment positifs depuis 2009 (cf. graphique G).

Cette évolution est probablement liée à un mouvement de report vers les valeurs sûres et au meilleur rendement des obligations par rapport aux actions généralement observé au cours de la décennie précédente (cf. graphique A). Toutefois, à la fin de l'automne 2012 et début 2013⁸, les flux nets dans les fonds « actions » sont devenus positifs, enregistrant la croissance la plus rapide depuis le plancher enregistré par les cours boursiers au printemps 2009. Cette évolution est sans doute liée à une quête de rendement, dans la mesure où la prime de risque sur actions demeure élevée au regard du passé et également comparée aux primes de risque relatives à d'autres actifs financiers tels que les obligations d'entreprises⁹. Toutefois, les flux nets en fonds « obligations » ont été positifs sur la même période, ne fournissant donc aucune indication directe d'un retournement des préférences des investisseurs¹⁰.

Les données relatives aux États-Unis montrent que les flux nets de capitaux dans les fonds « actions » sont devenus positifs en janvier 2013 après une longue période de sorties de capitaux. De plus, les données laissent penser que les investisseurs ont retiré des capitaux des fonds « obligations », dans un contexte de fortes hausses des rendements obligataires depuis début mai, tout en accroissant légèrement leurs avoirs en fonds « actions ».

Graphique G Flux nets cumulés dans les OPCVM par type d'investissement depuis janvier 2009

(zone euro : milliards d'euros ; États-Unis : milliards de dollars)



Sources : BCE et Investment Company Institute

Notes : Les données reposent sur la domiciliation des OPCVM et ne sont pas limitées à des zones géographiques d'investissement particulières. La dernière observation pour la zone euro porte sur mai 2013. La dernière observation pour les États-Unis concerne le 24 juillet 2013. Les observations relatives à juin et juillet 2013 sont provisoires et reposent sur les estimations des flux de trésorerie hebdomadaires. Pour plus de détails, cf. le site internet de l'Investment Company Institute.

⁸ Le rythme des entrées de capitaux dans les fonds « Actions » s'est légèrement ralenti entre mars et mai 2013 (dernier mois pour lequel des données sont actuellement disponibles).

⁹ Cf., par exemple, l'encadré intitulé *Évolutions récentes des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juin 2013

¹⁰ Cf. également la section 2.2 du *Bulletin mensuel* de juin 2013

Encadré 5

LES COMPTES INTÉGRÉS DE LA ZONE EURO AU PREMIER TRIMESTRE 2013¹

Les comptes intégrés de la zone euro publiés le 30 juillet 2013, qui couvrent les données jusqu'au premier trimestre 2013, fournissent une information complète sur les revenus, les dépenses, le financement et les choix de portefeuille des secteurs institutionnels de la zone. Le solde extérieur de la zone euro s'est encore amélioré (en cumul sur quatre trimestres), à la suite d'une augmentation du solde commercial reflétant une progression de la demande extérieure et un recul de la demande intérieure imputable, dans une large mesure, à une compression des dépenses des sociétés non financières et des ménages. À la faveur d'une baisse de l'inflation et d'une légère modération de la pression fiscale, le rythme du recul du revenu réel des ménages s'est considérablement ralenti. Le taux d'épargne des ménages a affiché un rebond après des niveaux historiquement bas, tandis que l'investissement de ce secteur a de nouveau fléchi. Contrairement au schéma traditionnel, les sociétés non financières ont accru leur capacité nette de financement (au lieu de leur besoin net de financement) par le biais de nouvelles hausses des bénéfices non distribués et de plus fortes réductions de la FBCF, qui a atteint des niveaux historiquement bas en tant que contribution à la valeur ajoutée. La réduction des déficits publics a marqué le pas, en raison d'une baisse des recettes fiscales dans un environnement récessionniste et d'une légère hausse des dépenses. Dans une approche bilancielle, le patrimoine net des ménages a diminué, tandis que le processus de désendettement des sociétés non financières s'est poursuivi. Les ratios de fonds propres des sociétés financières se sont stabilisés à un niveau élevé. La position extérieure nette de la zone euro s'est encore améliorée.

Le revenu et la capacité nette ou le besoin net de financement de la zone euro

En ligne avec le ralentissement du PIB nominal (et la contraction du PIB en volume), le rythme de croissance du revenu disponible brut nominal de la zone euro s'est ralenti au premier trimestre 2013 pour s'établir à 0,4% en rythme annuel, annulant un rebond temporaire enregistré au quatrième trimestre 2012 et affectant essentiellement la progression des recettes des administrations publiques (cf. graphique A).

La consommation de la zone euro n'ayant que peu augmenté au premier trimestre 2013 (une hausse de la consommation publique ayant largement compensé une baisse de la consommation privée), et moins rapidement que le revenu, l'épargne brute totale de la zone euro a légèrement augmenté en rythme annuel. Le taux d'épargne des ménages s'est redressé par rapport à des niveaux historiquement bas et les sociétés non financières ont augmenté leurs bénéfices non distribués. En revanche, la réduction de la désépargne du secteur des administrations publiques a marqué le pas. Le rythme de baisse de la FBCF de la zone euro s'est nettement accéléré pour s'établir à – 6,7 % en rythme annuel au premier trimestre 2013, reflétant une contraction plus forte de l'investissement des sociétés non financières et des ménages (qui est ressorti à – 7,8 % et – 5,5 %, respectivement). La légère réduction des stocks observée au quatrième trimestre 2012 s'étant poursuivie au même rythme au premier trimestre 2013, la contribution de la variation des stocks à la croissance a été neutre et, par conséquent, la formation de capital a reculé à peu près au même rythme que la formation de capital fixe.

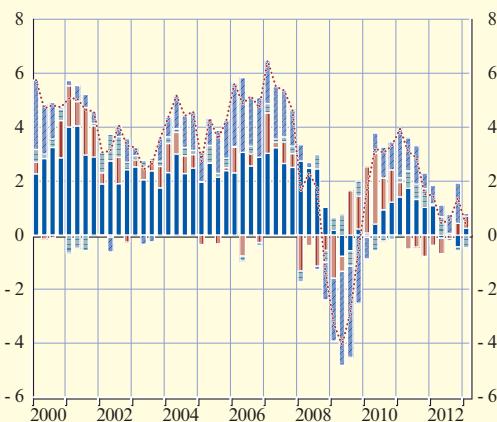
Étant donné la rapide diminution de la formation de capital et la légère augmentation de l'épargne, la capacité nette de financement de la zone euro s'est de nouveau fortement améliorée au premier trimestre 2013 pour s'établir à 1,8 % du PIB en cumul sur quatre trimestres, ce qui reflète

¹ De plus amples détails sont disponibles sur le site de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>)

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

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

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

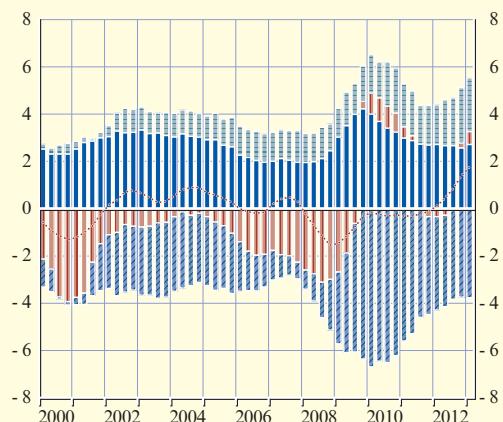


Sources : Eurostat et BCE

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

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

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



Sources : Eurostat et BCE

une hausse de l'excédent des transactions courantes (résultant d'importantes exportations nettes et de revenus nets de la propriété élevés). D'un point de vue sectoriel, cette amélioration trouve son origine dans un nouvel accroissement de la capacité nette de financement des sociétés non financières et des ménages (exerçant des pressions restrictives), tandis qu'on a assisté à une légère réduction de la capacité nette de financement des sociétés financières, quoique à partir d'un niveau très élevé. En revanche, l'amélioration des déficits publics a marqué le pas (cf. graphique B). En ce qui concerne le financement, les flux transfrontières sont restés faibles au premier trimestre 2013, les non-résidents ayant privilégié les dépôts au détriment des titres de créance émis par des résidents autres que les banques. La position extérieure nette, qui mesure le stock d'actifs des résidents de la zone euro vis-à-vis des non-résidents, déduction faite des engagements, s'est encore améliorée au premier trimestre pour s'établir à - 17,7 % du PIB.

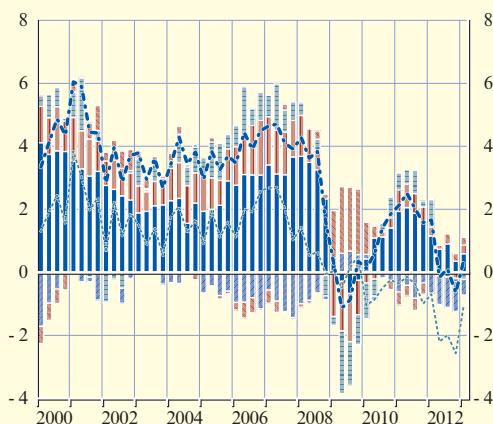
Le comportement des secteurs institutionnels

Au premier trimestre 2013, la croissance du revenu disponible nominal des ménages a rebondi (pour ressortir à 0,4 % en rythme annuel, après - 0,6 % au quatrième trimestre 2012), en raison d'une légère atténuation de la pression fiscale (baisse des transferts nets des ménages vers les administrations publiques), qui a réduit de 0,3 point de pourcentage la croissance du revenu, contre 0,7 point de pourcentage au quatrième trimestre 2012. Une hausse de la rémunération des salariés (en particulier dans la fonction publique) et un redressement de l'excédent brut d'exploitation ont contribué au rebond du revenu des ménages (cf. graphique C). Conjuguée à un recul de l'inflation, la baisse du revenu réel s'est fortement ralentie pour s'établir à - 1 % en rythme annuel au premier trimestre 2013, après - 2,5 % au quatrième trimestre 2012. La consommation nominale ayant reculé, les ménages ont reconstitué leur épargne, leur taux d'épargne passant à 13,2 % en données corrigées des variations saisonnières, après le niveau historiquement bas enregistré au deuxième semestre 2012 (cf. graphique D). L'investissement dans l'immobilier

Graphique C Revenu disponible brut nominal des ménages

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

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

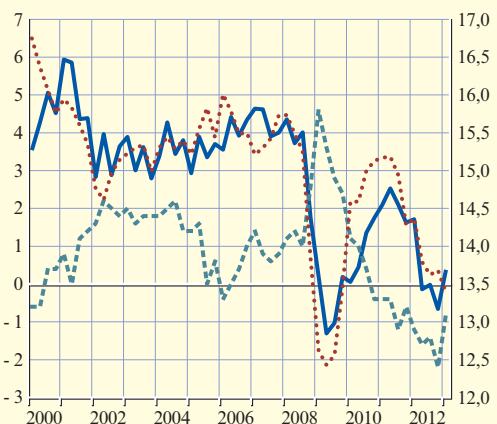


Sources : Eurostat et BCE

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

(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage du revenu disponible brut ; données CVS)

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



Sources : Eurostat et BCE

résidentiel s'est fortement contracté en rythme annuel au premier trimestre 2013. Par conséquent, la capacité nette de financement des ménages s'est accrue. La croissance du financement externe et des placements financiers des ménages est restée très modeste, avec de nouveaux arbitrages de portefeuille en faveur des dépôts bancaires, des réserves techniques d'assurance et des OPCVM, parallèlement à d'importantes cessions de titres de créance. Le patrimoine net des ménages a diminué en rythme annuel au premier trimestre, les moins-values sur l'immobilier résidentiel étant supérieures à l'épargne nette et aux plus-values sur actions (cf. graphique G).

L'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières a encore reculé en rythme annuel au premier trimestre 2013, les salaires ayant poursuivi leur progression tandis que la valeur ajoutée diminuait. Les marges des entreprises ne se sont que légèrement redressées au premier trimestre, après avoir atteint un niveau très faible au quatrième trimestre 2012 (en données corrigées des variations saisonnières ; cf. graphique E). Dans le même temps, un certain nombre de facteurs ont contribué à une nouvelle hausse de l'épargne des sociétés non financières, qui a atteint des niveaux élevés, à savoir une forte diminution des intérêts nets versés, une baisse des impôts, une nouvelle hausse des rendements des investissements directs étrangers et un recul des dividendes nets versés. En conjonction avec un fléchissement prononcé des dépenses en capital fixe, qui s'est établi à -7,8 % en rythme annuel au premier trimestre (soit un niveau historiquement bas en tant que part de la valeur ajoutée), les sociétés non financières ont continué d'accroître leur capacité nette de financement, situation contraire au schéma traditionnel (cf. graphiques B et F). Les sociétés non financières ont continué d'avoir recours au marché obligataire (leurs émissions s'étant élevées à 103 milliards d'euros au cours des quatre derniers trimestres), afin de compenser une contraction du crédit bancaire de 123 milliards d'euros sur la même période, reflétant en partie la restructuration bancaire en Espagne. L'activité de prêts interentreprises, recouvrant les prêts accordés par d'autres sociétés non financières et les crédits commerciaux, est demeurée élevée,

Graphique E Taux de marge des sociétés non financières

(en pourcentage ; données cvs)

- Excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée (échelle de gauche)
- Bénéfices non distribués rapportés à la valeur ajoutée (échelle de droite)



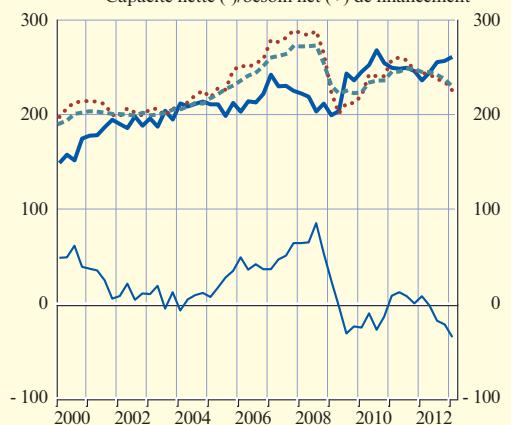
Sources : Eurostat et BCE

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

Graphique F Épargne, investissements en capital et capacité nette/besoin net de financement des sociétés non financières

(en milliards d'euros ; données cvs)

- Bénéfices non distribués (épargne brute) nets des transferts en capital
- Investissements non financiers
- Dont FBCF
- Capacité nette (-)/besoin net (+) de financement



Sources : Eurostat et BCE

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

ce qui est particulièrement important pour amortir les contraintes pesant sur le financement bancaire des PME. Les sociétés non financières ont ralenti leur accumulation d'importants volets de liquidité, tandis que le processus de désendettement s'est poursuivi, en raison notamment de la valorisation plus élevée des portefeuilles d'actions.

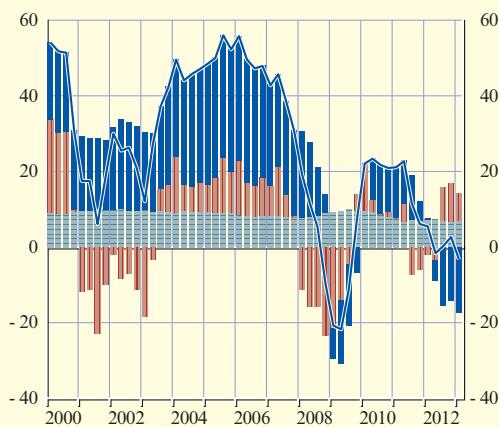
En dépit de nouvelles mesures d'assainissement, la réduction des déficits des administrations publiques a marqué le pas (pour s'établir à 3,8 % en cumul sur quatre trimestres), en raison d'un ralentissement très net de la croissance des recettes fiscales, sur fond de récession économique. La croissance des dépenses courantes, la consommation publique notamment, s'est accélérée, retrouvant son niveau tendanciel de près de 1 % par an, après de fortes réductions de la rémunération des fonctionnaires fin 2012 (1 % au premier trimestre 2013, après -1,6 % au quatrième trimestre). Les dépenses d'investissement ont continué de flétrir au premier trimestre 2013 (-7,8 %). Les émissions de titres de créance ont continué de financer d'importants déficits ainsi que d'importantes opérations financières, reflétant notamment des prêts entre administrations publiques. Les titres de créance émis ont été acquis par des non-résidents, des banques ainsi que des sociétés d'assurances et des fonds de pension.

Le revenu disponible des sociétés financières, bien que demeurant à des niveaux élevés, a fortement reculé au premier trimestre 2013, la valeur ajoutée et les intérêts nets acquis, considérés globalement, ayant continué à baisser tandis que la rémunération des salariés a poursuivi son augmentation. Malgré des bénéfices non distribués en recul, mais encore importants (à 25 milliards d'euros au premier trimestre), et des plus-values réalisées sur les actifs financiers, les actifs nets des sociétés financières en valeur de marché (une mesure agrégée de leurs fonds propres) n'ont que modérément progressé, ce qui indique une stabilisation de leur ratio de fonds propres, à des niveaux élevés toutefois, les recapitalisations directes ayant reculé par rapport aux trimestres précédents. Les bilans des sociétés financières, sur une base consolidée, ne se sont accrus que modérément.

Graphique G Variation du patrimoine financier net des ménages

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

- Autres flux sur actifs non financiers ¹⁾
- Autres flux sur actifs et passifs financiers ²⁾
- Variation du patrimoine financier net résultant de l'épargne nette ³⁾
- Variation du patrimoine financier net



Sources : Eurostat et BCE

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

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

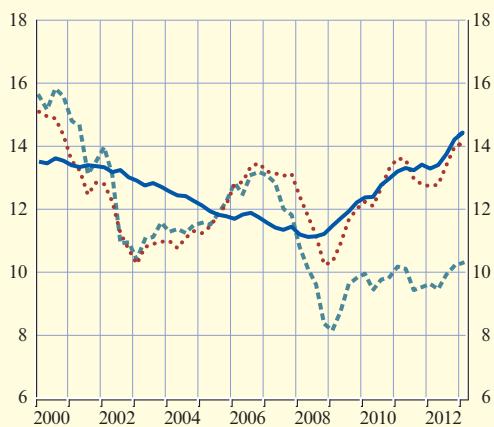
2) Principalement les plus-values et moins-values sur les actions et autres participations

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

Graphique H Ratios de fonds propres des institutions financières hors OPCVM

(en pourcentage du total des actifs)

- Capital notionnel sur actifs
- Capital sur actifs
- Actions et autres participations sur actifs



Sources : Eurostat et BCE

Les évolutions des bilans

Le patrimoine net des ménages a diminué en rythme annuel au premier trimestre 2013, à hauteur de 3,2 % de leur revenu. L'incidence positive de l'épargne nette (qui s'est établie à 7,2 % du revenu annuel au premier trimestre) et des plus-values sur leurs portefeuilles d'actifs financiers (7,1 % du revenu annuel) a été largement contrebalancée par des moins-values importantes sur les actifs non financiers (à savoir le logement, à 17,4 % du revenu annuel) (cf. graphique G).

Les sociétés financières ont enregistré d'importantes plus-values sur leurs portefeuilles d'actifs financiers, sur les actions pour l'essentiel (en raison de la reprise des marchés boursiers). Cette évolution a contribué à la stabilisation des ratios de fonds propres/actifs des sociétés financières, mesurés dans les comptes nationaux par les actifs nets à leur valeur de marché (cf. graphique H).

3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,6 % en juillet 2013, sans changement par rapport à juin. Les taux annuels d'inflation devraient diminuer temporairement au cours des prochains mois, en raison notamment d'effets de base liés aux évolutions des prix de l'énergie observées douze mois plus tôt. Considérées dans la perspective de moyen terme appropriée, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues, reflétant la faiblesse généralisée de la demande agrégée et le rythme modéré de la reprise économique. Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix. Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix devraient rester globalement équilibrés à moyen terme.

3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,6 % en juillet 2013, sans changement par rapport à juin. Cette stabilité reflète une accélération de la hausse des prix des produits alimentaires, compensée par un ralentissement de la progression annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie entre octobre 2012 et avril 2013. Elle est revenue en deçà de 2,0 % en février 2013 et est ressortie à 1,2 % en avril, son niveau le plus bas depuis février 2010. Elle a toutefois atteint 1,6 % en juin 2013. Cette hausse est essentiellement imputable aux composantes énergie et produits alimentaires non transformés. Les tensions inflationnistes sous-jacentes ressortant des mesures de l'IPCH basées sur l'exclusion sont restées modérées. Les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés ont continué de maintenir les taux d'inflation à un niveau élevé dans certains pays de la zone euro.

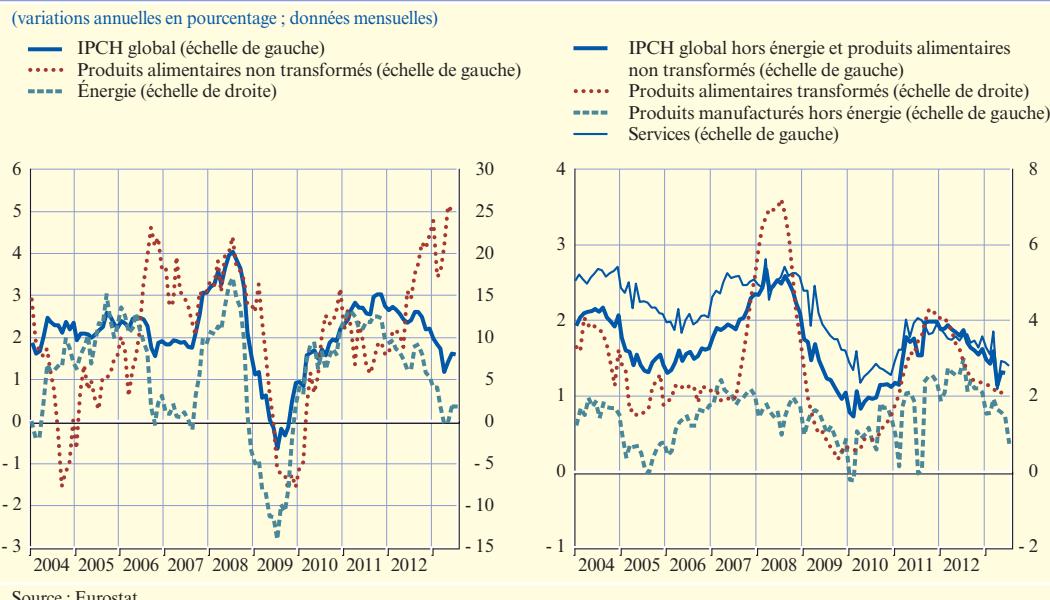
Un examen plus détaillé des résultats de l'estimation rapide d'Eurostat pour les principales composantes de l'IPCH montre une hausse de 1,6 % des prix de l'énergie en juillet 2013, sans changement par rapport au mois précédent. En juin, un important effet de base a entraîné une accélération du rythme annuel de variation de la composante énergie, qui a atteint 1,6 % contre – 0,2 % en mai. La variation mensuelle par rapport à mai 2013 n'a été que légèrement positive, s'établissant à 0,1 % et a reflété un faible renchérissement des carburants automobiles et la stabilité des prix de l'électricité et du gaz.

Tableau 7 Évolution des prix

	2011	2012	2013 Fév.	2013 Mars	2013 Avril	2013 Mai	2013 Juin	2013 Juillet
IPCH et composantes¹⁾								
Indice global	2,7	2,5	1,8	1,7	1,2	1,4	1,6	1,6
Énergie	11,9	7,6	3,9	1,7	- 0,4	- 0,2	1,6	1,6
Produits alimentaires	2,7	3,1	2,7	2,7	2,9	3,2	3,2	3,5
Produits alimentaires non transformés	1,8	3,0	3,5	3,5	4,2	5,1	5,0	.
Produits alimentaires transformés	3,3	3,1	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	.
Produits manufacturés hors énergie	0,8	1,2	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,4
Services	1,8	1,8	1,5	1,8	1,1	1,5	1,4	1,4
Autres indicateurs de prix								
Prix à la production	5,8	2,9	1,3	0,6	- 0,2	- 0,1	.	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	79,7	86,6	86,7	84,2	79,3	79,2	78,3	.
Cours des matières premières hors énergie	12,2	0,5	- 3,6	- 1,6	- 3,5	- 4,8	- 7,3	.

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

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

Graphique 21 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

Selon cette même estimation, la hausse des prix pour l'ensemble des produits alimentaires transformés et non transformés a atteint 3,5 % en juillet. Aucune information officielle n'est disponible pour ce mois s'agissant de la ventilation de cette composante. La hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'est légèrement ralentie, revenant de 5,1 % en mai, le taux le plus élevé enregistré depuis plus de dix ans, à 5,0 % en juin. Cette évolution recouvrirait une nouvelle hausse significative de la variation mensuelle en données corrigées des variations saisonnières (0,9 %), qui a été plus que compensée par un effet de base baissier. La forte augmentation enregistrée par cette composante a été imputable aux composantes fruits et légumes. À l'inverse, la hausse des prix des produits alimentaires transformés est restée inchangée à 2,1 % en juin, pour le troisième mois consécutif.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressorti à 1,1 % en juillet contre 1,2 % en juin. Si l'on exclut ces deux composantes volatiles, la hausse de l'IPCH recouvre deux postes principaux : les produits manufacturés hors énergie et les services. Selon cette estimation, la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie s'est ralentie en juillet, revenant à 0,4 % contre 0,7 % en juin, principalement en raison de soldes d'été plus importants qu'un an auparavant. Elle oscille autour de 0,8 % depuis le début de l'année, à l'exception du mois de mars où elle a atteint 1,0 %. Le fléchissement observé en juin par rapport au taux de 0,8 % enregistré en mai a été lié à un ralentissement du taux de variation annuel des prix des automobiles. Selon les estimations, la hausse des prix des services s'est établie à 1,4 % en juillet, sans changement par rapport à juin où elle s'était inscrite en baisse après être ressortie à 1,5 % en mai. Le recul observé en juin résultait en grande partie d'un effet d'arrondi, l'accélération de la hausse annuelle des prix des voyages organisés ayant été compensée par les légères baisses enregistrées par un grand nombre d'autres composantes.

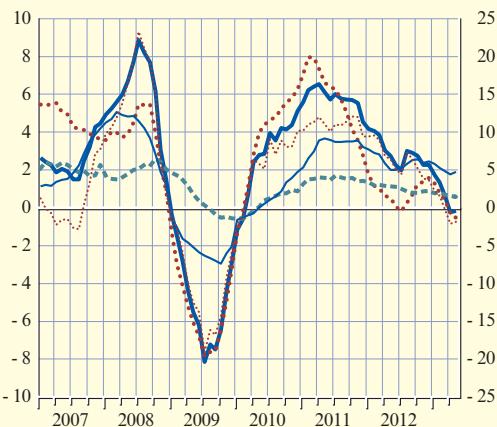
3.2 PRIX À LA PRODUCTION

Aucune nouvelle donnée relative aux prix à la production à l'échelle de la zone euro n'est devenue disponible depuis la parution du *Bulletin mensuel* de juillet. Selon les données nationales disponibles,

Graphique 22 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

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

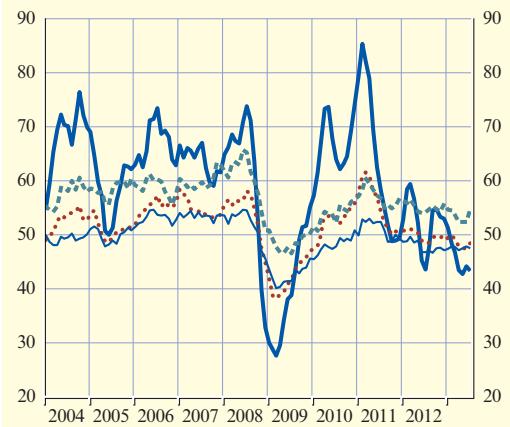


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

(indices de diffusion ; données mensuelles)

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



Source : Markit

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

le taux de variation annuel des prix à la production (hors construction) dans la zone euro devrait probablement devenir positif en juin 2013, après les taux d'inflation annuels négatifs observés en avril et mai. La hausse des prix à la production (hors construction) est ressortie à -0,1 % en rythme annuel en mai, en légère progression par rapport à avril (cf. tableau 7 et graphique 23). Cette évolution reflète celle des taux annuels d'inflation des composantes énergie et biens de consommation qui a largement contrebalancé une nouvelle baisse du rythme annuel de variation de la composante biens intermédiaires. Les prix à la production dans le secteur des biens d'équipement sont demeurés inchangés. Hors construction et énergie, le taux de variation annuel des prix à la production est ressorti en baisse, à 0,5 % en mai, après 0,6 % le mois précédent.

Les dernières informations tirées de l'indice des directeurs d'achat et des enquêtes de la Commission européenne montrent que les tensions en amont sont toujours contenues. En ce qui concerne l'enquête auprès des directeurs d'achat (cf. graphique 23), l'indice des prix des consommations intermédiaires pour le secteur manufacturier a fléchi, revenant de 44,1 en juin à 43,4 en juillet, tandis que l'indice des prix à la production a progressé, passant de 47,5 à 48,5. Les deux indices demeurent inférieurs au seuil de 50, indiquant ainsi une baisse des prix et affichent des niveaux inférieurs à leurs moyennes de long terme. Les résultats de l'enquête prospective de la Commission européenne sur les anticipations relatives aux prix de vente pour l'ensemble de l'industrie ont légèrement augmenté en juillet, les anticipations relatives aux prix de vente étant ressorties en hausse dans tous les secteurs.

3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Les tensions internes sur les prix provenant des coûts de main-d'œuvre sont restées contenues au premier trimestre 2013 (cf. tableau 8 et graphique 24).

Tableau 8 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

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

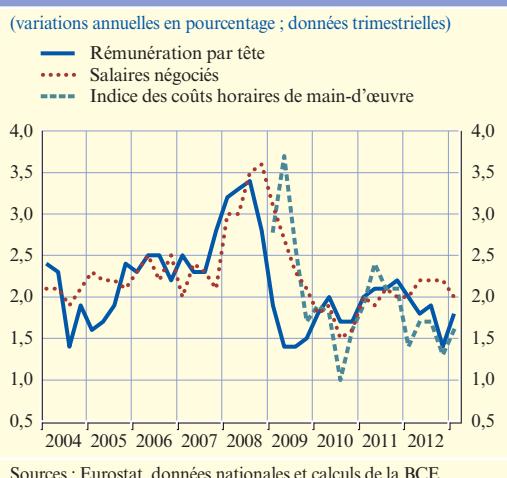
Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

La hausse des salaires, tant horaires que par personne employée, s'est modérément accentuée au niveau de la zone euro au premier trimestre 2013. Cette évolution a été plus prononcée dans le secteur public que dans le secteur privé. Cela étant, les indicateurs de coûts de main-d'œuvre ont présenté des disparités importantes selon les pays. Tandis que, dans certains pays de la zone euro, les salaires nominaux et les coûts unitaires de main-d'œuvre progressent très peu, voire reculent, dans d'autres, la hausse des salaires demeure soutenue. Le nombre total d'heures travaillées ayant encore nettement diminué au premier trimestre 2013, la croissance de la productivité horaire de la main-d'œuvre s'est légèrement renforcée dans la zone euro. En revanche, la croissance annuelle de la productivité par personne employée est demeurée inchangée à - 0,2 %, s'inscrivant donc toujours en territoire négatif.

Au niveau de l'ensemble de la zone euro, le taux de croissance annuel de la rémunération par tête est passé à 1,8 % au premier trimestre 2013, après 1,4 % au trimestre précédent. Cette augmentation récente reflète en partie les évolutions dans la fonction publique, où les salaires ont de nouveau augmenté, l'incidence des mesures ponctuelles de baisse des rémunérations prises par certains pays dans le cadre de leurs efforts d'assainissement budgétaire ayant cessé de s'exercer. La hausse de la rémunération par tête a été légèrement plus importante dans le secteur privé. La rémunération par tête ayant progressé à un rythme plus rapide que la productivité, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est encore accentuée, passant de 1,6 % au quatrième trimestre 2012 à 2,0 % au premier trimestre 2013.

La progression des salaires négociés dans la zone euro est ressortie à 2,0 % au premier trimestre 2013, après 2,2 % au trimestre précédent. Les données provisoires relatives aux salaires négociés pour le deuxième trimestre 2013 indiquent un nouveau ralentissement. Le rythme annuel de variation des coûts horaires de main-d'œuvre a augmenté, passant de 1,3 % au quatrième trimestre 2012 à 1,6 % au premier trimestre 2013, sous l'effet d'une baisse du nombre d'heures travaillées. Cette accélération reflète essentiellement les évolutions de l'économie non marchande, qui sont dominées par les changements dans le secteur des administrations publiques, tandis que la hausse des salaires dans le secteur de l'économie marchande est demeurée stable. Dans l'ensemble, les salaires et traitements ont progressé à un rythme plus rapide que la

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



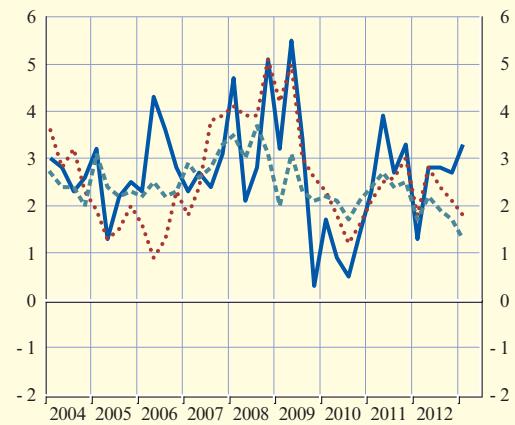
Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

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

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

— 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

composante non salariale des coûts horaires de main-d'œuvre de la zone euro, dressant un tableau analogue à celui du trimestre précédent.

3.4 PRÉVISIONS D'INFLATION

Les taux annuels d'inflation devraient diminuer temporairement au cours des prochains mois, en raison notamment d'effets de base liés aux évolutions des prix de l'énergie observées douze mois plus tôt. Considérées dans la perspective de moyen terme appropriée, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues, reflétant la faiblesse généralisée de la demande agrégée et le rythme modéré de la reprise économique. Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

La dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) fait état d'anticipations d'inflation se situant à 1,5 % pour 2013 et 2014 et à 1,8 % pour 2015. Par rapport à la précédente campagne d'enquête, les prévisionnistes ont revu à la baisse de 0,2 point de pourcentage leurs perspectives d'inflation pour 2013 et de 0,1 point de pourcentage pour 2014, les perspectives d'inflation pour 2015 restant inchangées (cf. encadré 6). Les anticipations d'inflation pour 2013 et 2014 sont légèrement supérieures à celles qui avaient été publiées dans les projections macroéconomiques de juin 2013 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Les anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2018) sont demeurées inchangées, à 2,0 %.

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

Encadré 6

RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DU TROISIÈME TRIMESTRE 2013 AUPRÈS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS

Cet encadré présente les résultats de la campagne d'enquête du troisième trimestre 2013 auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) menée par la BCE entre le 16 et le 19 juillet 2013 et pour laquelle cinquante et une réponses ont été reçues¹. Par rapport à la précédente campagne d'enquête, les résultats font apparaître des anticipations d'inflation en baisse pour 2013 et 2014, mais inchangées pour 2015. Les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume ont été revues à la baisse pour tous les horizons de prévision. Celles concernant le taux de chômage ont été de nouveau revues à la hausse, à l'exception des anticipations relatives à 2013. S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, l'estimation ponctuelle moyenne est restée inchangée à 2,0 %.

Baisse des anticipations d'inflation à court terme pour 2013 et 2014

Les anticipations d'inflation ressortant de l'EPP s'établissent à 1,5 % pour 2013 et 2014 et 1,8 % pour 2015 (cf. tableau). Par rapport à la précédente campagne d'enquête, cette évolution représente une révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2013 et de 0,1 point de pourcentage pour 2014. Les participants à l'enquête attribuent principalement ces révisions au ralentissement de l'activité économique et à la détérioration du marché du travail, à la baisse des prix des matières premières, et à de moindres contributions à l'inflation de la fiscalité indirecte et des prix administrés en raison du retard des mesures d'assainissement budgétaire.

Pour 2013 et 2014, les résultats sont légèrement supérieurs à ceux des projections macroéconomiques de juin 2013 établies par les services de l'Eurosystème, mais pour la période 2013-2015, ils sont très

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.

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)

	Horizon temporel couvert			
IPCH	2013	2014	2015	Long terme ¹⁾
EPP T3 2013	1,5	1,5	1,8	2,0
EPP précédente (T2 2013)	1,7	1,6	1,8	2,0
Projections macroéconomiques de la BCE (juin 2013)	1,4	1,3	—	—
Consensus économique (juillet 2013) ²⁾	1,5	1,5	1,8	2,0
Baromètre de la zone euro (juillet 2013)	1,5	1,5	1,7	1,8
Croissance du PIB en volume	2013	2014	2015	Long terme ¹⁾
EPP T3 2013	- 0,6	0,9	1,5	1,7
EPP précédente (T2 2013)	- 0,4	1,0	1,6	1,8
Projections macroéconomiques de la BCE (juin 2013)	- 0,6	1,1	—	—
Consensus économique (juillet 2013) ²⁾	- 0,6	0,8	1,5	1,5
Baromètre de la zone euro (juillet 2013)	- 0,6	0,9	1,3	1,5
Taux de chômage ³⁾	2013	2014	2015	Long terme ¹⁾
EPP T3 2013	12,3	12,4	11,8	9,7
EPP précédente (T2 2013)	12,3	12,2	11,6	9,6
Consensus économique (juillet 2013) ²⁾	12,3	12,4	—	—
Baromètre de la zone euro (juillet 2013)	12,2	12,3	12,2	11,4

1) Les anticipations à plus long terme se rapportent à 2018 pour l'EPP 2013 T3 et le Consensus économique. Elles se rapportent à 2017 pour l'EPP 2013 T2 et le Baromètre de la zone euro.

2) Les données les plus récentes pour 2015 et les anticipations à long terme du Consensus économique ont été publiées en avril 2013.

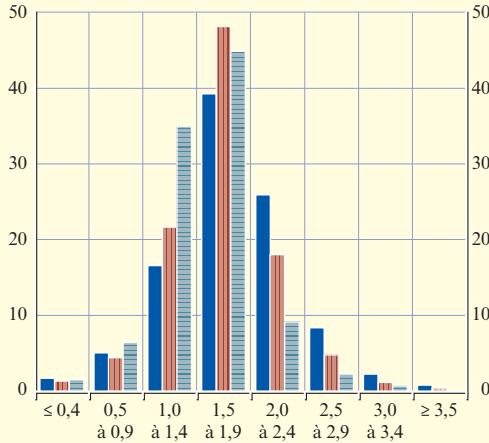
3) En pourcentage de la population active

Graphique A Distribution des probabilités agrégées relatives au taux d'inflation annuel moyen en 2013 et 2014 ressortant des dernières campagnes d'enquête

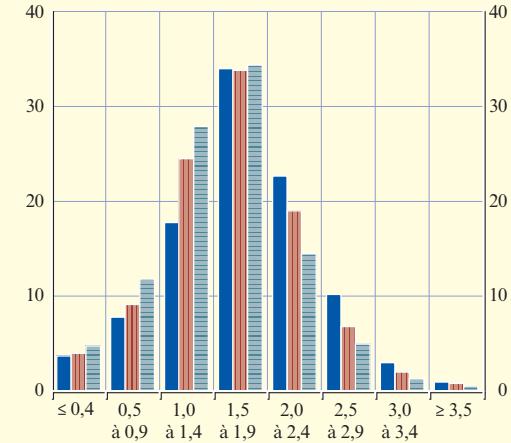
(probabilité en pourcentage)

EPP T1 2013
EPP T2 2013
EPP T3 2013

a) 2013



b) 2014



Source : BCE

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

proximes des prévisions publiées en juillet 2013 par le Baromètre de la zone euro et le Consensus économique. Par rapport aux précédentes campagnes d'enquête, la distribution des probabilités agrégées relatives à l'inflation pour 2013 et 2014 s'est encore déplacée vers le bas (cf. graphique A).

Les participants considèrent que les risques pesant sur le scénario de référence pour les perspectives d'inflation sont globalement équilibrés ou légèrement orientés à la baisse, certains d'entre eux citant le renchérissement des matières premières et le relèvement de la fiscalité indirecte et des prix administrés comme des risques à la hausse et une nouvelle détérioration de l'activité économique et des marchés du travail dans la zone euro comme le principal risque à la baisse.

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

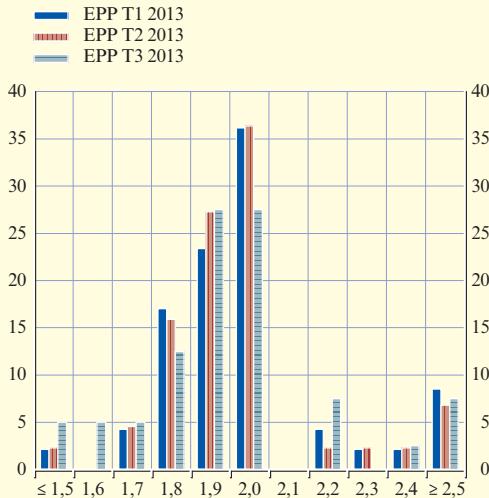
L'estimation ponctuelle moyenne de l'inflation à plus long terme (pour 2018) reste inchangée à 2,0 %. Arrondies à deux décimales, les anticipations ressortent en moyenne à 1,95 %, soit une baisse de deux points de base par rapport à la précédente campagne. La médiane des estimations ponctuelles a diminué, ressortant à 1,9 % après 2,0 % lors de la précédente campagne, reflétant la baisse du pourcentage de participants ayant fourni une estimation ponctuelle de 2,0 %, revenu de 36 % à 28 % (cf. graphique B). Les anticipations d'inflation ressortant de l'EPP pour 2018 sont conformes à celles publiées par le Consensus économique, mais légèrement supérieures aux anticipations d'inflation à long terme du Baromètre de la zone euro (1,8 % pour 2017).

La distribution des probabilités agrégées s'est légèrement déplacée vers le bas par rapport à la précédente campagne, et la probabilité que l'inflation soit égale ou supérieure à 2,0 % a diminué de 50 % à 46 %.

La divergence de vues entre les prévisionnistes s'agissant de leurs anticipations d'inflation à plus long terme, mesurée par l'écart-type de leurs estimations ponctuelles, est restée inchangée

Graphique B Distribution transversale des estimations d'inflation ponctuelles à plus long terme entre les participants à l'EPP

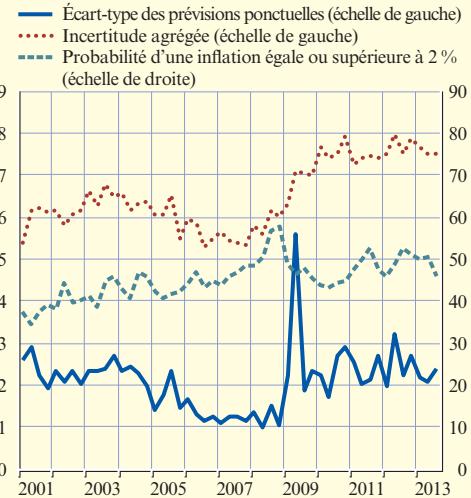
(en pourcentage des participants)



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

Notes : L'incertitude agrégée est définie comme l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées (en formulant l'hypothèse de fonctions de densité de probabilité discrètes individuelles avec une distribution de probabilité concentrée sur le milieu de l'intervalle).

à 0,2 point de pourcentage et continue donc de se situer dans la fourchette observée depuis 2010. L'incertitude agrégée qui entoure les anticipations d'inflation à plus long terme, mesurée par l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées, a légèrement diminué par rapport à la précédente campagne, mais demeure élevée (cf. graphique C)².

Révision à la baisse des anticipations relatives à la croissance du PIB en volume sur l'ensemble des horizons

L'estimation ponctuelle moyenne de la croissance du PIB a encore été révisée à la baisse, de 0,2 point de pourcentage à -0,6 % pour 2013, et de 0,1 point de pourcentage pour 2014 et 2015, à 0,9 % et 1,5 %, respectivement (cf. tableau). Par rapport aux projections macroéconomiques réalisées en juin 2013 par les services de l'Eurosystème, ces anticipations sont identiques pour 2013 (à -0,6%), mais légèrement plus pessimistes pour 2014 (inférieures de 0,2 point de pourcentage). Elles sont aussi globalement conformes aux dernières prévisions publiées par le Consensus économique et le Baromètre de la zone euro pour la période 2013-2015. Selon les participants à l'enquête, le principal facteur expliquant les révisions à la baisse pour 2013 est le niveau plus faible que prévu de la demande intérieure au premier trimestre 2013. En outre, des données décevantes relatives aux principales économies émergentes comme la Chine et le Brésil préfigurent une diminution à court terme de la contribution des exportations nettes à la croissance. Les légères révisions à la baisse pour 2014 et 2015 sont aussi principalement attribuées à la diminution de la demande intérieure.

Les distributions des probabilités agrégées pour la période 2013-2015 se sont déplacées vers le bas. La plus forte variation a trait à 2013, les participants attribuant désormais la probabilité la

2 Pour plus d'informations sur les mesures de l'incertitude, cf. l'encadré intitulé *Les mesures de la perception de l'incertitude macroéconomique* du *Bulletin mensuel* de janvier 2010

plus forte, 43 %, à l'intervalle compris entre $-1,0\%$ et $-0,6\%$, contre 27 % seulement lors de la précédente campagne d'enquête, où la plus forte probabilité, 39 %, était attribuée à un résultat compris entre $-0,5\%$ et $-0,1\%$. Pour 2014 et 2015, les décalages vers le bas sont modérés. Les participants estiment que la balance des risques pesant sur la croissance du PIB est orientée à la baisse, principalement en raison des risques d'une demande étrangère plus faible de la part des principales économies émergentes et d'un niveau de confiance des marchés moins élevé que prévu dans le scénario de référence. Les principaux risques à la hausse ont trait à une reprise du commerce mondial sous l'impulsion des économies développées, à un climat des affaires meilleur qu'anticipé et à une incidence positive des réformes structurelles se faisant sentir plus tôt que prévu dans le scénario de référence.

Les anticipations de croissance à plus long terme (pour 2018) ressortent à 1,7 %. La distribution des probabilités agrégées autour de cette estimation ponctuelle moyenne s'est légèrement resserrée par rapport à l'enquête précédente.

Les anticipations relatives au taux de chômage sont inchangées pour 2013, mais en hausse pour 2014 et 2015

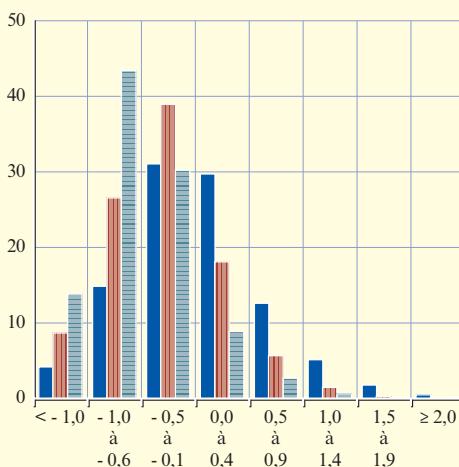
Les estimations ponctuelles moyennes relatives au taux de chômage dans la zone euro s'établissent actuellement à 12,3 % pour 2013, 12,4 % pour 2014 et 11,8 % pour 2015, leur profil d'évolution suivant avec un certain retard celui de la reprise modérée attendue de l'activité économique. Par rapport à l'enquête précédente, ces chiffres n'apportent pas de modification à l'estimation ponctuelle relative à 2013, mais des révisions à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2014 et 2015 et de 0,1 point de pourcentage pour les horizons plus éloignés (cf. tableau).

Graphique D Distribution des probabilités agrégées relatives aux anticipations de croissance annuelle moyenne du PIB en volume pour 2013 et 2014 ressortant des dernières campagnes de l'EPP

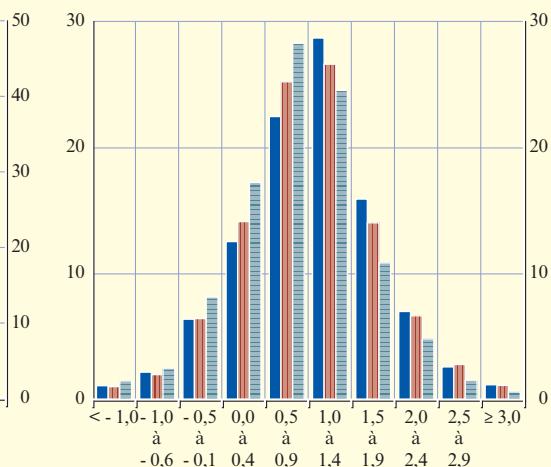
(probabilité en pourcentage)

- EPP T1 2013
- EPP T2 2013
- EPP T3 2013

a) 2013



b) 2014



Source : BCE

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

Les participants ont attribué les révisions à la hausse essentiellement aux prévisions d'activité économique plus moroses pour 2014, mais ils ont également cité le report de décisions d'embauche en raison de la faiblesse de la confiance économique et la lenteur avec laquelle se manifestent les bénéfices attendus des réformes structurelles des marchés du travail dans les pays en difficulté. Les prévisions de l'EPP pour 2013 et 2014 sont conformes à celles publiées par le Baromètre de la zone euro et le Consensus économique, et inférieures à celles du Baromètre de la zone euro pour 2015.

Les risques pesant sur les anticipations relatives au taux de chômage sont considérés comme étant nettement orientés à la hausse et étroitement liés aux risques à la baisse pesant sur la croissance économique. Les risques à la baisse pesant sur les anticipations en matière de chômage concernent principalement les horizons à moyen et long terme et sont essentiellement liés au potentiel de réussite des réformes structurelles déjà mises en œuvre ou qui doivent être mises en place dans les pays en difficulté.

Les anticipations à plus long terme relatives au taux de chômage (pour 2018) sont en légère hausse, de 0,1 point de pourcentage, à 9,7 %. Cette évolution s'est accompagnée d'un déplacement vers le haut de la totalité de la distribution des probabilités agrégées.

Autres variables et hypothèses conditionnelles

Selon les autres informations fournies par les participants, les hypothèses relatives au principal taux directeur de la BCE ont été nettement réduites d'un quart de point de pourcentage environ, à 0,4 %, jusqu'au deuxième trimestre 2014, avant de remonter jusqu'à 0,8 % en moyenne en 2015. Le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar a été légèrement révisé à la baisse pour s'établir autour de 1,29 sur l'horizon de prévision. Les hypothèses relatives aux cours du pétrole ont été révisées à la baisse pour tous les horizons de 1,5 % environ, s'établissant à 104,3 dollars le baril au troisième trimestre 2013 et s'levant à 109,1 dollars en moyenne en 2015. La progression annuelle de la rémunération par tête devrait s'établir à 1,7 % en 2013 et 2014, puis à 2,0 % en 2015, soit une légère révision à la baisse par rapport à la trajectoire envisagée dans l'enquête précédente.

4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Après six trimestres de contraction du PIB dans la zone euro, les indicateurs de confiance récents tirés des données d'enquêtes font état d'une nouvelle amélioration par rapport à un bas niveau de départ et semblent confirmer la perspective d'une stabilisation de l'activité à des niveaux faibles. Dans le même temps, la situation sur le marché du travail reste morose. Dans les mois à venir et en 2014, la croissance des exportations de la zone euro devrait bénéficier d'un raffermissement progressif de la demande mondiale, et la demande intérieure devrait être soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et par la hausse récente du revenu réel provenant d'une inflation globalement moins élevée. En outre, les effets de l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'été dernier se font progressivement sentir sur l'économie réelle, et il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. Cela étant, le nécessaire processus d'ajustement des bilans restant à opérer dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique. Dans l'ensemble, l'activité économique de la zone euro devrait se stabiliser, puis se redresser à un rythme modéré. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse.

4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

La troisième estimation d'Eurostat relative aux comptes nationaux montre que le PIB en volume de la zone euro a diminué de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2013, après une contraction de 0,6 % au trimestre précédent (cf. graphique 26). La demande intérieure, en particulier la FBCF, et les exportations ont été les principaux contributeurs au recul de la production enregistré au premier trimestre.

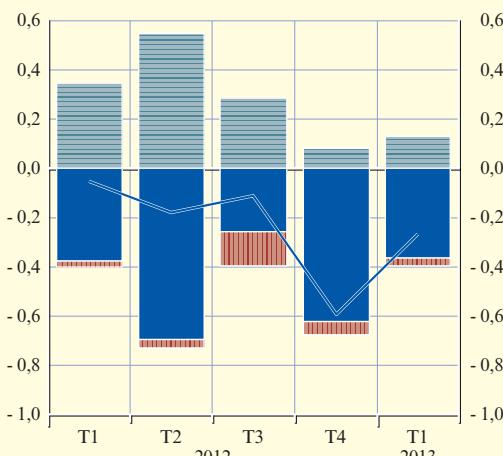
Après cinq trimestres de croissance négative, la consommation privée a été étalement au premier trimestre 2013. Ce résultat est imputable, selon toute probabilité, à la contribution négative apportée par les achats d'automobiles à la croissance des dépenses de consommation, qui a été compensée par une progression des achats de biens de consommation courante. Par conséquent, la croissance de la consommation de services a probablement été proche de zéro au premier trimestre.

S'agissant du deuxième trimestre 2013, les informations relatives à la consommation privée font état, dans l'ensemble, d'évolutions toujours globalement stables de la dépense des ménages. En avril et mai, le volume des ventes au détail s'est établi en moyenne 0,1 % au-dessus du niveau observé au premier trimestre, où les ventes avaient progressé de 0,3 % en rythme trimestriel. Dans le même temps, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont augmenté de 3,0 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, après un recul de même ampleur le trimestre précédent. Les données d'enquêtes relatives au commerce de détail se sont encore améliorées en juillet (cf. graphique 27). Sur ce mois, l'indice des directeurs d'achat pour le commerce de détail s'est établi à un niveau proche du seuil théorique de 50 qui délimite la frontière entre expansion et contraction, indiquant une stabilité globale des ventes au détail au

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

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

■ Demande intérieure (hors stocks)
■ Variation des stocks
■ Exportations nettes
— Croissance du PIB total



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

début du troisième trimestre. La confiance des consommateurs dans la zone euro s'est encore améliorée entre juin et juillet, s'inscrivant ainsi en hausse pour le huitième mois consécutif. L'indice demeure toutefois nettement inférieur à sa moyenne de long terme, témoignant du niveau toujours faible des dépenses de consommation. Enfin, l'indicateur des achats importants se situe également à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme, faisant état d'une atonie persistante de la consommation de biens durables.

La FBCF a diminué de 1,9 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2013, soit le huitième trimestre consécutif de recul. S'agissant de la ventilation de l'investissement au premier trimestre, l'investissement dans la construction et l'investissement hors construction se sont contractés en rythme trimestriel, de 2 % environ.

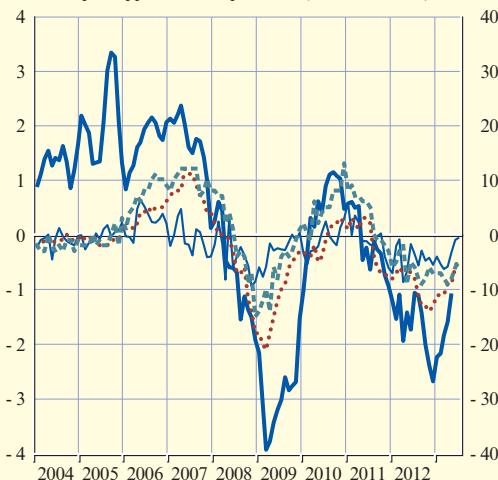
La production industrielle de biens d'équipement (un indicateur des évolutions futures de l'investissement hors construction) a fléchi de 1,5 % en glissement mensuel en mai, après une progression de 2,5 % en avril. En conséquence, en avril et mai, le niveau moyen de la production de biens d'équipement a été supérieur de quelque 3 % à celui du premier trimestre, où il avait diminué de 0,2 % en rythme trimestriel. Les résultats des enquêtes relatives au secteur industriel hors construction en juillet, issus à la fois de l'indice des directeurs d'achat et des enquêtes de la Commission européenne, font état d'une nouvelle amélioration au début du troisième trimestre. Dans le même temps, les enquêtes de la Commission européenne montrent que l'utilisation des capacités de production a augmenté sur la période de trois mois s'achevant en juillet 2013, après être restée globalement stable depuis fin 2012.

Les données relatives à l'investissement dans la construction dans la zone euro confirment une faiblesse persistante au premier semestre 2013. La production dans la construction s'est contractée de 0,3 % en glissement mensuel en mai, ressortant ainsi 0,2 % en dessous de son niveau du premier trimestre 2013. Les évolutions les plus récentes indiquent par conséquent une contraction trimestrielle au deuxième trimestre 2013, peut-être moins forte que celle observée au trimestre précédent, où la production avait reculé de 3,7 % en rythme trimestriel. Les données d'enquêtes confirment ce scénario. En dépit d'une amélioration en juin, l'indice des directeurs d'achat relatif à la construction dans la zone euro est demeuré nettement inférieur à 50 au deuxième trimestre, faisant état de nouvelles évolutions négatives sur cette période. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans la construction, disponible jusqu'en juillet, affiche des valeurs inférieures à sa moyenne historique. Il s'est légèrement détérioré en juillet, contrairement aux autres composantes de l'indicateur du climat des affaires. Dans le même temps, la persistance de contraintes de financement, la faiblesse des perspectives en matière d'emploi et les ajustements en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel d'un certain nombre de pays de la zone euro continuent de peser sur l'investissement dans la construction.

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

(données mensuelles)

- Ventes au détail¹⁾ (échelle de gauche)
- Indicateur de confiance des consommateurs²⁾ (échelle de droite)
- Indicateur de confiance du commerce de détail³⁾ (échelle de droite)
- Indice des directeurs d'achat³⁾ relatif aux ventes effectives par rapport au mois précédent (échelle de droite)



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

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

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

3) Écart par rapport à un indice de valeur 50

Après deux trimestres consécutifs de contraction des échanges commerciaux de la zone euro, les dernières informations laissent penser que ceux-ci sont restés modérés au deuxième trimestre 2013. Les échanges de biens en valeur enregistrés en avril et mai ont été, en moyenne, légèrement inférieurs à ceux observés au premier trimestre 2013. Cependant, d'après les indicateurs conjoncturels, les prix pourraient avoir également baissé, et les pertes en volume être ainsi globalement moins prononcées. Au deuxième trimestre, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation et l'indicateur correspondant tiré de l'enquête de la Commission européenne ont été, en moyenne, inférieurs aux niveaux enregistrés au premier trimestre. Ces indicateurs font état d'une faiblesse persistante des échanges commerciaux de la zone euro au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, les échanges commerciaux de la zone euro devraient rester faibles au deuxième trimestre, avant d'augmenter progressivement dans le sillage d'un renforcement modéré de l'activité mondiale et de la demande intérieure.

4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

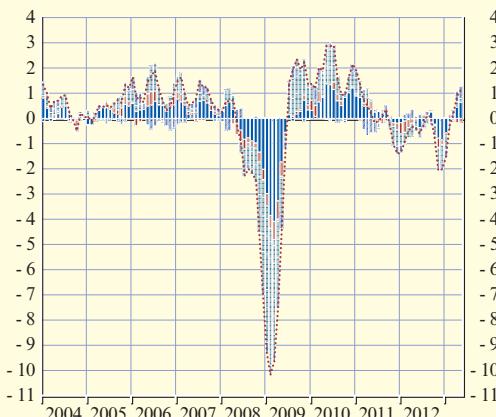
La valeur ajoutée réelle a diminué de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2013. Le recul a concerné l'ensemble des secteurs, l'activité s'étant contractée dans l'industrie (hors construction), dans la construction et, dans une moindre mesure, dans les services.

En ce qui concerne les évolutions au deuxième trimestre 2013, la production industrielle (hors construction) a diminué de 0,3 % en mai, après trois mois de croissance positive. Par conséquent, en avril et en mai, la production industrielle moyenne a été supérieure de 1 % environ à son niveau

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

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

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



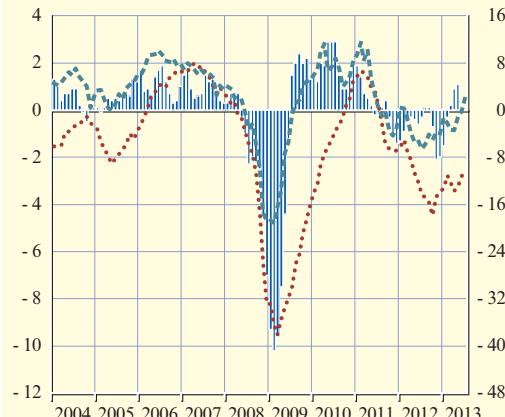
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

(données mensuelles cvs)

- Production industrielle¹⁾ (échelle de gauche)
- Indicateur de confiance des chefs d'entreprise²⁾ (échelle de droite)
- Indice des directeurs d'achat³⁾ relatif à la production dans le secteur manufacturier (échelle de droite)



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

Note : Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.

1) Variations en pourcentage des glissements sur 3 mois

2) Soldes d'opinion

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

du premier trimestre. Il s'agit là d'une relative amélioration par rapport au premier trimestre, où la production avait augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel (cf. graphique 28). L'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes à l'industrie dans la zone euro (hors matériel de transport lourd) est resté inchangé en mai, après un recul de 0,1 % en avril et, au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, il s'est établi 0,5 % au-dessus de son niveau moyen du premier trimestre. Des données d'enquêtes plus récentes confirment ce scénario. Par exemple, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier s'est encore amélioré en juillet, s'établissant à un niveau supérieur à 50 (cf. graphique 29). En outre, les données d'enquêtes de la Commission européenne indiquent que la situation de la demande s'est améliorée au cours de la période de trois mois s'achevant en juillet 2013, bien qu'à partir de niveaux assez faibles.

Tout comme celui relatif au secteur manufacturier, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services s'est également amélioré en juillet pour s'établir au début du troisième trimestre à un niveau proche du seuil de 50 à partir duquel on recense une croissance. D'autres enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise, comme celles de la Commission européenne, font également état d'une amélioration en juillet et vont globalement dans le sens des évolutions affichées par l'indice des directeurs d'achat.

4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Les marchés du travail de la zone euro sont demeurés atones, de fortes différences persistant d'un pays à l'autre. Les données d'enquêtes les plus récentes anticipent de nouvelles destructions d'emplois et une hausse du chômage pour les mois qui viennent (cf. graphique 30). Les jeunes et les travailleurs peu qualifiés ont été particulièrement touchés par la crise. L'encadré 7 présente une vue d'ensemble des évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de la crise.

Encadré 7

LES ÉVOLUTIONS DU MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS DEPUIS LE DÉBUT DE LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

Le présent encadré passe en revue les différences constatées en matière d'ajustements du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de la crise financière mondiale. Il présente quelques faits stylisés sur un certain nombre d'indicateurs clés du marché du travail, comprenant le taux de chômage, le taux d'activité et les évolutions des coûts de main-d'œuvre.

Les tendances du chômage et de l'emploi

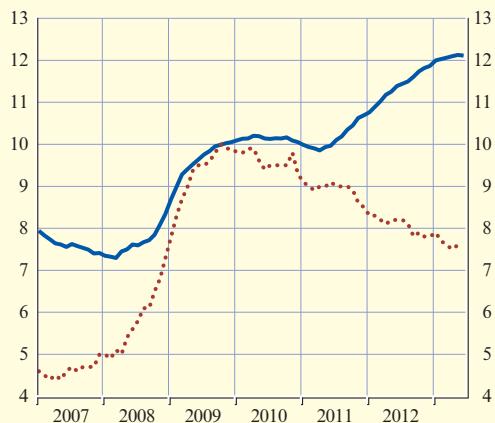
Au cours des deux années qui ont suivi le début de la crise économique en 2007, le marché du travail s'est détérioré très rapidement aux États-Unis et le rythme d'ajustement a été plus important que dans la zone euro (cf. graphique A). Le maintien de sureffectifs sur les marchés du travail de la zone euro au cours de la phase initiale de la crise a contribué à atténuer l'ajustement de l'emploi (cf. graphique B), les entreprises ayant largement privilégié des formes de flexibilité interne, telles que la réduction des heures supplémentaires et le recours à des dispositifs de chômage partiel.

Ces dernières années, toutefois, les taux de chômage de ces deux régions ont sensiblement divergé, reflétant des différences importantes en matière de croissance du PIB en volume. Depuis mi-2010, la croissance de l'emploi est devenue positive et le taux de chômage a considérablement diminué

Graphique A Taux de chômage

(en pourcentage de la population active ; données corrigées des variations saisonnières ; données mensuelles)

— Zone euro
··· États-Unis

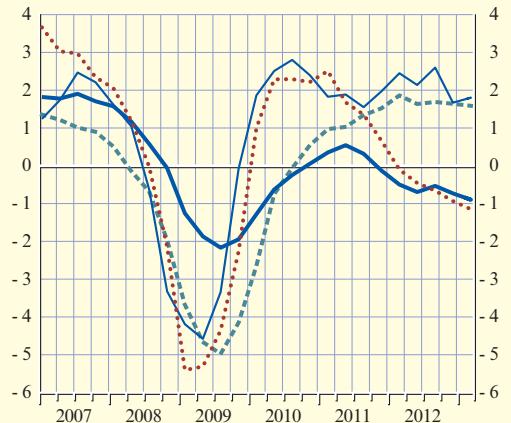


Sources : Bureau des statistiques sur l'emploi et Eurostat

Graphique B Croissance de l'emploi et du PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

— Emploi dans la zone euro
··· PIB en volume dans la zone euro
- - - Emploi aux États-Unis
— PIB en volume aux États-Unis



Sources : Bureau des statistiques sur l'emploi et Eurostat

aux États-Unis, tandis que des évolutions contraires étaient observées dans la zone euro. Par conséquent, l'écart entre les deux taux de chômage s'est constamment creusé ; en juin 2013, ce taux s'est établi à 12,1 % pour la zone euro et à 7,6 % pour les États-Unis.

Au cours de la phase initiale de la crise, la relation statistique entre croissance économique et taux de chômage dans la zone euro s'est sensiblement écartée de sa tendance de long terme, en raison d'un important recours aux dispositifs de chômage partiel dans certains pays de la zone. Toutefois, les évolutions agrégées du chômage qui ont suivi dans la zone euro ont commencé à se rapprocher des schémas traditionnels : cela signifie que le chômage est devenu plus sensible aux variations du PIB en volume après la période initiale de maintien de sureffectifs et que la faiblesse de l'activité économique s'est de plus en plus traduite par une hausse du taux de chômage. En revanche, aux États-Unis, l'ajustement plus sensible du marché du travail lors de la phase initiale de la crise et le rebond plus marqué de l'emploi lors de la reprise de la croissance économique ont été plus conformes aux évolutions historiques.

Ventilation du chômage par tranche d'âge et par durée

Les jeunes ont été particulièrement affectés par la crise dans les deux régions ; cependant, aux États-Unis, à la différence de la zone euro, le taux de chômage des jeunes a diminué (cf. graphique C). Les évolutions des taux de chômage de la zone euro et des États-Unis, classés par tranches d'âge (les « jeunes » et les « plus de 25 ans »), suivent une tendance globalement comparable au taux de chômage total. Dans l'ensemble, le taux de chômage des jeunes dans la zone euro est passé en moyenne de 15,5 % en 2007 à 23,9 % en juin 2013, tandis qu'aux États-Unis, il a augmenté de 10,6 % à 16,3 %.

Dans la zone euro, la part des chômeurs depuis plus d'un an a d'abord diminué, puis cette tendance s'est inversée à partir de 2009 (cf. graphique D). La baisse initiale reflétait en partie la hausse du chômage à court terme observée au début de la crise. Aux États-Unis, en revanche, la crise a d'abord

Graphique C Ventilation du taux de chômage par tranches d'âges

(par rapport à la population active ; données corrigées des variations saisonnières ; données mensuelles)

- Jeunes – zone euro
- Jeunes – États-Unis
- - - 25 ans et plus – zone euro
- 25 ans et plus – États-Unis

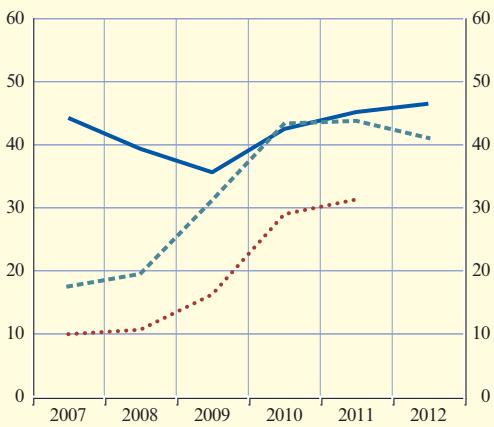


Sources : Bureau des statistiques sur l'emploi et Eurostat
Note : Le taux de chômage des jeunes fait référence aux personnes âgées de 15 à 24 ans dans la zone euro et de 16 à 24 ans aux États-Unis.

Graphique D Part du chômage à long terme

(par rapport au chômage total ; données annuelles)

- Chômeurs depuis plus d'un an – zone euro
- Chômeurs depuis plus d'un an – États-Unis
- - - Chômeurs depuis plus de 27 semaines – États-Unis



Sources : OCDE, Eurostat et Bureau des statistiques sur l'emploi
Note : La part du chômage de longue durée correspond, aux États-Unis, aux chômeurs depuis plus de 27 semaines ou depuis plus d'un an par rapport au nombre total de chômeurs et, dans la zone euro, aux chômeurs depuis plus d'un an par rapport au nombre total de chômeurs.

entraîné une forte augmentation de la part des chômeurs de longue durée. Il est possible que cette hausse soit liée à la prolongation de la durée de versement des allocations de chômage introduite en 2008, qui a incité les chômeurs à rester hors du marché de l'emploi. Selon les estimations du FMI, le chômage structurel (c'est-à-dire le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation – NAIRU) de la zone euro s'élevait à 10,1 % en 2012, contre 7,4 % en 2007. Aux États-Unis, la hausse du chômage structurel a été plus faible sur la même période (6,1 % en 2012, contre 5,0 % en 2007). Ces différences signifient qu'une grande partie de la hausse du chômage de la zone euro est structurelle, tandis qu'elle est interprétée comme étant de nature essentiellement conjoncturelle aux États-Unis. Sur la base de ces estimations, depuis 2007, près des deux tiers de la hausse du taux de chômage sont ainsi considérés comme structurels dans la zone euro, contre un tiers aux États-Unis.

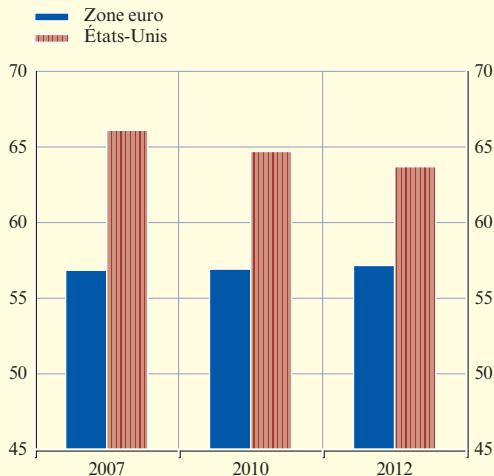
Les évolutions du taux d'activité

La divergence entre les évolutions du chômage dans la zone euro et aux États-Unis reflète également des évolutions très différentes du taux d'activité (cf. graphique E). Une des caractéristiques les plus remarquables de la crise est la hausse du taux d'activité dans la zone euro, qui reflète la tendance actuelle à l'augmentation du taux d'activité féminin dans cette zone (cf. graphique F). En revanche, le taux d'activité a sensiblement diminué aux États-Unis entre 2007 et 2012.

Au cours de la période 2010-2012, la baisse du taux d'activité a largement contribué au fléchissement du taux de chômage aux États-Unis. À l'inverse, la progression du taux d'activité dans la zone euro explique une partie de l'augmentation du taux de chômage. En supposant que, pour les deux régions, les taux d'activité soient demeurés stables par rapport à 2007 et que la différence par rapport aux taux effectifs se soit totalement reflétée dans le nombre de chômeurs, le taux de

Graphique E Taux d'activité de l'ensemble de la population

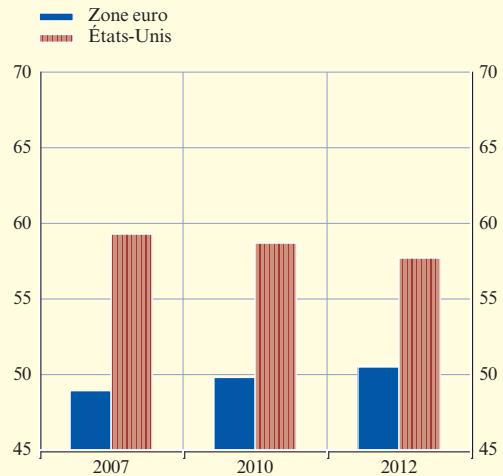
(personnes âgées de 15/16 ans et plus)



Sources : Bureau des statistiques sur l'emploi et Eurostat
Note : Le taux d'activité a été calculé pour les personnes âgées de quinze ans et plus dans la zone euro et pour les personnes âgées de seize ans et plus aux États-Unis.

Graphique F Taux d'activité féminin

(femmes âgées de 15/16 ans et plus)



Sources : Bureau des statistiques sur l'emploi et Eurostat

chômage américain en 2012 aurait été plus élevé que celui de la zone euro. La divergence des taux d'activité entre ces deux régions indique qu'une part importante du sous-emploi sur le marché du travail aux États-Unis n'a pas été totalement prise en compte par les évolutions du taux de chômage.

Évolutions des coûts de main-d'œuvre

Entre le premier trimestre 2007 et le premier trimestre 2013, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les secteurs marchands ont beaucoup plus augmenté dans la zone euro qu'aux États-Unis (cf. graphiques G et H). Ces évolutions traduisent essentiellement une plus faible croissance de la productivité horaire du travail dans la zone euro, mais également une progression légèrement plus importante de la rémunération horaire par tête qu'aux États-Unis.

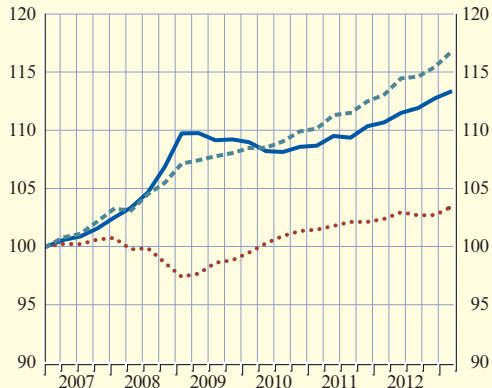
Le maintien d'importants sureffectifs lors de la phase initiale de la crise et le manque de restructuration appropriée dans un contexte de contraction de l'activité économique ont pesé sur la croissance de la productivité du travail de la zone euro. Dans le même temps, aux États-Unis, les évolutions salariales ont étroitement suivi les performances de la productivité du travail, tandis que dans la zone euro, la croissance des salaires s'est découpée des évolutions de la productivité.

En résumé, plusieurs facteurs expliquent les différences de performances des marchés du travail dans les deux régions depuis le début de la crise. Dans l'ensemble, la flexibilité plus importante du marché du travail américain a entraîné des ajustements plus rapides et plus importants de ce marché aux chocs baissiers initiaux et a été de pair avec des évolutions des coûts unitaires de main-d'œuvre plus modérées que dans la zone euro. Ces caractéristiques ont sans doute ensuite contribué à faciliter l'ajustement et la restructuration économiques et expliquent peut-être en partie pourquoi, depuis 2010, l'activité économique a commencé d'évoluer beaucoup plus favorablement aux États-Unis que dans la zone euro. Au-delà de la nécessité de renforcer les

Graphique G Évolutions des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur marchand de la zone euro

(T1 2007 = 100 ; données trimestrielles)

— Coûts unitaires de main-d'œuvre
···· Productivité du travail par heure travaillée
- - - Rémunération horaire par tête



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

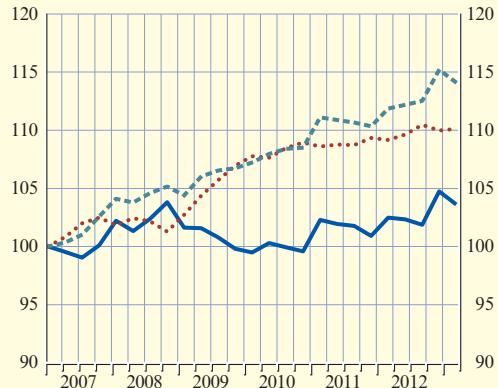
Note : Le secteur marchand de la zone euro est défini comme l'ensemble de l'économie, à l'exclusion des administrations publiques et de la défense, de la sécurité sociale obligatoire, de l'éducation, de la santé humaine et de l'action sociale.

réformes structurelles dans la zone euro en vue de favoriser la concurrence et la productivité, ce constat souligne la nécessité de réformes du marché du travail permettant de garantir que les salaires de la zone répondent avec plus de flexibilité et de façon plus appropriée aux évolutions futures de la productivité du travail et de l'emploi.

Graphique H Évolutions des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur marchand non agricole aux États-Unis

(T1 2007 = 100 ; données trimestrielles)

— Coûts unitaires de main-d'œuvre
···· Productivité du travail par heure travaillée
- - - Rémunération horaire par tête



Source : Bureau des statistiques sur l'emploi

Les effectifs employés ont fléchi de 0,5 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2013, soit le septième trimestre consécutif de recul (cf. tableau 9). Au niveau sectoriel, les données les plus récentes font apparaître une forte contraction de l'emploi dans l'industrie et une réduction moins

Tableau 9 Croissance de l'emploi

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

	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2011	2012	2012 T3	2012 T4	2013 T1	2011	2012	2012 T3	2012 T4	2013 T1
Ensemble de l'économie	0,3	- 0,7	- 0,1	- 0,3	- 0,5	0,3	- 1,3	0,1	- 0,7	- 0,9
dont :										
Agriculture et pêche	- 2,1	- 1,6	- 0,6	- 0,7	- 1,5	- 2,8	- 2,2	- 0,7	- 0,5	- 0,7
Industrie	- 1,1	- 2,2	- 0,5	- 0,9	- 0,8	- 0,7	- 3,3	- 0,5	- 1,1	- 1,5
Hors construction	0,1	- 1,1	0,0	- 0,6	- 0,5	0,9	- 2,0	0,0	- 0,7	- 1,2
Construction	- 3,8	- 4,8	- 1,7	- 1,6	- 1,6	- 3,9	- 6,1	- 1,6	- 2,0	- 2,2
Services	0,8	- 0,1	0,1	- 0,1	- 0,3	0,9	- 0,6	0,4	- 0,5	- 0,7
Commerce et transport	0,8	- 0,8	- 0,1	- 0,4	- 0,3	0,6	- 1,4	0,2	- 1,0	- 0,6
Information et communication	1,3	1,5	- 0,3	1,1	- 0,2	1,4	1,4	0,6	0,2	- 0,3
Activités financières et d'assurance	- 0,4	- 0,7	- 0,8	0,2	0,0	- 0,3	- 0,8	- 0,1	- 0,6	- 0,6
Activités immobilières	3,1	0,4	- 1,2	0,6	- 1,4	3,8	- 0,4	- 0,2	- 1,8	- 1,7
Activités spécialisées	2,7	0,7	0,8	- 0,2	- 0,7	2,8	0,5	0,8	- 0,6	- 0,9
Administration publique	0,3	- 0,3	- 0,1	- 0,1	- 0,2	0,4	- 0,5	0,1	0,1	- 0,9
Autres services ¹⁾	0,0	0,6	0,7	- 0,1	0,0	0,0	- 0,1	1,2	- 0,7	- 0,7

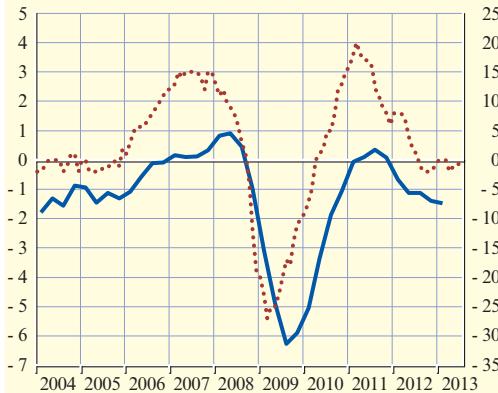
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

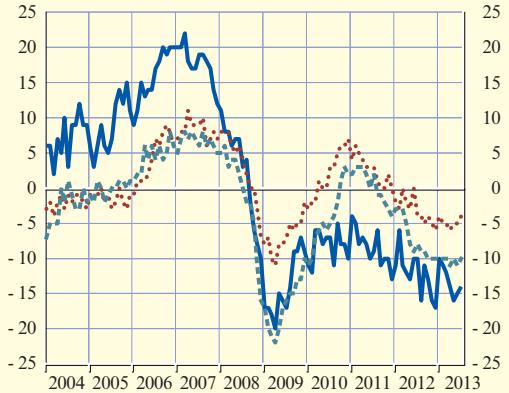
Graphique 30 Croissance de l'emploi et perspectives d'évolution de l'emploi

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

- 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.

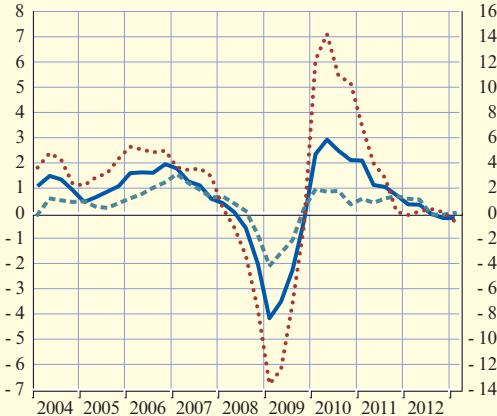
prononcée dans les services. Le total des heures travaillées a diminué de 0,9 % en rythme trimestriel au premier trimestre. En rythme annuel, les heures travaillées ont baissé de 2,2 %, soit plus du double de la baisse des effectifs employés. Cette différence reflète principalement le fait que les entreprises disposent de davantage de flexibilité pour réduire les heures travaillées que pour supprimer des emplois.

La productivité par personne employée a fléchi de 0,2 % en rythme annuel au premier trimestre 2013, soit un taux identique à celui du trimestre précédent (cf. graphique 31). Sur la même période, le taux de croissance annuel de la productivité horaire du travail s'est inscrit en hausse, passant de

Graphique 31 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)

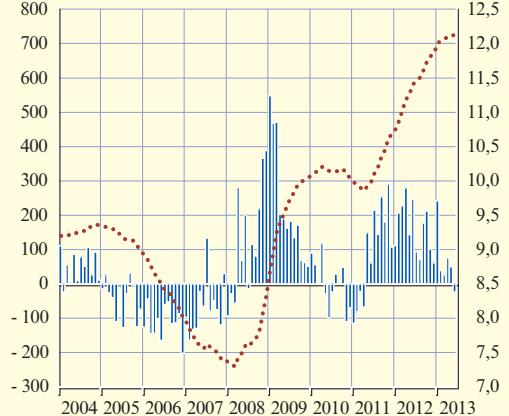


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 32 Chômage

(données mensuelles cvs)

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



Source : Eurostat

0,6 % à 1,1 %. En ce qui concerne le deuxième trimestre 2013, les dernières valeurs de l'indice des directeurs d'achat relatif à la productivité, qui couvre le secteur manufacturier et celui des services, font état d'une faiblesse persistante.

Le taux de chômage, qui est en augmentation depuis le premier semestre 2011, s'est établi à 12,1 % en juin, son plus haut niveau depuis qu'il a commencé à être enregistré en 1995 (cf. graphique 32). Le rythme de la hausse du chômage est toutefois en train de se ralentir. Les indicateurs tirés d'enquêtes continuent d'anticiper de nouvelles destructions d'emplois au deuxième trimestre 2013 et au début du troisième trimestre, tant dans l'industrie que dans les services. Par rapport à la précédente campagne d'enquête, le taux de chômage attendu pour 2013 est resté inchangé et celui pour 2014 a été révisé en hausse dans la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels (cf. l'encadré 6 de la section 3).

4.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Dans les mois à venir et en 2014, la croissance des exportations de la zone euro devrait bénéficier d'un raffermissement progressif de la demande mondiale, et la demande intérieure devrait être soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et par la hausse récente du revenu réel provenant d'une inflation globalement moins élevée. En outre, les effets de l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'été dernier se font progressivement sentir sur l'économie réelle, et il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. Cela étant, le nécessaire processus d'ajustement des bilans restant à opérer dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique. Dans l'ensemble, l'activité économique de la zone euro devrait se stabiliser, puis se redresser à un rythme modéré.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse. Les évolutions récentes des conditions sur les marchés monétaires et financiers à l'échelle mondiale et les incertitudes qui y sont associées pourraient être de nature à influer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait notamment à la possibilité d'une demande, tant intérieure que mondiale, plus faible que prévu et d'une mise en œuvre trop lente ou insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.



ÉVALUER LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AUX TAUX DÉBITEURS DES BANQUES DANS LA ZONE EURO EN PÉRIODE DE FRAGMENTATION FINANCIÈRE

Malgré l'orientation accommodante de la politique monétaire, les conditions de la distribution du crédit bancaire sont demeurées hétérogènes dans un environnement de tensions persistantes sur la dette souveraine, de fragilité de l'activité économique, de faiblesse des niveaux de fonds propres et d'incertitude élevée. Par conséquent, les très faibles taux directeurs n'ont pas été répercutés sur les taux débiteurs des banques dans les mêmes proportions que par le passé dans plusieurs pays où les effets de cette orientation accommodante seraient particulièrement souhaitables.

En outre, les modèles de transmission standard (c'est-à-dire les modèles dans lesquels les taux directeurs et les taux d'intérêt de marché sont considérés comme les déterminants les plus importants des taux débiteurs des banques) ne permettent pas d'expliquer l'hétérogénéité croissante des taux débiteurs durant la crise parce qu'ils n'intègrent pas dans les variables explicatives les facteurs de risque et les écarts de rendement de la dette souveraine. Dans ce contexte, le présent article fournit de nouvelles données empiriques sur la transmission du taux d'intérêt dans les quatre principales économies de la zone euro, en se fondant sur des modèles de transmission récemment développés qui tiennent compte de l'incidence des tensions sur la dette souveraine et des facteurs de risque affectant le comportement en matière de fixation des taux d'intérêt. Ces données se basent sur les statistiques harmonisées des taux d'intérêt des IFM établies depuis 2003. Les simulations s'appuyant sur ces modèles confirment que les facteurs de risque et les écarts de rendement de la dette souveraine ont eu une forte incidence sur les taux débiteurs bancaires en Italie et en Espagne au cours des dernières années.

En réponse à la hausse de la fragmentation, la BCE a introduit plusieurs mesures conventionnelles et non conventionnelles, qui ont largement contribué à alléger les tensions financières dans la zone euro. Cependant, afin de garantir la transmission adéquate de la politique monétaire aux conditions de financement en vigueur dans les pays de la zone euro, il est essentiel de continuer à réduire la fragmentation des marchés de crédit de la zone et de renforcer la capacité de résistance des banques chaque fois qu'il y a lieu¹.

I INTRODUCTION

La crise financière et la crise de la dette souveraine ont affecté l'ensemble des compartiments du système financier et ont eu une incidence particulièrement forte sur le secteur bancaire. Or, il est nécessaire que ce secteur fonctionne bien pour garantir l'efficacité du mécanisme de transmission de la politique monétaire, notamment dans la zone euro, où les banques jouent un rôle essentiel dans la fourniture de financement externe au secteur privé non financier.

Les conditions de la distribution du crédit bancaire sont demeurées hétérogènes dans un environnement de tensions persistantes sur la dette souveraine, de fragilité de l'activité économique, de vulnérabilité des banques et d'incertitude élevée dans certains pays. Par conséquent, les très faibles taux d'intérêt directeurs n'ont pas été répercutés sur les taux débiteurs bancaires dans plusieurs pays où les effets de cette orientation accommodante seraient particulièrement souhaitables. La BCE a réagi avec détermination aux implications de la fragmentation sur la politique monétaire en adoptant plusieurs mesures conventionnelles et non conventionnelles. Ces mesures ont largement contribué à alléger les tensions financières, mais la fragmentation du secteur bancaire de la zone euro et les difficultés sur les marchés de la dette souveraine demeurent importantes.

Dans ce contexte de fragmentation financière élevée, le présent article analyse la transmission aux taux débiteurs des banques des modifications des taux d'intérêt directeurs dans la zone euro. L'article est

¹ L'article se fonde sur les informations disponibles jusqu'au 19 juin 2013.

structuré de la façon suivante. La section 2 présente les statistiques détaillées de taux d'intérêt des IFM afin de décrire les évolutions des taux des crédits accordés aux sociétés non financières, y compris les petites et moyennes entreprises (PME), et aux ménages dans la zone euro. La section 3 examine les déterminants potentiels des taux débiteurs bancaires et l'incidence des tensions affectant les marchés financiers sur la fragmentation des taux débiteurs dans les différents pays de la zone. Cette section a principalement pour objet de fournir de nouvelles données empiriques sur la transmission des taux directeurs dans les quatre principales économies de la zone. Enfin, la section 4 propose des éléments de conclusion.

2 L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DES TAUX DÉBITEURS BANCAIRES SELON LES PAYS DE LA ZONE EURO

L'efficacité de la transmission de la politique monétaire dans les différents pays de la zone euro ne peut s'évaluer qu'en utilisant une mesure exacte et comparable des coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages de ces pays. La présente section explique comment les statistiques détaillées de taux d'intérêt des IFM sont utilisées pour élaborer un indicateur du coût d'emprunt pour les sociétés non financières tenant compte de la structure financière des entreprises. Cette nouvelle mesure améliore la comparabilité entre les pays, qui était jusqu'à présent limitée en raison de différences en termes d'incidence des découverts sur les taux débiteurs à court terme. L'indicateur est ensuite utilisé pour décrire les évolutions des taux d'intérêt sur les prêts accordés aux sociétés non financières dans les quatre principales économies de la zone euro. Cette section décrit également les évolutions du coût d'emprunt pour les achats de logement des ménages et du coût de financement des PME.

L'ÉLABORATION D'UN INDICATEUR DU COÛT D'EMPRUNT POUR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

Afin d'évaluer correctement les coûts d'emprunt pour les sociétés non financières, il est important d'examiner la structure de financement globale des entreprises. À cet égard, les statistiques de taux d'intérêt des IFM sur les prêts à court terme accordés aux sociétés non financières, qui rendent compte des taux débiteurs des prêts assortis d'une période de fixation du taux inférieure ou égale à un an, n'offrent qu'une vue incomplète des coûts de financement des entreprises dans certains pays. En effet, ces statistiques ne comprennent pas les taux d'intérêt sur les découverts, qui constituent une source essentielle de financement pour les entreprises de certaines grandes économies de la zone euro (en Italie, par exemple). Par conséquent, lorsque les taux des découverts (généralement plus élevés que les autres taux débiteurs à court terme) sont pris en compte, les coûts d'emprunt estimés sont plus importants. L'encadré 1 présente un indicateur du coût d'emprunt pour les sociétés non financières de la zone euro, qui inclut les données relatives aux découverts. Cet indicateur est une moyenne pondérée des taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts dont la période de fixation du taux est inférieure ou égale à un an et des taux sur les découverts, la pondération étant calculée à partir des encours.

Encadré 1

ÉLABORER DES INDICATEURS DU COÛT D'EMPRUNT POUR LA ZONE EURO

La crise financière a entraîné une utilisation croissante des informations sur les taux appliqués aux prêts bancaires des différents pays pour l'évaluation régulière des conditions économiques de la zone euro ainsi que pour l'analyse du canal du crédit bancaire dans le cadre du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Toutefois, s'agissant de l'utilisation, de la prévision et de la déclaration des taux débiteurs, les pratiques actuelles varient considérablement d'un pays à l'autre, de sorte qu'il est difficile d'évaluer avec exactitude les évolutions du coût d'emprunt dans la zone euro. Par exemple, les publications officielles de la BCE font généralement état des taux d'intérêt des IFM appliqués aux volumes de contrats nouveaux. Parfois, les taux d'intérêt

des IFM font l'objet d'une nouvelle pondération à partir des encours afin de calculer des taux débiteurs composites pour les différents pays et pour l'ensemble de la zone euro¹. Cet encadré décrit en détail le calcul d'indicateurs du coût d'emprunt fondés sur une méthodologie commune d'agrégation des taux débiteurs dans les différents pays.

Un nouvel indicateur du coût d'emprunt dans la zone euro

La construction des nouveaux indicateurs du coût d'emprunt repose sur les statistiques de taux d'intérêt des IFM, qui sont considérées comme la source d'information la plus pertinente s'agissant des taux débiteurs bancaires dans la zone euro². Les calculs utilisent quatre grandes catégories de taux débiteurs par pays, à savoir les taux à court terme et à long terme des prêts aux sociétés non financières, d'une part, et des prêts au logement consentis aux ménages, d'autre part. Les taux débiteurs à long terme appliqués aux prêts aux sociétés non financières et les taux à court et long terme des prêts au logement sont obtenus directement à partir des statistiques de taux d'intérêt des IFM. Le calcul des taux débiteurs à court terme des prêts consentis aux sociétés non financières, en revanche, nécessite la prise en compte de deux facteurs techniques supplémentaires : l'importance des découverts en tant que principale source de financement des entreprises dans certaines grandes économies de la zone euro (par exemple l'Italie)³ et le calcul d'une estimation de la part des prêts à long terme assortis d'un taux variable, qui sont proches des prêts à court terme. En particulier, les taux d'intérêt appliqués aux prêts à court terme consentis aux sociétés non financières sont agrégés sur la base des taux d'intérêt des découverts et des taux débiteurs sur les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure à un an, comme indiqué ci-après :

$$CLI_{ST}^{NFC} = BLR_{Overdraft}^{NFC} \frac{Overdrafts^{NFC}}{Outloans_{ST}^{NFC}} + BLR_{ST}^{NFC} \left[\frac{(Outloans_{ST}^{NFC} - Overdrafts^{NFC}) + \alpha(Outloans_{LT}^{NFC})}{Outloans_{ST}^{NFC}} \right]$$

où :

- CLI_{ST}^{NFC} est le taux débiteur à court terme appliqué aux sociétés non financières, qui prend en compte les découverts ;
- $BLR_{Overdraft}^{NFC}$ est le taux débiteur bancaire sur les découverts consentis aux sociétés non financières ;
- BLR_{ST}^{NFC} est le taux débiteur bancaire sur les prêts aux sociétés non financières assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an ;
- $Overdrafts^{NFC}$ est le volume des découverts des sociétés non financières ;
- $Outloans_{ST}^{NFC}$ est le volume de l'encours de prêts à court terme consentis aux sociétés non financières (d'une durée inférieure ou égale à un an), comprenant les découverts ;
- $Outloans_{LT}^{NFC}$ est le volume de l'encours de prêts à long terme consentis aux sociétés non financières (d'une durée supérieure à un an) ;
- $\alpha = \left(\frac{1}{12} \right) \sum_{i=0}^{11} \left(\frac{Outloans_{LT, \text{fixate}}^{NFC}}{Outloans_{LT}^{NFC}} \right)_{t-i}$, où $Outloans_{LT, \text{fixate}}^{NFC}$ est le volume de l'encours de prêts à long terme assortis d'un taux variable⁴ ;

1 Cf., par exemple, *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, BCE, septembre 2006 et l'article intitulé *L'utilisation des statistiques harmonisées relatives aux taux d'intérêt des IFM* du *Bulletin mensuel* de juillet 2005

2 Les taux d'intérêt des IFM sont régulièrement agrégés sur la base des volumes mensuels de nouveaux contrats et sont disponibles à partir de 2003.

3 Les données relatives aux découverts font référence aux encours publiés dans la base de données relative aux bilans des IFM.

4 Les données relatives au volume de l'encours de prêts à taux variable ne sont disponibles depuis juin 2010 que sur une base trimestrielle. Par conséquent, le volume est supposé constant sur tous les mois qui composent le trimestre. De plus, quand les données ne sont pas disponibles en fin d'échantillon (en raison de délais de publication) et au début de l'échantillon (entre janvier 2003 et mai 2010), la dernière et la première valeur observée s'appliquent respectivement.

- $Totloans_{ST}^{NFC}$ est le montant total de l'encours de prêts à court terme consentis aux sociétés non financières ($Totloans_{ST}^{NFC} = Outloans_{ST}^{NFC} + \alpha(Outloans_{LT}^{NFC})$).

Systèmes de pondération et calcul d'indicateurs composites

Deux systèmes de pondération peuvent être utilisés pour agréger les taux débiteurs composites au niveau national et au niveau de la zone euro : l'un repose sur les volumes d'encours et l'autre sur une mesure lissée des volumes de contrats nouveaux. Les pondérations reposant sur les encours rendent compte avec plus de précision de la structure financière de l'économie. Toutefois, des différences d'ordre méthodologique affectent la comparabilité des deux bases de données (les données de bilan des IFM sont fondées sur la durée alors que les données relatives aux taux d'intérêt des IFM reposent sur les périodes de fixation des taux d'intérêt). Par conséquent, l'agrégation des taux d'intérêt des IFM sur la base des encours ne fournit qu'une estimation du coût d'emprunt pour les sociétés non financières (cf. graphique A). Dans le même temps, alors qu'une agrégation fondée sur les volumes de contrats nouveaux permet de mieux mesurer l'incidence du coût marginal d'un nouveau prêt sur la structure globale des coûts de financement, elle introduit un biais en faveur des prêts à court terme (cf. graphique B) et peut s'avérer très volatile sur une base mensuelle. Compte tenu de cette volatilité, il est difficile d'extraire la véritable dynamique sous-jacente des taux débiteurs des banques. Pour éliminer la volatilité mensuelle excessive, un système de pondération fondé sur les moyennes mobiles sur 24 mois des volumes de nouveaux contrats a été appliqué.

Au niveau des pays, quatre taux débiteurs composites ont été construits par durée et par secteur : le total des taux débiteurs est réparti en prêts à court terme et à long terme et ventilé entre les taux appliqués aux sociétés non financières et ceux appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages. À titre d'exemple, le graphique C montre la comparaison entre, d'une part, l'indicateur du coût d'emprunt pour le total des prêts consentis aux sociétés non financières établi sur la

Graphique A Part des prêts à court terme dans le total des prêts des IFM aux sociétés non financières sur la base des encours

(en pourcentage ; avril 2013)

■ Prêts à long terme
■■■ Prêts à court terme



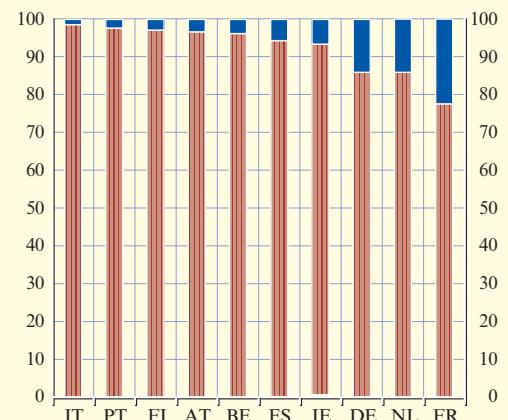
Source : BCE

Notes : Les prêts à court terme sont les prêts assortis d'une durée inférieure ou égale à un an, plus les découvertes et les prêts à long terme émis à taux variable.

Graphique B Part des prêts à court terme dans le total des prêts des IFM aux sociétés non financières sur la base des contrats nouveaux

(en pourcentage ; avril 2013)

■ Prêts à long terme
■■■ Prêts à court terme



Source : BCE

Notes : Les prêts à court terme sont les prêts assortis d'une durée inférieure ou égale à un an, plus les découvertes et les prêts à long terme émis à taux variable.

base des pondérations lissées des volumes de contrats nouveaux et, d'autre part, l'indicateur correspondant agrégé calculé à partir des encours. Ce dernier tend à être plus sensible aux variations des taux d'intérêt à long terme que le premier, la part des prêts à long terme étant plus élevée sur la base des encours que sur celle des volumes de nouveaux contrats (cf. graphiques A et B). Cette plus forte sensibilité est manifeste sur les périodes où les taux débiteurs agrégés sur la base des encours sont plus élevés que ceux qui sont agrégés sur la base des volumes de contrats nouveaux.

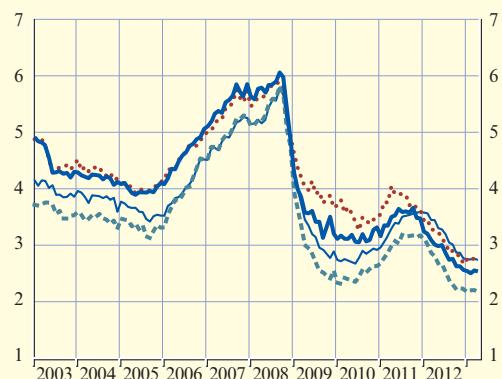
Au niveau de la zone euro, huit taux débiteurs composites, issus d'une ventilation par durée et par secteur, ont été construits : il s'agit des taux débiteurs à court et long terme, appliqués aux sociétés non financières et aux prêts au logement consentis aux ménages, des taux débiteurs du total des prêts à court et à long terme, et des taux débiteurs du total des prêts, appliqués aux sociétés non financières et aux prêts au logement consentis aux ménages. Ces taux débiteurs composites permettent également de calculer un indicateur du coût total d'emprunt pour la zone euro.

La BCE a commencé l'élaboration régulière des nouveaux indicateurs harmonisés en décembre 2012 et prévoit de les mettre à la disposition des utilisateurs externes *via le Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) fin 2013.

Graphique C Comparaison entre l'indicateur du coût d'emprunt pour le total des prêts aux sociétés non financières agrégés à partir des volumes de contrats nouveaux et l'indicateur établi à partir des encours

(en pourcentage annuel)

— Allemagne, volumes de contrats nouveaux
··· Allemagne, encours
- - - France, volumes de contrats nouveaux
— France, encours



Source : BCE

Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière

LES VARIATIONS DES TAUX DÉBITEURS DES BANQUES SUR LES PRÊTS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET AUX MÉNAGES

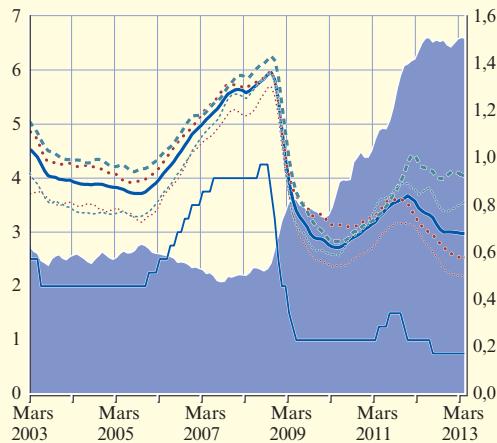
Les graphiques 1 et 2 présentent des indicateurs composites, c'est-à-dire des moyennes pondérées des taux débiteurs à court terme et à long terme, du coût d'emprunt pour les sociétés non financières et les ménages, respectivement, dans la zone euro. Ces graphiques montrent que ce coût d'emprunt bancaire s'est caractérisé par des dynamiques différentes dans le temps depuis le début de la crise financière, et notamment depuis l'intensification des préoccupations liées à la dette souveraine. Au début de la crise financière (fin 2008 et en 2009), les taux débiteurs des banques sur les prêts accordés aux sociétés non financières ont largement suivi le taux des opérations principales de refinancement dans les quatre principales économies de la zone euro (cf. graphique 1). Puis, à la suite de l'aggravation des tensions liées à la dette souveraine en 2010 et en réponse à la hausse des taux directeurs début 2011, ces taux ont commencé à augmenter plus rapidement en Espagne et en Italie qu'en France et en Allemagne. Tandis que les réductions de taux directeurs opérées depuis fin 2011 se sont largement traduites par des baisses des taux d'intérêt sur les prêts accordés aux sociétés non financières en France et en Allemagne, la répercussion a été beaucoup plus lente en Espagne et en Italie, où les taux demeurent plus élevés que ceux des deux autres grandes économies de la zone euro.

En ce qui concerne les prêts au logement accordés aux ménages, les taux débiteurs des banques en Espagne et en Italie ont réagi de manière particulièrement prononcée aux réductions de taux directeurs effectuées fin 2008 et en 2009 (cf. graphique 2). Cette évolution reflète la part plus importante des crédits immobiliers assortis d'un taux d'intérêt à court terme dans ces deux pays que dans d'autres

Graphique 1 Indicateur composite du coût d'emprunt pour les sociétés non financières

(en pourcentage par année ; moyennes mobiles sur trois mois ; de mars 2003 à avril 2013)

- Zone euro
- Écart-type (échelle de droite)
- ... Allemagne
- Italie
- Taux des opérations principales de refinancement
- ... France
- Espagne



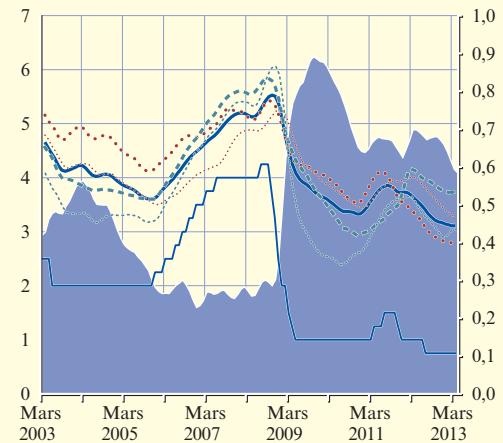
Source : BCE

Notes : Cf. l'encadré 1 pour une description détaillée de la construction de l'indicateur. L'écart-type est calculé pour une composition fixe de douze pays de la zone euro.

Graphique 2 Indicateur composite du coût d'emprunt pour l'achat d'un logement par les ménages

(en pourcentage par année ; moyennes mobiles sur trois mois ; de mars 2003 à avril 2013)

- Zone euro
- Écart-type (échelle de droite)
- ... Allemagne
- Italie
- Taux des opérations principales de refinancement
- ... France
- Espagne



Source : BCE

Notes : Cf. l'encadré 1 pour une description détaillée de la construction de l'indicateur. L'écart-type est calculé pour une composition fixe de douze pays de la zone euro.

grandes économies de la zone euro. Toutefois, lorsque la crise de la dette souveraine a démarré début 2010, les taux d'intérêt dans ces deux pays ont augmenté plus sensiblement qu'en Allemagne et en France. Les baisses des taux directeurs intervenues depuis fin 2011 ont entraîné, comme prévu, un fléchissement des taux des crédits immobiliers dans l'ensemble des pays. Néanmoins, les taux de ces concours demeurent supérieurs, en Italie et en Espagne, aux niveaux observés en 2010, malgré les niveaux historiquement faibles des taux directeurs.

L'hétérogénéité des évolutions de l'indicateur composite du coût d'emprunt pour les sociétés non financières et les ménages se reflète dans les mesures de dispersion des taux débiteurs selon les pays (cf. graphiques 1 et 2). En particulier, la dispersion des taux débiteurs composites sur les prêts accordés aux sociétés non financières et aux ménages a sensiblement augmenté dans les premiers temps de la crise (fin 2008 et en 2009). S'agissant des sociétés non financières, la dispersion s'est quelque peu stabilisée en 2010, avant de s'accentuer de nouveau en 2011. Plus récemment, les indicateurs de dispersion pour les sociétés non financières ont indiqué une stabilisation courant 2012 et début 2013. En ce qui concerne les ménages, la dispersion des taux débiteurs composites a considérablement diminué par rapport au pic atteint en 2009 et en 2010, tout en restant élevée.

L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DES TAUX DÉBITEURS DES BANQUES POUR LES PRÊTS ACCORDÉS AUX PETITES ET AUX MOYENNES ENTREPRISES

Depuis le début de la crise financière, l'écart entre les taux débiteurs des prêts de faible montant et des prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières s'est également caractérisé par son hétérogénéité d'un pays à l'autre. Partant de l'hypothèse que les prêts accordés aux PME sont généralement de plus faible montant que ceux accordés aux grandes entreprises, une ventilation

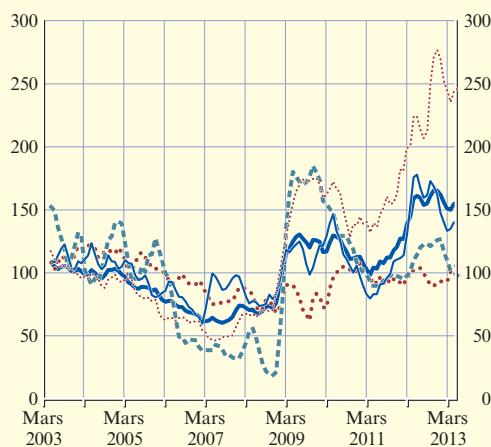
des taux débiteurs entre prêts de faible montant et prêts de montant élevé permet une analyse plus détaillée des coûts d'emprunt des PME². Une série longue de données relatives aux taux d'intérêt des IFM, distinguant entre les taux débiteurs appliqués aux prêts d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros et ceux appliqués aux prêts d'un montant supérieur à un million d'euros, est disponible dans le *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE³. Le graphique 3 montre que l'écart entre les taux débiteurs sur ces deux types de prêts est positif pour l'ensemble des pays considérés⁴. Il permet également de constater que durant la crise (fin 2008 et en 2009), les conditions du financement bancaire des PME se sont sensiblement détériorées dans les quatre principaux pays de la zone euro, mais surtout en Espagne et en France. La situation s'est améliorée dans l'ensemble des pays courant 2010, mais elle s'est de nouveau dégradée à partir de 2011. L'écart a atteint des niveaux historiquement élevés en 2012 en Espagne et en Italie, tout en se resserrant légèrement depuis l'automne de cette même année.

Le plafond d'un million d'euros utilisé pour définir les prêts de faible montant paraissant trop élevé pour servir d'estimation aux prêts accordés aux PME, la BCE collecte depuis juin 2010 des données plus détaillées sur les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de faible montant.

Graphique 3 Écart entre les taux débiteurs sur les prêts de faible montant et sur les prêts de montant élevé

(en points de base ; moyennes mobiles sur trois mois ; de mars 2003 à avril 2013)

— Zone euro
••• Allemagne
- - - France
— Italie
- - - Espagne



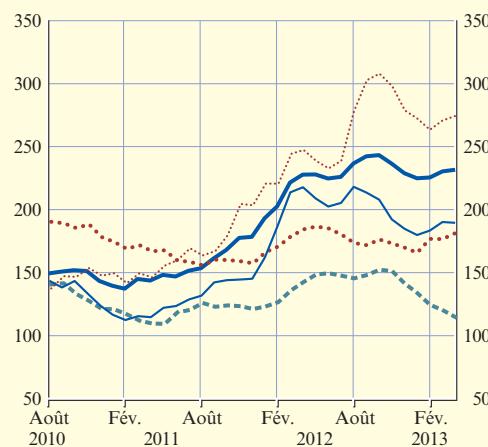
Source : BCE

Note : Les prêts de faible montant sont les prêts d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros, tandis que les prêts de montant élevé sont les prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros.

Graphique 4 Écart entre les taux débiteurs sur les prêts de très faible montant et sur les prêts de montant élevé

(en points de base ; moyennes mobiles sur trois mois ; d'août 2010 à avril 2013)

— Zone euro
••• Allemagne
- - - France
— Italie
- - - Espagne



Source : BCE

Note : Les prêts de très faible montant sont les prêts d'un montant inférieur ou égal à 250 000 euros, tandis que les prêts de montant élevé sont les prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros.

2 Le montant d'un prêt peut également être lié, dans une certaine mesure, à son objet (par exemple, financement des stocks, fonds de roulement, investissement à long terme) et à sa durée.

3 Ces données peuvent être téléchargées à partir du *Statistical Data Warehouse* à l'adresse suivante : <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484266>

4 Il est plus difficile et plus coûteux pour les PME et les jeunes entreprises d'avoir accès au financement externe en raison de leurs coûts de transaction plus élevés, de leur plus faible capacité de négociation, de leur risque d'activité plus important et du faible ratio des garanties par rapport aux engagements. Cf. A. N. Berger et G. F. Udell, *Small Business and Debt Finance, Handbook of Entrepreneurship Research*, Kluwer Academic Publishers, 2005; J. D. Rauh, *Investment and Financing Constraints : Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans, Journal of Finance*, Vol. 61, 2006, et C. E. Fee, C. J. Hadlock et J. R. Pierce, *Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms, Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2009

La catégorie des prêts d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros est désormais ventilée en deux sous-catégories : les prêts d'un montant inférieur ou égal à 250 000 euros et les prêts d'un montant supérieur à 250 000 euros et inférieur ou égal à un million d'euros. Cette ventilation supplémentaire permet une mesure plus précise des coûts d'emprunt des PME (cf. l'encadré 2 pour une description des améliorations successives de la collecte des taux d'intérêt des IFM). Comme pour l'écart entre les taux débiteurs sur les prêts d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros et ceux sur les prêts d'un montant supérieur à un million d'euros, l'écart entre les taux d'intérêt sur les prêts de montant très faible et ceux sur les prêts de montant élevé a augmenté depuis l'été 2011, notamment en Espagne et en Italie (cf. graphique 4) ; il s'est également creusé en Allemagne et en France depuis début 2012, dans une bien moindre mesure toutefois. Cet écart se situe actuellement à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme.

Encadré 2

AMÉLIORATION DE LA COLLECTE DES STATISTIQUES DE TAUX D'INTÉRÊT DES IFM

Les statistiques monétaires et financières doivent être exactes, rapidement disponibles et fiables afin de permettre la mise en œuvre efficace de la politique monétaire. L'innovation financière exige un effort permanent d'amélioration du cadre statistique de l'Eurosystème. Dans ce contexte, des statistiques harmonisées relatives aux taux d'intérêt des IFM sont produites depuis janvier 2003 et ont été encore améliorées en juin 2010¹. Le présent encadré décrit les évolutions survenues en matière de collecte des statistiques de taux d'intérêt des IFM depuis leur introduction en 2003.

L'utilisation des statistiques de taux d'intérêt dans l'analyse de la politique monétaire

Le suivi des évolutions des taux d'intérêt dans les différents pays revêt une importance primordiale dans la prise des décisions de politique monétaire. Premièrement, ces évolutions sont essentielles pour analyser le mécanisme de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle, compte tenu du rôle prépondérant du secteur financier dans le financement du secteur privé non financier². Deuxièmement, elles fournissent des informations sur le degré d'intégration du marché de la banque de détail³. Troisièmement, elles permettent de suivre les évolutions structurelles du système bancaire en donnant des indications sur la manière dont les banques fixent leurs marges et dont elles réagissent aux événements externes et, quatrièmement, elles complètent les statistiques relatives aux agrégats monétaires en donnant des informations sur les prix (taux d'intérêt).

L'introduction de statistiques de taux d'intérêt (MIR) en 2003

En janvier 2003, l'Eurosystème a commencé à élaborer des statistiques harmonisées sur les prêts et les dépôts libellés en euros des établissements de crédit nationaux (principale composante des IFM) vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidents de la zone euro. Les statistiques de taux d'intérêt des banques de dépôt qui étaient collectées auparavant n'étaient pas harmonisées, ce qui nuisait à la comparaison entre pays. Le nouveau cadre statistique introduit en 2003 a remédié à ces carences et a ainsi constitué une avancée importante, permettant une meilleure description du système de la banque de détail dans les différents pays de la zone euro.

1 Règlement BCE/2008/32

2 Cf., par exemple, la section 4 de l'article intitulé *Évaluation des conditions financières du secteur privé de la zone euro durant la crise de la dette souveraine* du *Bulletin mensuel* d'août 2012

3 Cf., par exemple, l'encadré intitulé *Hétérogénéité des taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts consentis aux sociétés non financières dans les différents pays de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2012

Les améliorations introduites en 2010

Face aux évolutions de l'environnement macroéconomique changeant, et dans le cadre des efforts mis en œuvre pour améliorer encore la qualité, la fiabilité et l'exactitude des statistiques de taux d'intérêt, un certain nombre d'améliorations ont été introduites en 2010⁴. Elles ont été les suivantes :

1. Une ventilation plus détaillée des taux d'intérêt bancaires appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières. Le seuil fixé pour cette catégorie de concours (inférieur ou égal à 1 million d'euros) était jugé trop élevé pour identifier les prêts aux PME. Par conséquent, deux sous-catégories ont été introduites, qui recensent les crédits d'un montant inférieur ou égal à 250 000 euros et ceux d'un montant supérieur à 250 000 euros et inférieur ou égal à 1 million d'euros.
2. Une information séparée sur les taux d'intérêt appliqués aux crédits couverts par une sûreté et/ou des garanties. Ces statistiques sont importantes pour étudier la dynamique du comportement des banques en matière de fixation des taux d'intérêt.
3. Des informations sur la durée initiale des nouveaux prêts. Les nouvelles statistiques permettent de distinguer, au sein de la catégorie des nouveaux prêts aux sociétés non financières, les volumes des concours assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an et d'une durée initiale inférieure ou égale à un an de ceux dont la durée initiale est supérieure à un an.
4. L'identification des taux d'intérêt appliqués aux prêts consentis aux entrepreneurs individuels au sein du secteur des ménages. Les nouvelles statistiques apportent des précisions sur le secteur des ménages en identifiant et en isolant ces micro-entreprises, qui sont souvent dirigées par une seule personne.
5. Une méthode harmonisée de calcul des taux sur les découverts et les crédits renouvelables, en les distinguant des dettes contractées par carte de crédit.

⁴ Pour une description plus détaillée de l'ensemble des changements introduits en 2010, cf. l'article intitulé *Maintenir à la hauteur des besoins les statistiques monétaires et financières de la BCE* du *Bulletin mensuel* d'août 2011

Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière

3 LA TRANSMISSION AUX TAUX DÉBITEURS DES BANQUES EN PÉRIODE DE FRAGMENTATION FINANCIÈRE

La section précédente a montré que l'hétérogénéité des taux débiteurs des banques s'est accrue depuis le début de la crise financière en 2008, laissant à penser que l'efficacité de la politique monétaire a été entravée par la fragmentation financière. Un certain nombre de facteurs semblent être à l'œuvre et expliquer les divergences constatées d'un pays à l'autre entre les taux débiteurs des IFM. Les facteurs structurels affectant les taux débiteurs comptent notamment les différences d'ordre national dans les structures des marchés financiers. Les taux débiteurs sont généralement plus faibles dans les économies où la concurrence entre banques est plus forte et où des sources de financement de marché sont disponibles grâce à des secteurs financiers plus développés. L'hétérogénéité des taux débiteurs des IFM pourrait également refléter l'hétérogénéité des produits, qui peuvent être difficiles à classer en catégories homogènes au sein des statistiques de taux d'intérêt des IFM. Elle pourrait également résulter de facteurs institutionnels propres à chaque pays, comme les cadres budgétaire et réglementaire, les procédures d'exécution et les pratiques en matière de garanties. Les autres facteurs à l'origine de la divergence des taux débiteurs pourraient refléter les effets amplificateurs de l'accroissement du risque de crédit et de l'aversion des banques pour le risque dans un environnement caractérisé par la faiblesse de la croissance économique, des contraintes potentielles de fonds propres des banques et l'incidence de la fragmentation du financement bancaire. Les sections suivantes sont consacrées aux facteurs susceptibles d'influencer les taux débiteurs bancaires au-delà de la

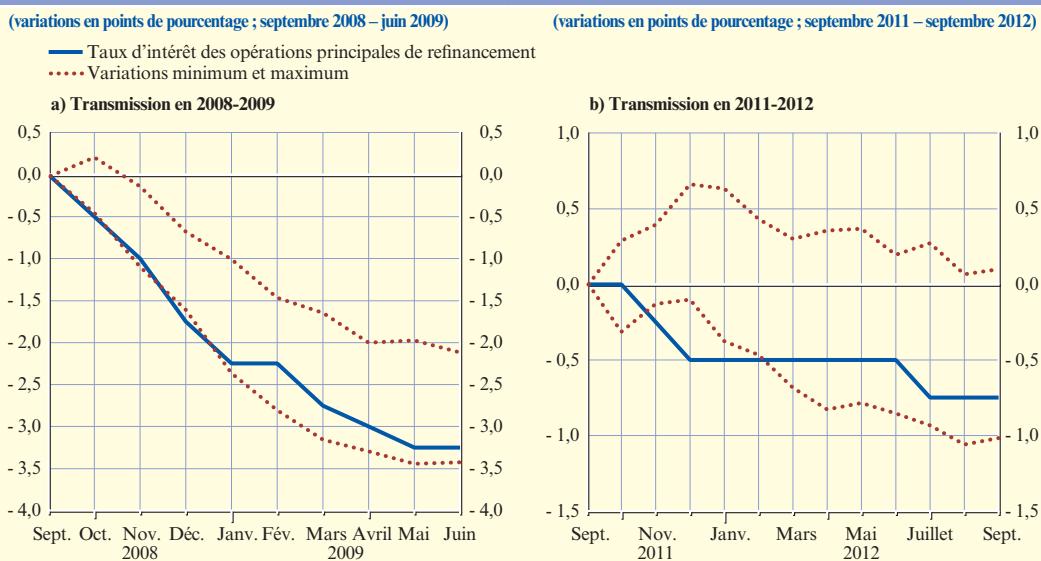
transmission traditionnelle des taux directeurs et pouvant contribuer à expliquer les divergences de comportement en termes de prêts durant la crise financière et de la dette souveraine. Les différences structurelles de comportement des banques en termes de fixation des taux débiteurs ont fait l'objet d'analyses approfondies dans des publications antérieures de la BCE⁵.

LA RUPTURE DES LIENS DE TRANSMISSION STANDARD

Les modèles de transmission standard considèrent les taux directeurs et les taux d'intérêt de marché comme étant les déterminants les plus directs des taux débiteurs des banques. Toutefois, ces modèles ne permettent pas d'expliquer les niveaux d'hétérogénéité croissants des taux débiteurs bancaires observés durant la crise⁶. Le graphique 5 (partie gauche) montre que l'indicateur composite du coût d'emprunt des sociétés non financières a réagi rapidement et de manière relativement homogène entre les pays de la zone euro à la réduction de 325 points de base des taux directeurs de la BCE effectuée entre octobre 2008 et mai 2009. En revanche, les taux débiteurs appliqués à ces sociétés ont réagi différemment, d'un pays à l'autre, à la baisse de 75 points de base pratiquée entre novembre 2011 et juillet 2012. Ainsi que le montre le graphique 5 (partie droite), la limite inférieure des variations du coût d'emprunt des sociétés non financières s'est réduite, de manière globalement conforme aux modifications du taux directeur durant cette période. Cependant, la limite supérieure a augmenté en dépit de la baisse des taux directeurs de la BCE. Cette observation témoigne d'un affaiblissement de la transmission de la politique monétaire dans certains pays de la zone euro, donnant à penser que l'orientation de la politique monétaire n'est pas transmise de façon appropriée dans l'ensemble des pays.

Les données tirées de modèles tendent à confirmer que les modèles de transmission standard ne sont pas aptes à expliquer les niveaux d'hétérogénéité croissants des taux débiteurs bancaires observés

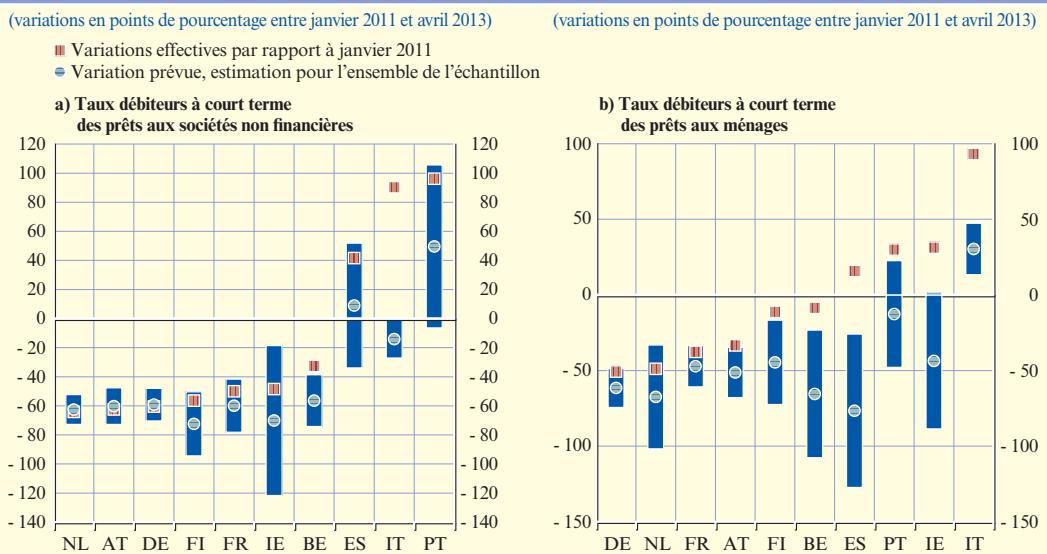
Graphique 5 Variations cumulées du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de la BCE et de l'indicateur composite du coût d'emprunt des sociétés non financières



5 Pour une analyse de l'hétérogénéité des taux des prêts immobiliers dans la zone euro, cf. C. Kok Sørensen et J-D. Lichtenberger, *Mortgage interest rate dispersion in the euro area, Working Paper Series*, n° 733, BCE février 2007. Cf. également *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, BCE, septembre 2006, et *L'utilisation des statistiques harmonisées relatives aux taux d'intérêt des IFM du Bulletin mensuel* de juillet 2005, pour une approche statistique des différences de taux d'intérêt dans la zone euro.

6 Cf. l'article intitulé *Évolutions récentes de la transmission aux taux bancaires des modifications de taux directeurs dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2009

Graphique 6 Variations prévues et effectives des taux débiteurs à court terme de 2011 à 2013



Notes : Les variations sont obtenues grâce à un modèle de transmission simple. Les barres représentent l'intervalle de confiance moyen de 95 % sur la période de prévision pour un modèle estimé de l'ensemble de l'échantillon. Cf. l'encadré 3 pour plus de précisions sur les modèles. Les pays sont classés par ordre croissant de variation effective des taux débiteurs.

dans les pays de la zone euro durant la crise. Le graphique 6 représente, à l'aide de modèles de transmission standard, les variations effectives et projetées des taux débiteurs à court terme appliqués aux sociétés non financières et aux ménages entre janvier 2011 (avec l'aggravation de la crise de la dette souveraine) et avril 2013. L'échantillon retenu pour l'estimation couvre la période allant de janvier 2003, date de début de la collecte de données harmonisées relatives aux taux débiteurs des IFM, à avril 2013 (cf. l'encadré 3 pour des précisions sur les modèles économétriques utilisés). Ce graphique montre que les variations effectives des taux débiteurs à court terme sont toujours plus élevées que celles projetées par les modèles de transmission standard, mettant en évidence la probable omission de variables dans ces modèles.

La sous-section qui suit examine plusieurs facteurs pouvant contribuer à expliquer cette dégradation des liens de transmission standard.

LES FACTEURS AFFECTANT LE MÉCANISME DE TRANSMISSION DE LA POLIQUE MONÉTAIRE EN PÉRIODE DE FRAGMENTATION FINANCIÈRE

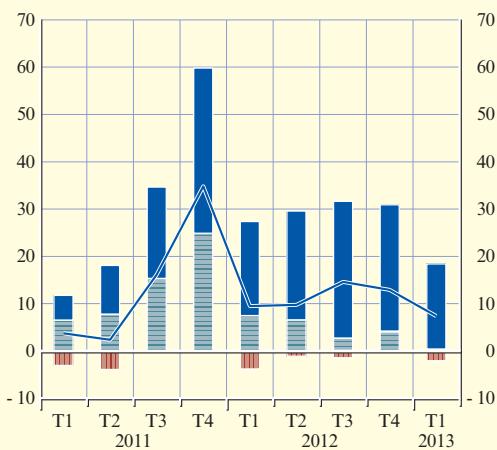
L'analyse du mécanisme de transmission de la politique monétaire repose généralement sur l'hypothèse d'un niveau de risque faible et stable, d'une bonne capitalisation des institutions financières et d'une absence de fragmentation des conditions de financement des banques. Les taux directeurs et les taux d'intérêt de marché étaient généralement considérés comme étant les déterminants les plus directs des taux débiteurs bancaires. Pour cette raison, la littérature s'est attachée particulièrement à la rapidité et à l'ampleur avec lesquelles les modifications des taux directeurs sont répercutées à ces taux débiteurs. D'autres facteurs, comme le risque de crédit, la qualité et la quantité des fonds propres des banques, ainsi que l'accès au financement bancaire, étaient supposés moins volatils et jugés par conséquent avoir moins d'influence sur les taux débiteurs des banques⁷. Toutefois, la crise financière et la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont mis en évidence l'importance du risque de

⁷ Ces facteurs pourraient néanmoins encore expliquer les répercussions différentes entre pays ; cf. R. Gropp, C. Kok Sørensen et J-D. Lichtenberger, *The dynamics of bank spreads and financial structure, Working Paper Series, n° 714*, BCE, janvier 2007

Graphique 7 Facteurs contribuant à un durcissement des critères d'octroi de prêts aux sociétés non financières

(pourcentages nets moyens par catégories)

- Perception des risques
- Concurrence
- Coût du financement et contraintes de bilan
- Critères d'octroi



Source : Enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire
 Notes : Le facteur « coût du financement et contraintes de bilan » est calculé par la moyenne non pondérée des facteurs « fonds propres », « accès aux financements de marché » et « position de liquidité », la perception des risques par la moyenne non pondérée des « anticipations concernant l'activité économique générale » et des « risques sectoriels spécifiques », la concurrence par la moyenne de « concurrence des banques », « concurrence non bancaire » et « concurrence du financement de marché ».

Graphique 8 Ratio de fonds propres Tier 1 des banques cotées de la zone euro

(en pourcentage)

- Tier 1 (médiane)
- Tier 1 (percentile 25 %)
- - - Tier 1 (percentile 75 %)
- Tier 1 (moyenne non pondérée)



Source : Calculs de la BCE reposant sur Thomson Reuters
 Note : L'observation la plus récente se rapporte au premier trimestre 2013.

crédit et des perceptions du risque, des faibles niveaux et de la mauvaise qualité des fonds propres des banques et de la fragmentation des conditions de financement bancaire pour les taux débiteurs et les politiques des banques en matière d'octroi de crédits plus généralement. À cet égard, les données tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire montrent que les perceptions du risque par les banques ainsi que les coûts de financement et les contraintes de bilan ont eu une forte incidence sur les critères d'octroi de crédits aux sociétés non financières de la zone euro (cf. graphique 7).

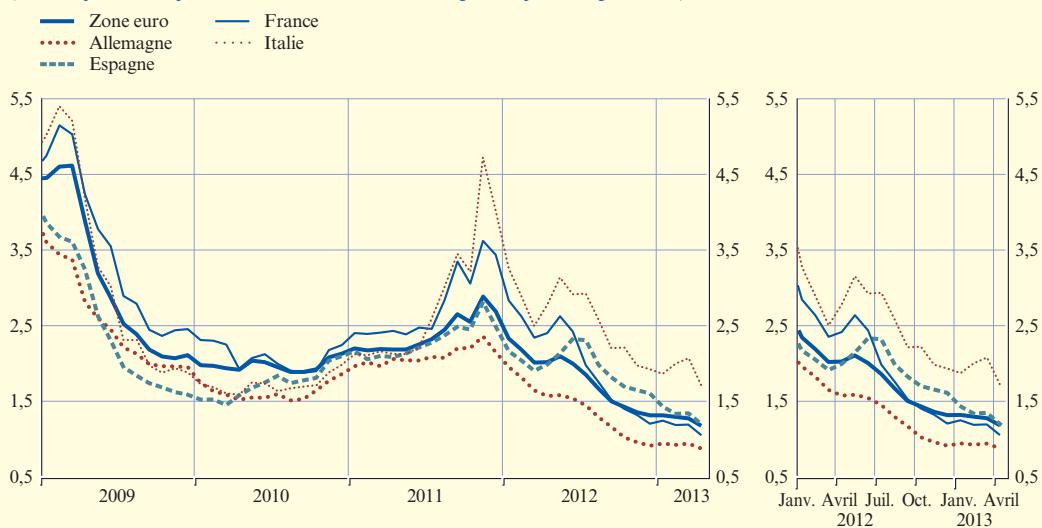
Dans plusieurs pays, les fonds propres des banques ont été affaiblis pendant la crise en raison de moins-values sur portefeuilles de titres et, plus encore, de pertes sur prêts. En raison des tensions sur les marchés de la dette souveraine et des difficultés d'accès au financement qui en découlent, la capacité des banques de fournir des crédits a été fortement entravée dans de nombreux pays. Les banques de la zone euro ont réalisé des progrès satisfaisants en renforçant leur résistance aux évolutions économiques défavorables depuis fin 2009. L'augmentation des ratios de fonds propres des banques, pour partie en réponse aux pressions de la réglementation et du marché leur imposant de détenir des volants discrétionnaires plus élevés, a résulté principalement des efforts substantiels consentis par les banques pour se recapitaliser et d'injections importantes de capitaux par les pouvoirs publics de la zone euro (cf. graphique 8). Plus récemment, les progrès ont également reflété l'adaptation aux exigences prochaines de fonds propres CRD IV, qui sont plus contraignantes et reposent sur une définition plus rigoureuse des fonds propres⁸.

8 Outre les fonds levés sur les marchés privés, depuis 2007 de nombreuses banques de la zone euro ont également bénéficié d'injections de capitaux de la part des pouvoirs publics sous diverses formes. Par exemple, les injections directes de capitaux par les pouvoirs publics entre 2007 et mi-2013 ont atteint quelque 270 milliards d'euros selon les estimations. De plus, une aide publique implicite ayant des conséquences en termes de fonds propres pour les banques a également été octroyée dans le contexte des dispositifs de protection des actifs et des transferts d'actifs aux sociétés de gestion de portefeuille.

Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière

Graphique 9 Coût composite du financement bancaire

(coût composite des dépôts et du financement de marché non garanti ; pourcentages annuels)



Sources : BCE, Merrill Lynch Global Index et calculs de la BCE

Notes : Taux appliqués aux dépôts (pour les particuliers et les investisseurs institutionnels) et coût du financement de marché, pondérés par les encours tirés des statistiques de bilan des IFM. Une valeur extrême liée à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a été éliminée.

La fragmentation des conditions de financement des banques résultant des tensions sur la dette souveraine est un autre facteur explicatif de la divergence des taux débiteurs des IFM et des politiques de distribution du crédit. En fixant la rémunération des dépôts et des obligations qu'elles émettent sur le marché, les banques sont en concurrence, sur le marché de détail, avec les rendements élevés des obligations et des bons du Trésor émis par l'État. Dans les pays où ces rendements ont augmenté ou n'ont pas baissé au même rythme et dans les mêmes proportions que les taux directeurs, cette association contribue à la hausse des coûts de financement des banques, qui peut se répercuter sur les taux débiteurs bancaires⁹. Ces coûts de financement ont fortement augmenté aux premiers stades de la crise financière en 2008 et en 2009, ainsi que durant la crise de la dette souveraine en 2011 et au premier semestre 2012. Au cours de cette dernière période, les hausses ont été particulièrement fortes dans les pays confrontés à une crise de la dette souveraine. Toutefois, avec l'annonce des opérations monétaires sur titres (OMT) au troisième trimestre 2012, la normalisation progressive des coûts de financement de certains États a contribué à une réduction du coût de financement bancaire et a amélioré l'accès aux financements (cf. graphique 9). Dans le même temps, les données tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire montrent que l'accès des banques au financement de détail et au refinancement interbancaire est devenu plus aisé pour toutes les catégories de financement et que l'incidence des tensions souveraines sur leurs financements a diminué depuis le deuxième semestre 2012 (cf. graphique 10).

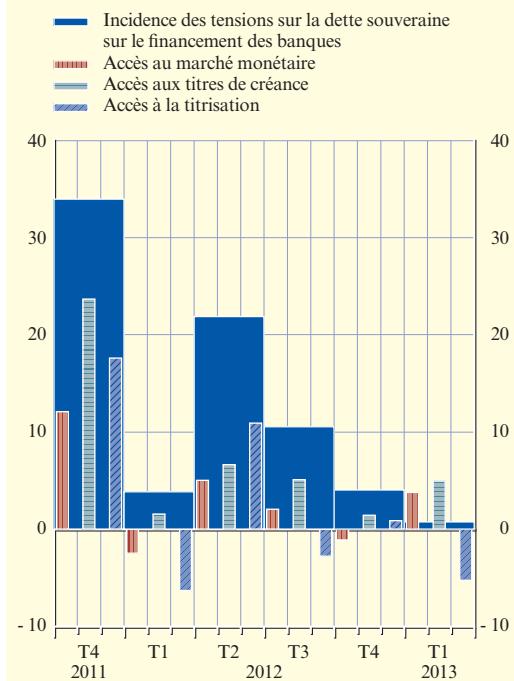
Sous l'effet de ces évolutions, les banques ont pu réduire leur dépendance vis-à-vis de l'Eurosystème. Néanmoins, la situation de financement des banques reste très hétérogène d'un pays à l'autre de la zone euro.

9 De plus, les prêts garantis sur le marché interbancaire s'appuient généralement sur des garanties sous la forme de dettes souveraines. Les tensions sur les marchés de la dette souveraine réduisent par conséquent la disponibilité de garanties pour les banques et, partant, leur accès à la liquidité. Cf. l'encadré intitulé *Mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs le 6 septembre 2012* du *Bulletin mensuel* de septembre 2012. Cf. également l'article intitulé *Évaluation des conditions financières du secteur privé de la zone euro durant la crise de la dette souveraine* du *Bulletin mensuel* d'août 2012

La divergence des taux débiteurs pourrait également être influencée par les effets amplificateurs de l'accroissement du risque de crédit et de l'aversion des banques pour le risque dans un environnement caractérisé par une faible croissance économique. Les périodes prolongées d'atonie de l'activité économique et l'incertitude persistante quant à la durée de la crise de la dette souveraine ont pesé sur la rentabilité et les volants de sécurité financière des sociétés non financières. Lorsque l'activité économique est faible, la probabilité de défaillance d'une entreprise s'accroît et la capacité des sociétés non financières à assurer le service de leur dette se réduit. En outre, compte tenu du niveau élevé du chômage dans certains pays, le secteur financier prend des risques en consentant des crédits aux ménages, en particulier dans le cadre des contrats de prêt immobilier à long terme. En raison du risque accru qu'elles supportent, les banques ont tendance à pratiquer des taux débiteurs plus élevés et à durcir les conditions d'octroi de crédits aux emprunteurs, surtout dans les pays où la situation économique est la plus dégradée¹⁰. Les données tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que les effets du coût de financement et des contraintes de bilan se sont nettement atténués récemment par rapport à mi-2012, tandis que la perception du risque est devenue le principal facteur contribuant au durcissement des conditions attachées aux prêts consentis aux sociétés non financières (cf. graphique 7).

Graphique 10 Incidence des tensions sur la dette souveraine sur les financements et l'accès à des marchés de financement spécifiques

(pourcentages nets)



Sources : Enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire et BCE

Notes : Les chiffres positifs/négatifs correspondent à une détérioration/amélioration de l'accès au financement.

NOUVEAUX ÉLÉMENTS EMPIRIQUES RELATIFS À LA TRANSMISSION AUX TAUX DÉBITEURS BANCAIRES

La section précédente a souligné l'importance des facteurs de risque, des fonds propres bancaires et de la fragmentation des conditions de financement des banques du fait des tensions sur les marchés d'emprunts publics en tant que déterminants potentiels des taux débiteurs bancaires durant la crise financière. Cette section apporte de nouveaux éléments empiriques relatifs aux modèles de transmission qui évaluent le degré de détérioration, dans les quatre principales économies de la zone euro, du mécanisme de transmission de la politique monétaire sous l'effet des tensions sur les marchés de la dette souveraine et des facteurs de risque (cf. l'encadré 3 pour des précisions relatives aux modèles économétriques utilisés dans les estimations). Ces éléments permettent notamment de distinguer les différents facteurs affectant les taux débiteurs des prêts aux sociétés non financières et ceux des prêts au logement consentis aux ménages.

Les graphiques 11 et 12 illustrent les variations effectives des taux des prêts aux sociétés non financières et aux ménages entre mars 2011 et avril 2013 dans les quatre principales économies de la zone euro et la contribution estimée des taux de référence du marché, des facteurs de risque (liés aux banques et aux emprunteurs) et des écarts de rendement sur la dette souveraine. Il apparaît que la baisse des taux d'intérêt

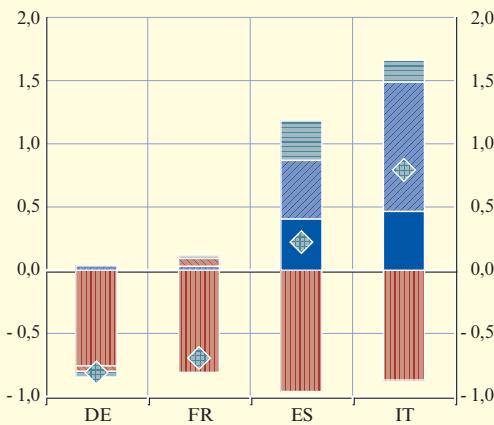
10 L'enquête d'avril 2013 sur la distribution du crédit montre que la perception par les banques d'une incertitude macroéconomique élevée, d'une part, et la solvabilité des emprunteurs, d'autre part, ont pris une importance accrue par rapport aux autres facteurs d'offre de crédit, parmi les facteurs explicatifs des évolutions des critères d'octroi appliqués à la fois aux prêts aux sociétés non financières et aux prêts aux ménages.

Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière

Graphique 11 Ventilation des variations des taux des prêts aux sociétés non financières par facteurs explicatifs

(pourcentages annuels ; mars 2011-avril 2013)

- Écarts de rendement des obligations souveraines
- Taux de référence du marché
- Facteurs résiduels
- Risque macroéconomique et des emprunteurs
- Risque des banques
- ◆ Variations des taux des prêts aux sociétés non financières



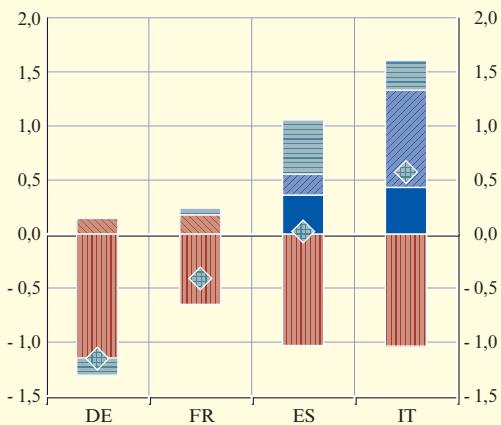
Source : Calculs de la BCE

Notes : Le graphique représente la variation des taux des prêts consentis aux sociétés non financières et la contribution de chaque variable explicative entre mars 2011 et avril 2013. Les taux débiteurs composites des prêts aux sociétés non financières sont calculés à partir des taux à court et à long terme avec un système de pondération fondé sur les volumes lissés de contrats nouveaux. Cf. l'encadré 3 pour plus de précisions sur les modèles. Les pays sont classés par ordre croissant de variation des taux débiteurs.

Graphique 12 Ventilation des variations des taux des prêts aux ménages par facteurs explicatifs

(pourcentages annuels ; mars 2011-avril 2013)

- Écarts de rendement des obligations souveraines
- Taux de référence du marché
- Facteurs résiduels
- Risque macroéconomique et des emprunteurs
- Risque des banques
- ◆ Variations des taux des prêts aux ménages



Source : Calculs de la BCE

Notes : Le graphique représente la variation des taux des prêts consentis aux ménages et la contribution de chaque variable explicative entre mars 2011 et avril 2013. Les taux débiteurs composites des prêts aux ménages sont calculés à partir des taux à court et à long terme avec un système de pondération fondé sur les volumes lissés de contrats nouveaux. Cf. l'encadré 3 pour plus de précisions sur les modèles. Les pays sont classés par ordre croissant de variation des taux débiteurs.

composites sur les prêts consentis aux sociétés non financières et aux ménages a été conforme aux régularités historiques en France et en Allemagne. Cela signifie que les ajustements à la baisse des taux de référence du marché se sont traduits par une réduction concomitante des taux débiteurs bancaires. Dans le cas de l'Espagne et de l'Italie, la diminution des taux de référence du marché associée à la réduction des taux directeurs au cours de la même période a également apporté une contribution négative aux taux débiteurs bancaires, conformément aux attentes. Toutefois, les tensions sur les marchés de la dette souveraine et la détérioration de l'environnement macroéconomique ont exercé des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt composites des prêts aux sociétés non financières et aux ménages en Espagne et en Italie.

Encadré 3

MODÉLISATION DE LA TRANSMISSION DES TAUX D'INTÉRÊT DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

La divergence des taux des prêts bancaires observée depuis le début de la crise financière en 2008 et la lenteur de leur réaction, dans certains pays, à l'abaissement des taux directeurs à des niveaux proches de zéro reflète en partie des cycles d'activité asynchrones et des perceptions du risque de crédit différents selon les pays au cours de ces dernières années. Les taux débiteurs spécifiques à chaque pays présentent non seulement des vitesses d'ajustement différentes aux modifications des taux d'intérêt de marché correspondants, mais sont également affectés par des taux d'intérêt de marché et des facteurs de risque différents.

Les modèles de transmission standard sont fondés sur l'hypothèse que les taux d'intérêt de marché sont la seule variable explicative dans le mécanisme d'ajustement du taux débiteur. Il s'agit d'un modèle à correction d'erreur simple dont la structure est la suivante :

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^K \delta_k \Delta r_{t-k} + \sum_{m=1}^M \lambda_m \Delta br_{t-m} + \alpha(br_{t-1} - \beta r_{t-1} - \mu) + u_t \quad (1)$$

où br_t représente le taux débiteur bancaire et r_t le taux d'intérêt de marché de référence, c'est-à-dire le taux auquel les banques peuvent lever des fonds sur le marché monétaire interbancaire. Le coefficient α représente la vitesse d'ajustement à l'équilibre de long terme, et le coefficient β rend compte de l'élasticité à long terme des taux débiteurs bancaires aux taux de marché de référence. Les coefficients relatifs aux décalages de la première différence des taux de marché de référence rendent compte de la transmission à court terme. Enfin, Δ représente le premier opérateur différence¹.

Le modèle standard peut être étendu pour prendre en compte l'incidence d'autres facteurs affectant la tarification des produits bancaires. En particulier, reflétant les tensions sur les marchés de la dette souveraine, les modèles peuvent également être estimés en incluant l'écart entre les rendements obligataires souverains et un taux d'intérêt sans risque en tant que facteur de risque (représenté par s_t)² :

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^K \delta_k \Delta r_{t-k} + \sum_{j=1}^J \lambda_j \Delta br_{t-j} + \sum_{n=1}^N \omega_n \Delta s_{t-n} + \alpha(br_{t-1} - \beta r_{t-1} - \beta s_{t-1} - \mu) + u_t \quad (2)$$

Les différences en termes de structures financières et bancaires entre les pays de la zone euro peuvent se traduire par des facteurs de risque différents affectant l'offre et la demande dans le processus d'octroi de crédit, ce qui devrait être pris en compte lors de la modélisation des taux débiteurs. Du côté de l'offre, les approximations des facteurs de risque sont les probabilités de défaut anticipées des banques, le ratio fonds propres/actifs et le ratio liquidité/actifs. Du côté de la demande, les indicateurs de risque sont notamment les probabilités de défaut des sociétés non financières et des ménages, évaluées approximativement par les probabilités de défaut anticipées des sociétés non financières, les perspectives d'emploi et les taux de chômage, ainsi que le coût des fonds propres pour les sociétés financières et les banques³. Toutefois, l'introduction de plus de deux facteurs de risque, en plus des rendements obligataires souverains, dans un modèle de taux débiteurs pourrait en épuiser les degrés de liberté, compte tenu de la durée relativement réduite que recouvrent les statistiques de taux débiteurs. Par conséquent, les facteurs de risque sont inclus un par un dans les modèles économétriques et le modèle final est sélectionné sur la base de critères de diagnostic économétrique (cf. ci-après). L'équation (2) peut donc être étendue afin de prendre en compte l'incidence potentielle de facteurs de risque variables dans le temps dans un modèle de la manière suivante :

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^K \delta_k \Delta r_{t-k} + \sum_{j=1}^J \lambda_j \Delta br_{t-j} + \sum_{n=1}^N \gamma_n \Delta k_{t-n} + \sum_{m=1}^M \sigma_m \Delta p_{t-m} + \sum_{s=1}^S \omega_s \Delta s_{t-s} + \alpha(br_{t-1} - \beta r_{t-1} - \beta_2 k_{t-1} - \beta_3 p_{t-1} - \beta_4 s_{t-1} - \mu) + u_t \quad (3)$$

où k_t et p_t représentent les facteurs de risque du processus de financement du côté de la demande et du côté de l'offre.

En outre, plutôt qu'un taux de marché individuel, le taux de marché de référence pourrait lui-même être une série chronologique composite construite à partir de plusieurs taux de marché. À cet égard,

1 Pour un examen de la littérature économique, cf. l'article intitulé *Évolutions récentes de la transmission aux taux bancaires des modifications de taux directeurs dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2009

2 L'écart entre les rendements obligataires souverains et un taux sans risque rend compte des tensions liées à la crise de la dette souveraine dans les différents pays, ainsi que des effets de report sur les valeurs sûres et des primes de liquidité.

3 Certains facteurs de risque sont disponibles par pays, tandis que d'autres ne le sont qu'au niveau de la zone euro.

l'analyse en composantes principales peut être utilisée pour construire une série chronologique composite à partir d'une série longue de taux de marché d'échéances différentes (courbe des taux). Avec cette méthodologie, environ 70 % de la variation des taux d'intérêt d'échéances différentes dans une courbe des taux s'explique par la première composante principale et plus de 95 % par les trois premières composantes principales⁴. Le modèle précédent est donc étendu pour inclure les deux premières composantes principales de la courbe de *swaps* de la zone euro (représentées par f_{1t} et f_{2t}) au lieu du taux de marché de référence individuel :

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^K \delta_k \Delta f_{1,t-k} + \sum_{m=0}^M \phi_k \Delta f_{2,t-m} + \sum_{j=1}^J \lambda_k \Delta br_{t-j} + \sum_{n=1}^N \gamma_k \Delta k_{t-n} + \sum_{m=1}^M \sigma_k \Delta p_{t-m} + \sum_{n=1}^N \omega_k \Delta s_{t-n} + \alpha(br_{t-1} - \beta f_{1,t-1} - \beta_2 f_{2,t-1} - \beta_3 k_{t-1} - \beta_4 p_{t-1} - \beta_5 s_{t-1} \mu) + u_t \quad (4)$$

La sélection des facteurs de risque et des taux de marché de référence, ainsi que de la structure décalée du modèle, est effectuée sur la base de critères de diagnostic économétrique, notamment l'ajustement en échantillon et la performance hors échantillon, la stabilité des coefficients dans le vecteur de co-intégration, la signification des coefficients, le signe de la sensibilité au risque dans la transmission à l'équilibre de long terme et les réponses impulsionales. S'agissant des taux de référence spécifiques, les taux Euribor 3 mois et 12 mois sont utilisés pour les prêts à court terme et les taux de marché d'échéances plus élevées (de l'Euribor 12 mois aux rendements à dix ans) pour les prêts à long terme. Pour finir, afin de distinguer l'incidence des taux directeurs ou des taux d'intérêt « sans risque » de la zone euro d'échéances plus élevées de celle des tensions liées à la crise de la dette souveraine dans les différents pays, seuls le *swap* de la zone euro ou l'Euribor (et non les rendements souverains spécifiques à chaque pays) sont utilisés en tant que taux de marché de référence.

4 Les trois premières composantes d'un panel de taux d'intérêt d'échéances différentes dans une courbe des taux recensent le « niveau », la « pente » et la « courbure » de la courbe des taux. Cf. R. Litterman et J. Scheinkman, *Common Factors Affecting Bond Returns*, The Journal of Fixed Income, vol. 1, 1991

4 CONCLUSIONS

La divergence des taux débiteurs observée depuis le début de la crise financière en 2008 et la lenteur de leur réaction, dans certains pays, aux réductions des taux directeurs jusqu'à des niveaux proches de zéro reflètent en partie l'asynchronisme des cycles d'activité et les différences de perception du risque de crédit selon les pays au cours de ces dernières années. Dans le même temps, l'efficacité de la politique monétaire a été entravée par la fragmentation financière, les mesures de relance monétaire introduites depuis fin 2011 n'ayant guère influencé les conditions générales d'octroi des crédits dans de grandes parties de la zone euro. La BCE a cherché à résister aux risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix dans un contexte de fragmentation croissante en introduisant plusieurs mesures conventionnelles et non conventionnelles, notamment des réductions de ses taux directeurs, l'élargissement du dispositif de garanties de l'Eurosystème, deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, une baisse du taux des réserves obligatoires et l'annonce des OMT. En conséquence, les tensions sur les marchés de la dette souveraine et les contraintes de financement des banques se sont atténuées et le risque d'un processus désordonné de réduction du levier d'endettement des banques a été contenu. Afin de garantir une transmission adéquate de la politique monétaire aux conditions de financement en vigueur dans les pays de la zone euro, il est essentiel de continuer à réduire la fragmentation des marchés du crédit de la zone euro et de renforcer la capacité de résistance des banques chaque fois qu'il y a lieu. À cet égard, il est essentiel que les pays se mobilisent simultanément sur plusieurs fronts, en particulier ceux des finances publiques et des réformes structurelles afin de stimuler l'activité économique et de renforcer la stabilité financière¹¹.

11 Cf. l'article intitulé *L'hétérogénéité des conditions financières dans la zone euro et ses conséquences en termes de politique publique* du Bulletin mensuel d'août 2012

UN DISPOSITIF DE TESTS DE RÉSISTANCE MACROPRUDENTIELS POUR L'ANALYSE DE LA SOLVABILITÉ DES BANQUES

ARTICLES

Les crises financière et de la dette souveraine ont souligné l'importance pour les banques de disposer de solides volants de fonds propres qui leur permettent de résister à des chocs extrêmes et imprévus affectant leurs bilans et d'être ainsi à même de se comporter en intermédiaires financiers efficaces même lors de périodes de turbulences. Un dispositif de tests de résistance macroprudentiels est souvent utilisé pour évaluer de manière prospective la résistance du secteur bancaire à des évolutions macroéconomiques et financières (adverses). Conformément à sa responsabilité consistant à préserver la stabilité financière dans la zone euro, la BCE recourt également à des outils de tests macro de résistance dans le cadre de sa surveillance macroprudentielle régulière.

Dans ce contexte, le présent article offre une vue d'ensemble des principaux éléments du dispositif de tests de résistance macroprudentiels menés par la BCE selon une approche descendante (top-down) pour évaluer la solvabilité des banques et donne des exemples de son utilisation à des fins d'analyse de la politique monétaire. Le dispositif est mis en œuvre dans le cadre d'une analyse prospective de la solvabilité des banques dans de nombreux contextes différents, afin notamment d'analyser l'incidence des risques systémiques pertinents sur la stabilité financière au sens large, de confronter les résultats à ceux des tests de résistance effectués selon une approche ascendante (bottom-up) au niveau des autorités de surveillance et de calculer les insuffisances de fonds propres des banques pour déterminer l'incidence de la situation du secteur financier sur les évolutions macroéconomiques. En outre, le dispositif de tests de résistance pourra être utilisé à des fins aussi bien microprudentielles que macroprudentielles lorsque la BCE sera investie de pouvoirs de supervision dans le cadre de la création du mécanisme de surveillance unique (MSU).

I INTRODUCTION

Une des principales conséquences des crises financière et de la dette souveraine a été d'exercer de fortes pressions à la baisse sur la solvabilité des banques de la zone euro. Les pertes subies en raison des perturbations du système financier et du ralentissement économique qui a suivi ont suscité de sérieuses inquiétudes concernant le niveau de capitalisation des banques de la zone euro, ce qui a aggravé les difficultés de financement liées à la crise rencontrées par de nombreuses banques et, *in fine*, fait obstacle à leur capacité de financer l'économie réelle.

Une étape fondamentale en vue de la résolution de la crise bancaire consiste à évaluer si les banques sont correctement capitalisées et si elles sont à même de résister à des chocs adverses futurs. Les outils de tests de résistance sont particulièrement utiles pour identifier des insuffisances potentielles de fonds propres dans le secteur bancaire lorsqu'il est confronté à des turbulences graves. C'est pourquoi les tests de résistance macroprudentiels ont été utilisés fréquemment par les autorités compétentes, dont la BCE, pendant la crise financière et de la dette souveraine pour calculer les insuffisances de fonds propres par rapport aux critères de ratios généralement admis. Dans ce contexte, il est important de distinguer entre les tests de résistance *bottom-up* réalisés par les banques, mais le plus souvent selon des règles imposées par les autorités de surveillance microprudentielle, et les tests de résistance *top-down*, dans lesquels les calculs sont intégralement effectués à un niveau central (sans la participation des banques)¹. Ces derniers relèvent généralement d'une optique plus macroprudentielle s'attachant à évaluer la résistance du système dans son ensemble à la matérialisation des risques systémiques.

¹ En ce qui concerne les tests de résistance réalisés selon une approche *bottom-up*, tant aux États-Unis que dans l'UE, ils ont été intégrés à l'arsenal des mesures de gestion de crise. Aux États-Unis, le *Supervisory Capital Assessment Program* (Programme d'évaluation des ratios de fonds propres des plus grandes banques) a été mis en place en 2009 tandis que dans l'UE, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a coordonné des exercices de simulation de crise à l'échelle de l'UE en 2010 et 2011. Les tests de résistance macroprudentiels ont été utilisés durant les périodes de crise au niveau des pays dans le cadre des programmes d'aide financière UE-FMI à certains États membres de l'UE.

Un dispositif de tests de résistance macroprudentiels pour l'analyse de la solvabilité des banques

La BCE s'est fortement investie dans le développement d'un dispositif de tests de résistance *top-down* qui couvre actuellement les 80-90 groupes bancaires les plus importants de l'Union européenne². Diverses raisons peuvent expliquer pourquoi une analyse prospective de la solvabilité est menée par la BCE.

Avant tout, cette analyse présente un intérêt pour la BCE du point de vue de la stabilité financière au sens large, mais elle peut également apporter des éclairages importants qui s'avèrent utiles à l'analyse de la politique monétaire, aux activités liées à la crise et potentiellement également à des fins de politique macroprudentielle. Au-delà de sa responsabilité première en matière de politique monétaire, la responsabilité du maintien de la stabilité financière occupe une place prépondérante dans le mandat confié au SEBC³. Cette mission requiert un examen systématique des sources éventuelles de risques pesant sur le système financier afin d'identifier les risques de nature à se révéler systémiques et d'évaluer leur ampleur potentielle. Pour ce faire, il est nécessaire de procéder à une évaluation de l'incidence qu'auraient ces risques s'ils se matérialisaient. Le suivi des risques et l'appréciation de leur gravité sont, dès lors, complémentaires pour détecter le risque systémique. Le risque systémique se définit comme le risque que l'instabilité financière prenne une ampleur telle que le fonctionnement du système financier s'en trouve entravé au point d'avoir de graves répercussions sur la croissance économique et le bien-être.

Deuxièmement, l'évaluation et l'analyse de l'incidence de chocs spécifiques sur la résistance du secteur bancaire sont également importantes du point de vue du suivi de l'efficacité du mécanisme de transmission de la politique monétaire. C'est particulièrement le cas dans la zone euro, en raison du rôle prépondérant des banques dans la structure financière de l'Union monétaire⁴. En d'autres termes, si les banques peuvent résister à divers chocs adverses, elles sont probablement plus à même de transmettre les impulsions monétaires à l'économie réelle, même dans des situations de crise.

Troisièmement, le dispositif de tests de résistance *top-down* de la BCE est utilisé régulièrement comme outil de recouplement avec les résultats des tests de résistance *bottom-up*, tels que les exercices de tests de résistance à l'échelle de l'UE coordonnés par l'Autorité bancaire européenne (ABE) ou les tests de résistance conduits au niveau national dans différents pays dans le cadre des programmes d'ajustement conjoints UE-FMI. La panoplie des outils des tests de résistance *top-down* s'est avérée un moyen efficace de garantir la qualité des résultats *bottom-up*, par exemple en permettant la détection des valeurs extrêmes sous la forme de résultats aberrants parmi les banques soumises à l'exercice.

Enfin, en mettant à profit la nature prospective de l'outil de test de résistance *top-down* associé à l'ensemble d'informations détaillées qu'il permet d'obtenir sur un grand nombre de banques, le dispositif est en mesure de retracer les aspects de la dimension temporelle et de la dimension transversale du risque systémique qui sont importants pour l'évaluation des politiques macroprudentielles⁵.

2 La BCE a également élaboré un dispositif de tests de résistance pour les sociétés d'assurance, mais cet instrument n'est à ce jour pas aussi abouti que celui qui couvre le secteur bancaire.

3 Dans la zone euro, cette responsabilité est conférée au Système européen de banques centrales (SEBC) à l'article 127(5) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, aux termes duquel « Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier », ainsi qu'à l'article 25(1) des Statuts du SEBC et de la BCE.

4 Cf., en particulier, les articles suivants des éditions récentes du *Bulletin mensuel* de la BCE : *Le rôle des banques dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire*, août 2008 ; *Le financement externe des ménages et des sociétés non financières : comparaison entre la zone euro et les États-Unis*, avril 2009 ; *La politique monétaire et l'offre de prêts dans la zone euro*, octobre 2009 ; *La transmission de la politique monétaire dans la zone euro, dix ans après l'introduction de l'euro*, mai 2010

5 Cf., par exemple, *Operationalising the selection and application of macro-prudential instruments*, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n° 48, décembre 2012. Pour une discussion détaillée du concept de risque systémique, cf. la section thématique B de la *Financial Stability Review*, BCE, décembre 2009

Le dispositif de tests de résistance *top-down* pourrait ainsi compléter d'autres approches de modélisation qui calibrent et évaluent les instruments des politiques macroprudentielles⁶.

En dépit de ces diverses utilisations, il est important de reconnaître que les outils de tests de résistance ont également leurs limites. Avant tout, les dispositifs de tests de résistance ne prennent pas en compte les effets d'équilibre général induits par des chocs affectant un secteur bancaire. Ainsi, l'ajustement endogène des bilans des banques n'est généralement que partiellement retracé et différents types de rétroactions sur les marchés sont souvent ignorées. Le fait d'ignorer ces éléments peut être considéré comme un atout des tests de résistance, car il permet une projection plus robuste des bilans des banques fondée sur un certain nombre d'hypothèses. Manifestement, une analyse en équilibre général au niveau de détail requis pour les tests de résistance est impossible. En revanche, les éléments manquants (ou incomplets) ont leur importance lorsqu'il s'agit de l'analyse de la transmission de la politique monétaire et des rétroactions macrofinancières ou de l'analyse macroprudentielle. Si le dispositif de tests de résistance de la BCE vise à relever certains de ces défis en termes d'analyse, les limites évidentes de ces approches ne doivent pas être minimisées. Enfin, si le dispositif de tests de résistance de la BCE est essentiellement consacré aux évaluations prospectives de la solvabilité, les outils analytiques permettant d'évaluer le risque de liquidité/de financement sont également importants pour parfaire la panoplie des outils d'analyse macroprudentielle. Cela étant, même l'évaluation prospective de la solvabilité peut être réalisée en prenant en compte des chocs de liquidité et de financement et ainsi retracer dans une certaine mesure l'incidence de crises de liquidité.

Dans ce contexte, le présent article offre une vue d'ensemble du dispositif de tests de résistance *top-down* de la BCE et présente quelques exemples de la façon dont ce dispositif est utilisé suivant les quatre axes mis en évidence plus haut : (a) à des fins d'analyse de la stabilité financière au sens large ; (b) pour contribuer à l'analyse de la politique monétaire ; (c) à des fins de recouplement avec les résultats des tests de résistance *bottom-up* ; et (d) comme outil d'évaluation des instruments macroprudentiels.

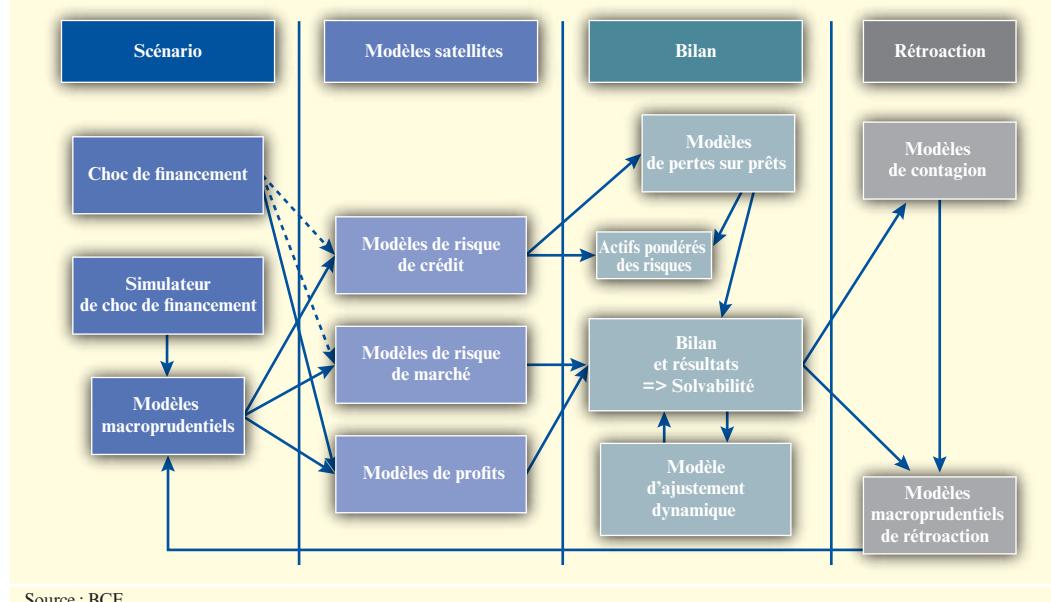
2 CADRE D'ANALYSE DE LA SOLVABILITÉ

L'analyse prospective de la solvabilité des banques, ou exercice de tests de résistance macroprudentiels *top-down*, en particulier lorsqu'elle est réalisée à partir des informations au niveau des différentes banques, passe par plusieurs étapes différentes, mais indissociables, en termes d'analyse. Le cadre d'analyse de la solvabilité de la BCE reflète cette approche et peut être décrit schématiquement comme un système modulaire structuré autour de quatre piliers (cf. graphique 1).

Le premier pilier (construction de scénarios) consiste à définir les scénarios macrofinanciers qui vont être imposés au secteur bancaire ; le deuxième pilier (modèles satellites) développe les scénarios macrofinanciers en un éventail plus large de variables du marché financier et de dépréciation des créances affectant la valorisation des composantes du bilan des banques, à savoir des modèles de risque de crédit et de marché, et la capacité d'absorption des pertes ; le troisième pilier (module du bilan) étend les prévisions relatives au compte de résultat issues des modèles satellites aux bilans des différentes banques en vue de calculer leur incidence sur la solvabilité de chaque banque. Enfin, le quatrième pilier (modules de rétroaction) développe l'analyse au-delà de l'effet de premier tour sur la capitalisation des banques pour déterminer quels pourraient être les effets de second tour induits par l'effet initial sur la solvabilité des banques en termes de propagation,

6 Pour une revue de la littérature récente sur les modèles d'évaluation des politiques macroprudentielles, cf. la section thématique A intitulée *Exploring the nexus between macro-prudential policies and monetary policy measures, Financial Stability Review*, BCE, mai 2013

Graphique I La structure à quatre piliers du cadre d'analyse de la solvabilité de la BCE



Source : BCE

ou de rétroaction, pour l'ensemble du système financier et pour l'économie réelle. Chacun des modules à la base du cadre d'analyse prospectif à quatre piliers de la solvabilité en place à la BCE est décrit ci-dessous⁷.

CONSTRUCTION DU SCÉNARIO MACROFINANCIER

Le premier pilier du cadre est le module de construction du scénario macrofinancier, point de départ de la chaîne d'analyse qui, à terme, permet une évaluation prospective de la capitalisation du secteur bancaire. Le processus de construction d'un scénario macrofinancier (adverse) approprié consiste schématiquement en deux étapes. Premièrement, sur la base des principaux risques systémiques identifiés comme pertinents à un moment donné, une cartographie des risques devra être établie sous forme d'éléments constitutifs du scénario qui correspondent à la trame générale que le test de résistance vise à dessiner. Deuxièmement, une fois que les éléments du scénario ont été définis et exprimés sous forme de chocs exogènes sur des variables spécifiques représentant les facteurs de risque pertinents, l'incidence de ces chocs sur l'environnement macroéconomique et financier plus large doit être quantifiée en utilisant les techniques de modélisation appropriées.

Lors de la construction des scénarios, il faut s'assurer que le stress imposé est d'un niveau de gravité approprié (ayant une incidence suffisamment forte sur les banques) et que, dans le même temps, il n'est pas trop improbable (il doit refléter un risque plausible).

Diverses approches sont utilisées dans le calibrage des profils de chocs. Elles intègrent un calibrage *ad hoc* fondé, par exemple, sur les évolutions d'une variable spécifique au cours des précédents épisodes de crise, mais sans recours à un modèle ou à une distribution historique des facteurs de risque. Une autre approche consiste en un calibrage sans modèle de l'ampleur du choc à partir des

⁷ Dans le présent article, le cadre est décrit en termes relativement peu techniques. Pour une description plus détaillée des modules sous-jacents, cf. *An analytical framework for conducting macro stress tests, Occasional Paper Series*, BCE, 2013 (à paraître)

distributions historiques. Cette démarche est généralement mise en œuvre pour le calibrage des chocs affectant les prix des actifs financiers, difficiles à modéliser en raison de leur structure de dépendance et de leur haute fréquence. Le calibrage de l'ampleur des chocs fondé sur la distributions des chocs, ces chocs étant déduits d'un ajustement du modèle dynamique de production, et les résidus qui en résultent, à savoir la proportion de la variation des variables du modèle que celui-ci ne peut pas expliquer, sont interprétés comme des chocs. Ces chocs peuvent être calibrés à l'aide de la taille et de la distribution des résidus du modèle correspondant.

Une fois que les profils de chocs adéquats destinés à refléter les risques systémiques sous-jacents ont été calibrés, ils alimentent les modèles macroéconomiques dynamiques pertinents. Point important, pour le module de construction des scénarios du dispositif de tests de résistance de la BCE, une approche éclectique a été adoptée, dans laquelle la technique de modélisation visant à générer les scénarios macrofinanciers dépend des risques spécifiques que les scénarios sont censés refléter.

Pour les chocs reflétant les risques qui pèsent sur l'environnement extérieur de l'UE, les scénarios sont souvent fondés sur le modèle NiGEM, qui est un modèle macroéconomique multi-pays/multi-régions estimé de grande taille et de portée internationale. Pour calibrer les effets de contagion internationale (par exemple, de chocs sur les cours boursiers ou sur les rendements des obligations), le modèle NiGEM peut être complété par un modèle vectoriel autorégressif global (GVAR)⁸.

Au plan domestique, si les chocs à imposer sont destinés à refléter les risques qui proviennent essentiellement de l'environnement économique au sens large (comme l'investissement et la consommation, les prix des facteurs ou la demande extérieure), on utilise généralement un outil d'« élasticités des tests de résistance (*stress-testing elasticities – STE*) ». Les STE sont des réponses impulsionales générées par les modèles en place dans les banques centrales nationales du SEBC, qui font partie d'une boîte à outils intégrée utilisée pour les processus de construction de scénarios. Par conséquent, à partir des STE, des chocs exogènes sur un large éventail de variables de l'économie réelle et de quelques variables financières (par exemple, les cours boursiers, les taux d'intérêt à court et long terme) peuvent être imposés afin d'en déduire des projections d'un grand nombre d'indicateurs macrofinanciers pour l'ensemble des 28 pays de l'UE, tout en prenant en considération les liens commerciaux entre les pays.

Dans d'autres cas, les scénarios doivent plutôt refléter les risques systémiques qui peuvent émaner du système financier lui-même et ne se propagent à l'économie réelle que lorsque les chocs sont déclenchés. De tels scénarios pourraient, par exemple, refléter les risques pesant sur le financement des banques qui se matérialiseraient sous la forme de fortes hausses des coûts de financement, d'une incapacité à renouveler le refinancement interbancaire ou de sorties au titre des dépôts. Les contraintes quantitatives sur le financement, en particulier, devraient induire des ajustements à l'actif qui pourraient se traduire par des pertes liées à des « liquidations en catastrophe » (lorsque les banques sont obligées de céder des actifs dans un marché illiquide) et éventuellement par des restrictions à l'offre de prêts. Pour générer des scénarios macroéconomiques larges sur la base de tels chocs du « secteur financier », des modèles macroprudentiels intégrant explicitement les interactions entre la sphère réelle et la sphère financière sont généralement utilisés. Les modèles utilisés à la BCE qui répondent à cet objectif comprennent les modèles d'équilibre général dynamique stochastique (DSGE) incluant des spécifications propres au secteur bancaire⁹, ainsi que différents

8 Pour plus de précisions sur le modèle GVAR, cf. S. Dees, F. di Mauro, M.H. Pesaran, L.V. Smith, *Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis*, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 22(1), 2007

9 Cf., par exemple, M. Darraacq Pariès, C. Kok et D. Rodriguez Palenzuela, *Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: evidence from an estimated DSGE model for the euro area*, *International Journal of Central Banking*, décembre 2011

types de modèles vectoriels autorégressifs (VAR) avec une estimation des interactions entre les variables de l'économie réelle et du secteur bancaire¹⁰.

TRANSPOSITION DES SCÉNARIOS VIA LES MODÈLES SATELLITES

Pour la transposition des scénarios, des modèles satellites sont appliqués au risque de crédit et de taux d'intérêt ainsi qu'à d'autres catégories de risque de marché (affectant par exemple le portefeuille de négociation). Concrètement, des équations satellites sont utilisées pour transposer un scénario de simulation (central ou adverse) en une trajectoire de la variable dépendante qui prend en compte certains risques ayant trait au bilan d'une banque.

Les principaux indicateurs économiques sur lesquels s'appuie l'analyse du risque de crédit comprennent les probabilités de défaut (PD), les pertes en cas de défaut (*loss given default* – LGD) et les taux de pertes (*loss rates* – LR), le taux de pertes étant le produit des probabilités de défaut et des pertes en cas de défaut. Les indicateurs supplémentaires de type bilan pouvant être utilisés en parallèle pour évaluer le risque de crédit sont les montants de créances douteuses (*non-performing loans* – NPL) et le stock de réserves pour pertes sur prêts (*loan loss reserves* – LLR). De plus, les statistiques des IFM relatives aux taux d'abandon de créances (*write-off rates* – WRO) du secteur bancaire des différents pays peuvent servir de mesure supplémentaire du risque de crédit, bien qu'elles soient susceptibles de refléter plutôt une réaction relativement tardive au risque de crédit, les abandons de créances intervenant au stade final du processus de comptabilisation des pertes de crédit. Enfin, les taux de défaut (par exemple, le nombre de prêts défaillants rapporté à l'encours total des prêts) constituent une autre source d'information pouvant être utilisée comme base d'une modélisation du risque de crédit¹¹.

Pour la modélisation des taux d'intérêt bancaires, les données relatives aux taux d'intérêt appliqués aux prêts et aux dépôts proviennent des statistiques de taux d'intérêt des IFM (MIR) établies par la BCE. Cette base de données contient des séries par pays et des séries agrégées pour la zone euro des taux d'intérêt appliqués par les institutions monétaires et financières aux dépôts et aux prêts des ménages et des sociétés non financières.

Au total, le cadre de modélisation du risque de marché couvre plus de 40 paramètres de risque sur plus de dix juridictions : les cours des actions non européennes, les écarts de rendement, les taux de *swaps*, les paramètres de volatilité et les variables macrofinancières des marchés émergents. Les liens avec le scénario macrofinancier sont construits à l'aide des variables financières qui sont généralement « stressées » dans les scénarios macro adverses (par exemple, les cours des actions aux États-Unis et dans la zone euro, et les taux d'intérêt du marché monétaire). Ces variables sont ensuite utilisées comme origine des chocs pour l'estimation des paramètres de risque de marché restants.

Au sein du cadre défini par la BCE, la technique de modélisation satellite appliquée aux paramètres du crédit, des taux d'intérêt et du risque de marché présente deux caractéristiques essentielles :

- 1) les modèles autorégressifs à retards échelonnés (ADL) permettent la transposition d'un scénario macrofinancier à la mesure du risque retenu, cette mesure du risque, telle que la probabilité de défaut associée à un portefeuille de prêt donné, étant une fonction de sa propre série chronologique

10 Cf., par exemple, D. Giannone, M. Lenza et L. Reichlin, *Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area*, CEPR Discussion Paper, n° 8944, avril 2012

11 Les définitions des différentes mesures du risque de crédit peuvent se chevaucher quelque peu, mais l'on peut considérer que ces mesures diffèrent en termes de perspective temporelle, les probabilités de défaut qui mesurent la probabilité qu'un emprunteur fasse défaut à X jours représentant la mesure la plus prospective et les taux d'abandon de créances (WRO), qui reflètent la date à laquelle les créances douteuses sont effectivement passées en pertes, constituant la mesure la moins prospective.

de valeurs retardées, ainsi que des indicateurs instantanés et retardés décrivant l'état de l'économie réelle et des marchés financiers, comprenant des prédicteurs comme le PIB, le chômage, l'inflation, les taux d'intérêt, etc.

- 2) pour remédier à l'incertitude du modèle, on choisit une approche de combinaison des modèles (*model averaging*). Cette approche est particulièrement utile pour la modélisation des paramètres du risque ; en effet, les séries historiques (probabilités de défaut, taux d'abandon de créances ou créances douteuses, par exemple) sont généralement relativement courtes, de sorte que pour économiser les « degrés de liberté », les équations satellites ne doivent comporter qu'un petit nombre de prédicteurs (par exemple, jusqu'à quatre dans une équation unique). Une approche de combinaison des modèles permet d'employer un nombre raisonnablement important de variables prédictives¹².

MODULE DU BILAN – CALCUL DE LA SOLVABILITÉ

La modélisation du bilan dans les tests de résistance *top-down* de la BCE repose sur un outil de bilan dynamique, qui permet d'appliquer aux principaux postes du bilan des trajectoires établies de manière exogène ou optimisées de manière endogène. Le module utilisé pour calculer de manière endogène les bilans dynamiques repose sur une approche de modélisation risque/rendement, dans laquelle les banques rééquilibrent leur répartition actifs/passifs en fonction des chocs sur le risque attaché aux actifs et sur le rendement dans un scénario donné¹³. Le point de départ de la projection de l'évolution du bilan est le niveau des postes du bilan à la date d'arrêté du test de résistance¹⁴. Ensuite, des trajectoires externes, établies sur la base d'un ensemble d'hypothèses et de projections issues des modèles satellites et/ou de jugements d'experts, sont appliquées aux principaux postes du bilan sur l'horizon retenu pour le test de résistance. Pour certains postes, des plafonds (*caps*) et des planchers (*floors*) sont appliqués, afin que la variation de la composition du bilan reste compatible avec le scénario macrofinancier ou les conditions de marché anticipées.

En particulier, le troisième pilier du dispositif est fondé sur des données granulaires de bilan et de compte de résultat des banques. En d'autres termes, chaque banque du système fait l'objet d'une modélisation individuelle utilisant des données spécifiques à cet établissement pour les postes du bilan. Le degré de précision avec lequel les calculs de solvabilité peuvent être effectués dépend de manière déterminante du niveau de granularité des données bancaires sous-jacentes saisies dans l'outil¹⁵. Cette approche permet également un traitement spécifique des différentes banques si un plan de restructuration obligatoire, établi par les autorités compétentes, est en place ou en cas d'acquisitions déjà finalisées ou de cessions n'ayant pas encore été prises en compte dans le bilan initial.

Calcul du compte de résultat

Pour le calcul du compte de résultat, les hypothèses et projections des modules satellites sont transposées en recettes, dépenses, pertes et provisions. L'approche peut être divisée en quatre modules : le calcul du produit net d'intérêt, le calcul des pertes sur prêts et de la dépréciation des prêts,

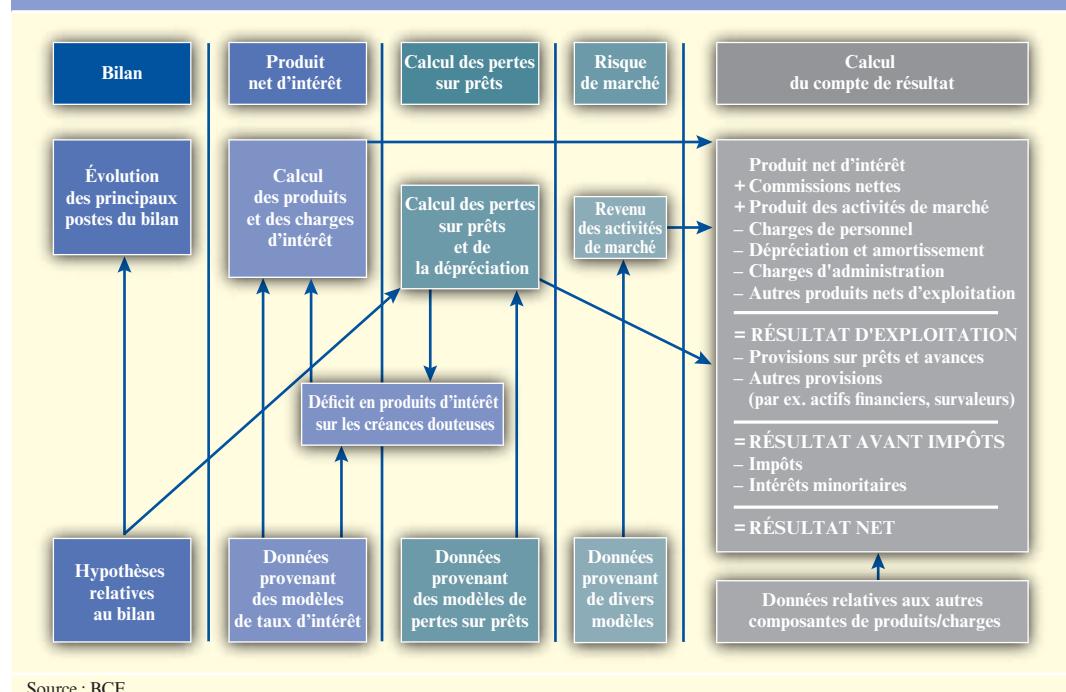
12 Une telle approche non théorique, nécessaire compte tenu des données disponibles, présente également des inconvénients, comme le fait que des variables spécifiques des marchés financiers dépendent fortement des catégories de chocs considérées, les liens historiques moyens pouvant ainsi être trompeurs.

13 Le modèle qui sous-tend le bilan dynamique endogène s'appuie sur G. Halaj, *Optimal asset structure of a bank – bank reactions to stressful market conditions*, Working Paper Series, BCE, n° 1533, avril 2013.

14 L'information relative aux postes du bilan est fondée soit : (a) sur des données publiées sur les différentes banques, ainsi que sur les données relatives à l'exposition des banques publiées dans le test de résistance réalisé à l'échelle de l'UE et l'exercice de test sur les besoins en fonds propres des banques européennes, coordonnés en 2011 par l'Autorité bancaire européenne (ABE) ; ou (b) sur des données de surveillance spécifiques aux pays quand ces derniers bénéficient d'un programme d'assistance financière UE-FMI. L'ensemble des banques analysées pour les pays de l'UE couvre au moins l'échantillon de banques examinées dans le test de résistance réalisé à l'échelle de l'UE en 2011.

15 Cette limitation concerne également les données utilisées pour les modèles à forme réduite appliqués dans le deuxième pilier pour transposer les scénarios macro en incidences sur les banques.

Graphique 2 Présentation schématique du calcul du compte de résultat



Source : BCE

le calcul du risque de marché et le calcul du résultat final conformément aux hypothèses relatives aux autres composantes des revenus (cf. graphique 2).

Dans le module de calcul du produit net d'intérêt, les produits et les charges d'intérêt sont calculés séparément. Les principales données saisies pour le calcul du produit net d'intérêt sont l'évolution des postes de bilan correspondants (comme les prêts, les dépôts et le financement interbancaire) qui peuvent être fournis de manière exogène ou calculés à l'aide de l'approche d'optimisation mentionnée précédemment, ainsi que les projections relatives aux taux d'intérêt bancaires issues des modèles satellites. Les projections et les hypothèses spécifiques à un pays sont transposées pour chaque année sur l'horizon du test de résistance dans les composantes du bilan des institutions participantes par le biais de variations annuelles ou de facteurs. Ce calcul est effectué sur la base d'une ventilation granulaire du bilan par instrument, par secteur géographique, par durée et par secteur de contrepartie. Les caractéristiques spécifiques des banques, comme les durées résiduelles et les besoins de refinancement, sont également prises en compte. Ces calculs permettent d'obtenir des projections des produits et charges d'intérêt pour chacune des institutions participantes¹⁶.

Le deuxième module, qui porte sur le calcul des pertes sur prêt et de la dépréciation des prêts, associe les données produites par les hypothèses de bilan et la projection d'indicateurs de la qualité des actifs provenant des modèles satellites pour prendre en compte l'incidence du risque de crédit. Le module combine les projections conditionnelles du risque de crédit au niveau des pays et les évolutions de bilan propres aux banques. Les variations projetées des taux de pertes au niveau des pays sont ensuite appliquées aux taux de pertes propres aux banques pour calculer les pertes

16 Le module du produit net d'intérêt prend principalement en compte les modifications des produits et charges d'intérêt liés à l'activité de banque de détail et les coûts de refinancement interbancaire. Les autres produits et charges d'intérêt sont supposés constants. De plus, aucune hypothèse n'est formulée s'agissant des variations de la couverture des taux d'intérêt sur l'horizon de prévision.

attendues. Après prise en compte des systèmes de protection des actifs existants, de l'évolution de l'exposition et des pertes en cas de défaut, dans un deuxième temps, ces résultats sont transposés en dépréciations sur l'horizon du test de résistance¹⁷. L'impact du déficit en produits d'intérêt lié aux créances douteuses et aux prêts défaillants est ensuite calculé et soustrait des produits d'intérêt.

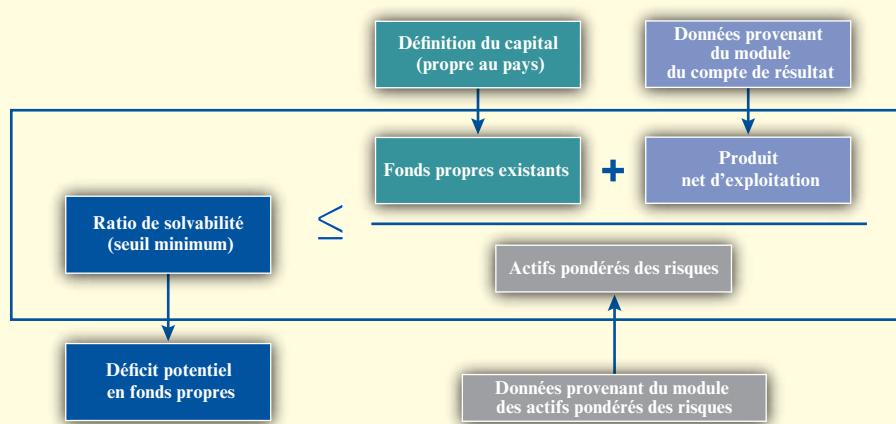
Le module du risque de marché tente de recenser l'incidence sur le compte de résultat du portefeuille d'investissement des institutions participantes. Il applique des chocs (par exemple, des décotes sur la valorisation des titres détenus dans le portefeuille de négociation), dérivés des modèles satellites, à des portefeuilles spécifiques à un moment donné ou sur l'horizon de l'exercice de test de résistance.

Dans le dernier module, le produit net d'intérêt, la dépréciation pour pertes sur prêt et l'incidence du risque de marché pour chacune des institutions participantes sont fusionnés avec d'autres composantes des produits. L'incidence sur le compte de résultat de ces autres composantes est calculée à partir des données résultant d'une approche de combinaison des modèles¹⁸, conformément à des hypothèses globales ou propres aux banques, telles qu'une contribution minimum aux intérêts minoritaires ou des taux de taxation constants.

Calculs de ratios de solvabilité

Le calcul des ratios de solvabilité prend en compte les fonds propres existants, le résultat net d'exploitation et les actifs pondérés des risques (cf. graphique 3). Sur l'horizon de l'exercice de test de résistance, les données produites par le module relatif au compte de résultat et au module des actifs pondérés des risques entraînent des modifications des différentes mesures de ratios de fonds propres, comme le ratio du total des fonds propres, le ratio de fonds propres de base (*Tier 1*) ou le ratio de fonds propres durs (*Core Tier 1*). Par exemple, si un scénario macro adverse entraîne

Graphique 3 Présentation schématique du calcul du ratio de solvabilité



Source : BCE

17 Dans le cadre de certains exercices de test de résistance menés dans un pays donné, les calculs de pertes sur prêts sont également effectués sur la base de projections des créances douteuses et des ratios de couverture. Cette approche ne peut être appliquée à l'échelle de l'UE, notamment parce que la définition des créances douteuses n'est pas harmonisée d'un pays à l'autre.

18 L'approche par la combinaison des modèles est habituellement fondée sur la performance d'autres composantes des produits et des charges au cours des années passées, par exemple les produits/charges nets de commissions, les dépenses de personnel ou la dépréciation et l'amortissement. L'horizon temporel couvert dépend principalement du scénario retenu et de la disponibilité de données historiques. Pour que la trajectoire soit suffisamment prudente dans le cadre d'un scénario adverse, une période de référence historique de calcul d'une moyenne devrait être définie de manière à inclure une période antérieure de récession, couvrant par exemple les années 2007-2009.

des résultats négatifs pour une banque, ils seront soustraits de l'assise en fonds propres déjà existante de la banque ; par conséquent, si les actifs pondérés des risques restent inchangés, il s'ensuit une baisse du ratio de solvabilité.

La modification des pondérations moyennes des risques dans les portefeuilles de prêts est estimée sur la base des taux de pertes sur créances à l'aide de la formule de Bâle II de notation interne dite « avancée » (IRBA). Les calculs sont effectués au niveau des portefeuilles pour trois catégories de portefeuilles réglementaires : les prêts aux entreprises, les prêts immobiliers résidentiels et les prêts aux particuliers. Les pondérations des risques sur les actifs, qui sont assujettis à la mesure des fonds propres selon l'approche standard de Bâle II, ne sont actuellement pas modifiées dans le cadre retenu par la BCE. Les actifs pondérés des risques associés au risque de marché et de contrepartie sont augmentés par un facteur fixe conformément aux exigences minimales définies dans la méthodologie de l'exercice de test de résistance mené à l'échelle de l'UE par l'ABE en 2011. Si le scénario adverse devait entraîner un accroissement des actifs pondérés des risques (par exemple, en raison de plus fortes probabilités de défaut de l'emprunteur), le ratio de solvabilité serait réduit.

Les exigences de fonds propres pour les risques opérationnels et les autres risques ne sont pas stressées¹⁹. Sur la base des données des autres modules, le calcul de solvabilité peut être réalisé sur une base consolidée, sur la base d'une entité individuelle ou pour des filiales domestiques/étrangères uniquement²⁰.

ANALYSE DE LA CONTAGION ET DES RÉTROACTIONS

Les tests de résistance réalisés selon l'approche *bottom-up* sont traditionnellement considérés comme définitifs quand l'effet de premier tour du scénario adverse sur la capitalisation bancaire a été calculé²¹. Toutefois, si l'on adopte la perspective d'un test *top-down*, l'évaluation de l'impact ne devrait pas s'arrêter avec les effets de premier tour sur la solvabilité bancaire. Selon toute vraisemblance, lorsque la solvabilité des banques est soumise à des chocs, on pourrait normalement s'attendre à voir les banques réagir en ajustant leurs bilans et leurs activités, souvent avec l'objectif de retrouver un ratio de bilan correspondant à une cible prédéfinie. Ces mesures pourraient, par exemple, comprendre des restrictions sur certaines activités (dont les nouveaux prêts aux entreprises), ce qui pourrait entraîner des effets plus larges sur l'activité économique réelle et risquerait donc d'aggraver le scénario macrofinancier adverse initial par des effets potentiels de « second tour » sur les niveaux de solvabilité des banques.

Afin de prendre en compte ces effets de rétroaction macro, la BCE associe les résultats des tests de résistance *top-down* (par exemple, sous forme de déficits de fonds propres par rapport à certains seuils prédéfinis) à des modèles macroéconométriques intégrant des variables relatives au secteur bancaire et des estimations des relations entre secteur réel et financier²².

19 Si tous les modules utilisés pour produire le scénario et transposer les chocs sont techniquement intégrés, il peut être procédé à un test de résistance inversé pour établir un classement de scénarios adverses, en particulier au moyen de multiples. Les multiples sont des facteurs simples appliqués aux chocs initiaux, qui se répercutent ensuite sur les modèles macrofinanciers et les modèles satellites supplémentaires pour affecter les bilans des banques.

20 L'information granulaire au niveau des entités individuelles et des filiales n'est généralement pas disponible *via* des sources publiques de données.

21 Il existe des raisons évidentes et pratiques d'adopter cette approche dans les exercices de tests de résistance *bottom-up* menés par les autorités de surveillance. Les effets de rétroaction et de contagion qui pourraient suivre les effets de premier tour sur la solvabilité bancaire pourraient nécessiter des travaux particulièrement intensifs et un traitement complexe quand les tests sont réalisés au niveau des banques (avec ou sans l'assistance des autorités de surveillance microprudentielle). Par exemple, le recouplement de la validité des réactions dynamiques des banques aux stress spécifiques imposés dans l'exercice nécessiterait d'importants efforts de la part des autorités de surveillance.

22 Cf., par exemple, L. Christiano, R. Motto et M. Rostagno, *Financial factors in economic fluctuations*, Working Paper Series, BCE, n° 1192, mai 2010 ; Darracq *et al.*, *op.cit.*, Giannone *et al.*, *op. cit.*, I. Angeloni et E. Faia, *Capital regulation and monetary policy with fragile banks*, Journal of Monetary Economics, 2013 (à paraître). Cf. également L. Maurin et M. Toivanen, *Risk, capital buffer and bank lending: a granular approach to the adjustment of euro area banks*, Working Paper Series, BCE, n° 1499, novembre 2012.

Mis à part les effets de rétroaction macroéconomique, un test de solvabilité *top-down* devrait également être capable de prendre en compte les effets de contagion au sein même du secteur financier. Par exemple, la détérioration de la solvabilité (voire la faillite) de certaines banques dans le cadre d'un scénario de crise pourrait entraîner des effets de contagion négatifs sur d'autres banques du système, soit par leurs liens bilatéraux directs soit, plus indirectement, par des effets de confiance. Si une banque se trouvait en situation de crise grave, il y aurait lieu de supposer qu'elle ne serait pas en mesure de rembourser ses engagements sur le marché interbancaire. Dans ce cas, les pertes pourraient se diffuser en cascade dans l'ensemble du réseau interbancaire, ce qui pourrait au final mettre en difficulté d'autres banques, situation dont les effets se propageraient ensuite à l'ensemble du système²³.

Le graphique 4 illustre ce phénomène, montrant l'incidence potentielle sur le ratio de fonds propres de cet effet de contagion interbancaire de « second tour » en réaction aux effets initiaux de « premier tour » du scénario adverse sur la solvabilité bancaire. Les résultats de cette configuration particulière du scénario adverse suggèrent que la plupart des banques pourraient s'attendre à une nouvelle érosion de leur solvabilité une fois les effets de contagion interbancaire intégrés dans l'analyse²⁴. Cela se reflète dans le nombre de banques qui passent sous la ligne à 45 degrés, c'est-à-dire celles dont le ratio de solvabilité, après prise en compte des effets de contagion interbancaire, est plus faible qu'après l'impact de premier tour calculé dans le test de résistance (mais avant prise en compte du risque de contagion).

3 APPLICATION DU DISPOSITIF À L'ANALYSE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le dispositif de tests de résistance *top-down* est un outil flexible qui peut être utilisé à de nombreuses fins différentes d'analyse de la politique monétaire. Plusieurs exemples de la façon dont cet outil est utilisé à la BCE sont donnés ci-après.

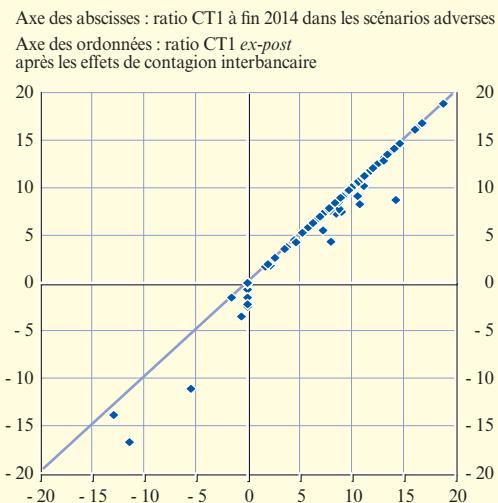
ÉVALUATION DE LA RÉSISTANCE DU SECTEUR BANCAIRE DU POINT DE VUE DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Le dispositif de tests de résistance *top-down* est régulièrement utilisé dans le cadre de l'analyse prospective de la solvabilité des banques afin d'évaluer la résistance du secteur bancaire de la zone euro/de l'UE

23 La littérature relative à la contagion interbancaire peut schématiquement être divisée en deux grands courants : l'un repose sur des simulations contrefactuelles réalisées à l'aide de données de bilan et l'autre sur des outils fondés sur les données de marché. S'agissant de la première approche, le principal outil développé à la BCE dans le cadre des tests de résistance s'appuie sur l'article de G. Halaj et C. Kok, *Assessing interbank contagion using simulated networks*, *Computational Management Science*, vol. 10(2), 2013, p. 157-186 et *Working Paper Series*, BCE, n° 1506, janvier 2013. En ce qui concerne les approches qui s'appuient davantage sur le marché, des modèles récemment mis en œuvre font référence à M. Gross et C. Kok, *Measuring contagion potential among sovereigns and banks using a mixed cross-section GVAR*, *Working Paper Series*, BCE, 2013 (à paraître) ; et D. Gray, M. Gross, J. Paredes et M. Sydow, *Modelling banking, sovereign and macro risk in a CCA Global VAR*, *Working Paper Series*, FMI, 2013 (à paraître).

24 Il faut toutefois souligner que dans la majorité des configurations de réseau interbancaire disponibles, les effets de contagion tendent à être assez limités. Certaines structures de réseau sont plus vulnérables que d'autres à la propagation des pertes, ce qui souligne la nature à la fois fragile et robuste de nombreux réseaux en temps réel.

Graphique 4 Ratio de fonds propres Core Tier I (CT1) après les effets de « premier tour » du scénario adverse et après les effets de « second tour » de contagion interbancaire (en pourcentage)



Source : BCE

Note : L'échantillon comprend 80 banques de taille moyenne et grande, correspondant à l'échantillon de banques utilisé dans le test de résistance réalisé à l'échelle de l'UE par l'ABE, mais corrigé des récentes fusions et des banques en cours de résolution.

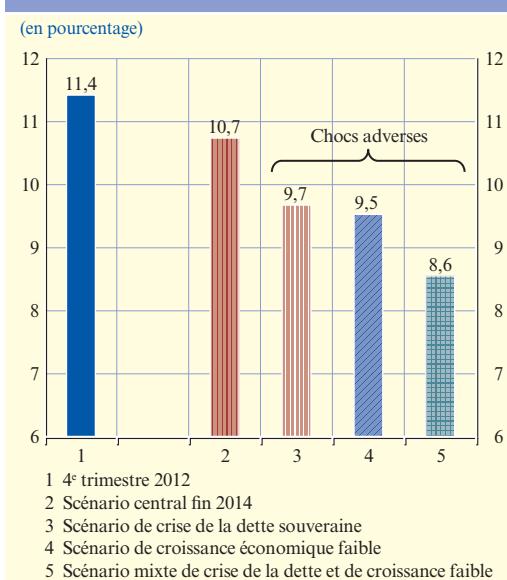
à la matérialisation de risques systémiques jugés particulièrement importants à un moment donné. Ces travaux d'évaluation des risques alimentent naturellement l'analyse macroprudentielle de la BCE, qui est régulièrement publiée dans la *Financial Stability Review*.

Le point de départ de l'analyse de l'évaluation des risques est généralement un ensemble de risques systémiques clés. L'outil de tests de résistance *top-down* peut aider à comprendre l'incidence de ces risques systémiques sur le secteur bancaire et au-delà. L'évaluation s'attachant le plus souvent à mesurer l'incidence des risques systémiques individuels sur le système financier, des scénarios types comprenant des chocs reflétant la matérialisation d'un facteur de risque systémique spécifique sont élaborés. Cela permet d'évaluer de manière bien structurée la résistance des banques aux risques individuels. Une fois les évaluations des facteurs de risque individuels réalisées, des scénarios mixtes intégrant divers risques systémiques peuvent également être analysés.

À titre d'illustration, deux scénarios adverses sont examinés : (1) un scénario de crise de la dette souveraine reflétant le risque d'un regain de tensions sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro en raison de la faiblesse de la croissance et de la lenteur de la mise en œuvre des réformes – se matérialisant par une hausse des taux d'intérêt à long terme et une baisse des cours boursiers ; et (2) un scénario de croissance économique reflétant le risque sur la rentabilité des banques lié à des pertes sur prêts et à un environnement macroéconomique morose – se matérialisant par des chocs négatifs sur la demande globale et sur l'offre globale dans plusieurs pays de l'UE²⁵. Il existe de fortes interconnexions entre la dette souveraine, l'activité économique et le secteur bancaire et, par conséquent, un scénario mixte associant les chocs sur la croissance économique et les chocs sur la dette souveraine est également étudié.

Une mesure évidente permettant d'évaluer la résistance du secteur bancaire à de telles situations adverses est le niveau de capitalisation après transposition des scénarios dans les divers modules du dispositif. Le ratio de fonds propres après stress fournit des informations sur la capacité des banques à résister à des chocs adverses sans devenir insolubles. Dans cette optique, le graphique 5 illustre l'incidence, à deux ans, des scénarios adverses décrits ci-dessus et d'un scénario central (reposant sur les prévisions économiques du printemps 2013 de la Commission européenne) sur le ratio de fonds propres durs (*Core Tier 1*) moyen de l'UE. Il en ressort qu'une nouvelle intensification de la crise de la dette souveraine et une détérioration marquée de la croissance économique pourraient entraîner une réduction des ratios de solvabilité moyens dans le secteur bancaire de l'UE, les ratios *Core Tier 1* s'établissant un point de pourcentage environ en deçà du scénario central à fin 2014 dans les deux cas. Si, au lieu de cela, les chocs sur lesquels se fondent les deux scénarios sont combinés pour former un scénario mixte (cf. la barre en vert du graphique 5),

Graphique 5 Ratio moyen *Core Tier 1* de l'UE dans le scénario central et dans les scénarios adverses



Source : BCE

Note : L'échantillon comprend 80 banques de l'UE de grande taille ou de taille moyenne, qui correspondent à l'échantillon de banques utilisé dans le test de résistance à l'échelle de l'UE mené par l'ABE, mais ajusté des fusions récentes et des banques en cours de résolution.

25 Pour une description plus détaillée des scénarios reflétant ces risques, cf., par exemple, les éditions de décembre 2012 et mai 2013 de la *Financial Stability Review* de la BCE

l'incidence défavorable sur les ratios de solvabilité moyens est amplifiée, le ratio *Core Tier 1* moyen de l'UE revenant à 8,6 % (soit plus de deux points de pourcentage en deçà du scénario central).

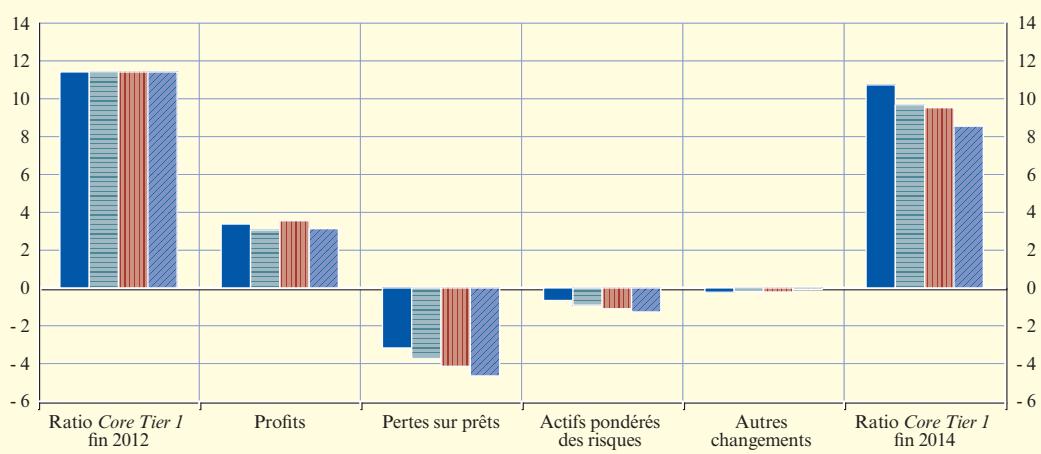
En raison de leurs niveaux élevés de capitalisation de départ (le ratio *Core Tier 1* moyen de l'UE s'établissant à 11,4 % fin 2012) et même après avoir été soumises à un stress important, les banques de l'UE s'avèrent en moyenne assez robustes et demeurent nettement au-delà des exigences réglementaires minimales. Toutefois, l'évolution moyenne de la solvabilité des banques de l'UE pourrait masquer des variations importantes selon les banques et les États membres de l'UE. Du point de vue de la stabilité financière (et sous l'angle microprudentiel), il est nécessaire d'accorder une attention particulière aux banques se révélant les plus fragiles sous conditions stressées.

La projection relative à la solvabilité des banques utilisant le dispositif de tests de résistance est un processus complexe comportant plusieurs phases de modélisation (comme décrit précédemment). Par conséquent, afin de mieux comprendre les facteurs qui déterminent les résultats de l'analyse de la solvabilité, il est utile de décomposer la différence entre les ratios de fonds propres au départ et ces mêmes ratios à la fin de l'horizon en termes de contributions principales. Le graphique 6 en offre une illustration, en montrant les facteurs clés qui sous-tendent la réduction projetée des ratios *Core Tier 1* entre 2012 et 2014 dans les trois scénarios adverses et dans le scénario central. On observe que l'accumulation de profits avant provisions, qui tend à atténuer l'incidence négative des pertes sur prêts et des modifications des actifs pondérés des risques sur la solvabilité, est généralement moindre dans le cas des scénarios adverses que dans le scénario central²⁶. Le scénario de crise de la dette souveraine, en particulier, implique une moindre accumulation de profits en raison principalement de coûts de financement plus élevés et de pertes en valeur de marché sur les

Graphique 6 Principaux facteurs contribuant au ratio *Core Tier 1* moyen pour l'UE dans le cas des scénarios adverses

(en pourcentage)

- Scénario central
- Scénario de croissance économique faible
- Scénario de crise de la dette souveraine
- Scénario mixte de crise de la dette et de croissance faible



Source : BCE

26 Dans le scénario de faible croissance économique, les profits avant provisions sont en moyenne plus élevés que dans le scénario central.

Ce résultat à première vue quelque peu surprenant est dû au fait que la fiscalité et les dividendes payés dans le scénario de croissance économique sont moins élevés que dans le scénario central. Avant prélèvements fiscaux, les profits sont toutefois moins élevés dans le scénario de faible croissance économique.

portefeuilles de négociation. Dans le même temps, le scénario de croissance économique faible se traduit par des pertes sur prêts nettement plus importantes du fait de l'incidence du ralentissement de l'activité économique dans ce scénario. Enfin, le scénario mixte se solde par des profits encore plus bas et des pertes sur prêts encore plus élevées que dans les deux scénarios distincts.

CONTRIBUTION À L'ANALYSE MACROÉCONOMIQUE ET À L'ANALYSE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Par son orientation prospective, l'outil d'évaluation de la solvabilité peut aussi contribuer utilement à l'analyse macroéconomique et à l'analyse de la politique monétaire. Compte tenu du rôle prépondérant que jouent les banques dans le système financier de la zone euro et de leur importance dans la transmission de l'orientation de la politique monétaire à l'économie réelle, les évaluations prospectives de la solvabilité des banques peuvent guider très utilement l'analyse de la politique monétaire²⁷.

Le cadre d'analyse de la solvabilité est, par exemple, utilisé dans le contexte d'exercices réguliers de projection macroéconomique afin de fournir des informations sur les restrictions pouvant peser sur l'offre de crédit sous l'effet des contraintes de fonds propres apparaissant sur l'horizon de prévision. Plus précisément, une projection macroéconomique donnée peut être intégrée aux modèles satellites et aux calculs relatifs aux bilans du dispositif de tests de résistance afin d'obtenir des projections de la capacité d'absorption des pertes par les banques à n années. Les projections de fonds propres qui en résultent peuvent ensuite être comparées à un seuil prédéfini de ratio de fonds propres afin de déduire les déficits de fonds propres qui peuvent à leur tour être utilisés pour calculer les restrictions aux prêts (ou autres ajustements de bilan), qui devraient finalement peser sur les anticipations en termes d'activité économique réelle.

En outre, le dispositif de tests de résistance peut fournir une base de comparaison utile pour les répercussions des mesures de politique monétaire (tant conventionnelles que non conventionnelles). Par exemple, l'évaluation de l'incidence de la solvabilité fondée sur un scénario adverse comprenant des contraintes sur l'accès des banques au financement peut fournir aux autorités monétaires des informations sur l'effet qu'auraient ces contraintes quantitatives sur le secteur bancaire et au-delà si elles ne s'accompagnaient pas d'une orientation accommodante de la politique monétaire.

De la même manière, le dispositif se prête également à l'analyse de l'incidence des mesures clés de politique monétaire. En exploitant la nature prospective de l'outil de tests de résistance, si les résultats du test de résistance sont reliés à un modèle macroéconomique, l'incidence sur le secteur bancaire et au niveau macroéconomique des mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité, par exemple, ainsi que les hypothèses antérieures sur l'usage qu'en font les banques, peuvent être évaluées. Cela est particulièrement utile dans un contexte de crise, dans lequel des mesures sans précédent peuvent souvent s'avérer nécessaires, mais dont l'incidence est généralement moins connue en raison de leur nature exceptionnelle.

UTILISATION DU CADRE D'APPROCHE TOP-DOWN POUR LE RECOUPEMENT DES RÉSULTATS DES TESTS DE RÉSISTANCE BOTTOM-UP

Le recouplement de tests de résistance *bottom-up* par un examen *top-down* est devenu une pratique courante ces dernières années et la BCE a récemment pris part à plusieurs de ces exercices à la fois au niveau de l'UE et au niveau national. L'idée sous-jacente peut être formulée ainsi : ce recouplement s'effectuant à un niveau centralisé sans impliquer les banques soumises à la simulation, il est susceptible de fournir une évaluation plus impartiale (mais peut-être moins précise²⁸) des besoins de solvabilité de chaque banque. Les autorités de surveillance devront nécessairement examiner

27 Cf. également l'article intitulé *Évaluation des conditions financières du secteur privé de la zone euro durant la crise de la dette souveraine du Bulletin mensuel* d'août 2012

28 En effet, l'organisme chargé des tests de résistance *top-down* dispose généralement de données moins granulaires au niveau de la banque.

les résultats des tests de résistance *bottom-up* présentés par les banques avec un regard critique en raison de l'inégalité des incitations (en effet, les banques auront naturellement tendance à produire des résultats entraînant le minimum d'implications pécuniaires). L'analyse *top-down* peut permettre une évaluation plus objective des résultats *bottom-up* par les autorités de surveillance²⁹.

Selon la disponibilité des données, le recouplement *top-down* des résultats *bottom-up* peut se concentrer soit sur les différents facteurs d'une analyse de la solvabilité, soit sur le déficit global de fonds propres en fonction d'un seuil prédéfini du ratio de fonds propres³⁰.

En général, les besoins de données liés aux exercices de test de résistance sont plus importants que pour le suivi classique des banques par les autorités de surveillance. En effet, la modélisation de postes du bilan et du compte de résultat spécifiques aux banques nécessaire à cet exercice exige un ensemble de données très détaillées. Ce niveau de détail varie selon le type de tests de résistance effectué : ainsi, un exercice *bottom-up* (par exemple, la modélisation du risque de défaillance des différents crédits à la consommation d'une banque spécifique) exige beaucoup plus de données qu'un exercice *top-down* (par exemple, la modélisation du portefeuille agrégé des crédits à la consommation d'une banque en particulier dans un pays spécifique).

S'agissant des parties impliquées, il est utile d'inclure l'ensemble des acteurs concernés dès le début d'un exercice de test de résistance comprenant une composante *bottom-up* et une composante *top-down*, afin de coordonner les besoins des deux procédures. Généralement, le test de résistance *bottom-up* implique a) soit des banques, qui reçoivent des instructions de leur autorité de surveillance, b) soit, dans le cas des programmes d'assistance financière UE-FMI, une société de consultants indépendante, à qui est confiée la mission d'effectuer ce test en utilisant les données internes à la banque, ou une autorité nationale de surveillance. Le test de résistance *top-down* est réalisé a) par l'autorité de supervision (nationale ou supranationale), ou b) par un organisme international n'ayant pas le statut d'autorité de supervision (comme la Commission européenne, la BCE et le FMI), ou c) par une société de consultants indépendante.

L'examen *top-down* des résultats *bottom-up* comporte généralement les principales étapes exposées dans le tableau 1.

Le processus de recouplement des résultats *bottom-up* et *top-down* démarre en général après la finalisation des résultats *bottom-up* provisoires, qui sont habituellement communiqués à l'ensemble

Tableau I Processus de recouplement des résultats des tests de résistance *bottom-up* et *top-down*

1. Définition du périmètre général de l'exercice et orientation méthodologique globale
2. Définition des modèles de données, de la collecte des données et de l'examen de la qualité des actifs
3. Résultats intermédiaires des tests de résistance *bottom-up* et *top-down*
4. Comparaison des résultats intermédiaires *bottom-up* et *top-down* dans le cadre d'une procédure de « *due diligence* »
5. Révision des résultats de l'approche *bottom-up* et élaboration des résultats définitifs
6. Approbation des résultats finals par l'ensemble des parties concernées
7. Publication des résultats

29 Pour que le recouplement soit significatif, il faut évidemment que les tests de résistance *bottom-up* et *top-down* utilisent le même échantillon de banques.

30 Pour les banques ayant des plans d'activité très complexes (par exemple, une banque menant d'importantes activités de négociation comprenant des positions sur produits dérivés et des opérations de couverture), il peut être difficile de fournir une estimation *top-down* du déficit global de fonds propres pour un scénario stressé donné : certaines des données nécessaires devraient être très détaillées, entraînant un processus excessivement coûteux en ressources. Dans des cas semblables, il est souvent plus judicieux d'analyser les différents facteurs du déficit de fonds propres, comme les pertes sur prêts ou le produit net d'intérêt, plutôt que le résultat du déficit global de fonds propres.

Tableau 2 Principales étapes de l'analyse pour le recouplement des résultats des tests de résistance *bottom-up* et *top-down*

1. Clarification des écarts au départ entre les données *bottom-up* et *top-down* imputables à l'agrégation/la consolidation des données *bottom-up*
2. Détection des points aberrants pour les données de base de l'approche *bottom-up* et les prévisions des scénarios central/adverse par une analyse statistique utilisant des données historiques ou des agrégats du système bancaire
3. Comparaison des résultats des modèles utilisant les approches *bottom-up* et *top-down*
4. Comparaison des hypothèses non liées aux modèles (notamment les frais de personnel, le traitement du risque opérationnel, les revenus de commissions)
5. Contrôles de vraisemblance des plans d'activité spécifiques aux banques et des résultats du système bancaire

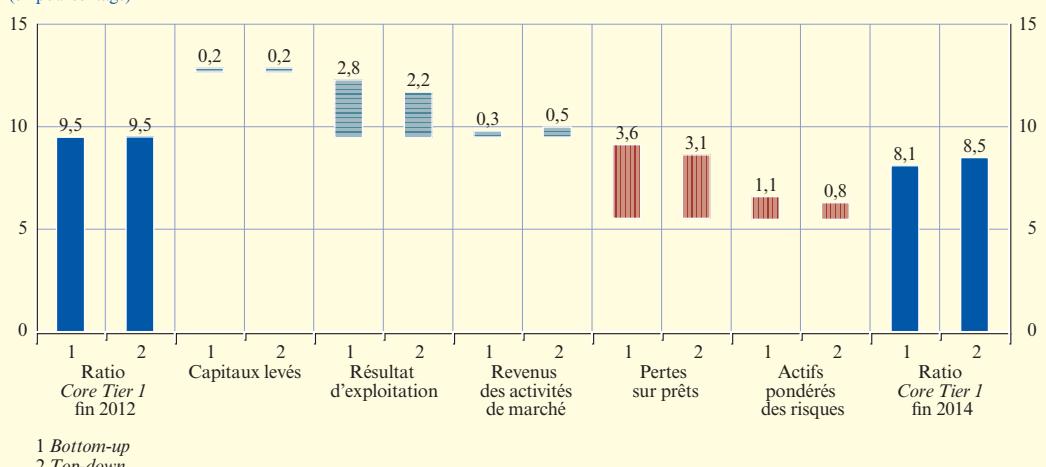
des parties concernées sous forme de données détaillées accompagnées d'un rapport circonstancié expliquant l'ensemble des hypothèses méthodologiques et des modèles pertinents. En pratique, le recouplement prend la forme d'un examen qualitatif et quantitatif des différentes composantes du test de résistance. Pour chaque banque de l'échantillon, ainsi que pour le système dans son ensemble, les principales étapes qu'il convient de respecter sont décrites dans le tableau 2.

La première étape de cette liste est généralement la partie la plus longue d'un examen *top-down* des résultats des tests de résistance *bottom-up* : il est donc nécessaire de lui ménager des délais suffisants lors de la planification. Tandis que les étapes deux à quatre examinent généralement les différents facteurs des tests de résistance (par exemple, les pertes sur prêts), l'étape cinq va un peu plus loin en combinant l'ensemble de ces facteurs pour donner un tableau d'ensemble de chaque banque et des systèmes bancaires nationaux. Cette étape permet également un contrôle de vraisemblance des plans d'activité des différentes banques, qui sont souvent fournis en parallèle avec les projections centrales. Les contrôles de vraisemblance doivent couvrir la question des variations de bilan en termes de volumes et des prix qui en découlent. Lorsque tous les recouplements *bottom-up* sont terminés, il est possible de procéder à l'approbation des résultats.

Le graphique 7 illustre les écarts éventuels entre les résultats des tests de résistance *bottom-up* et *top-down* en comparant les différents facteurs de risque. Il permet d'observer que, même si les deux exercices ne font pas apparaître de différence importante entre les effets d'ensemble sur la solvabilité, certaines sous-composantes (par exemple, le résultat d'exploitation et les pertes sur prêts)

Graphique 7 Contribution cumulée des différents facteurs de risque à l'évolution du ratio *Core Tier 1* agrégé dans le cadre du scénario adverse entre fin 2012 et fin 2014

(en pourcentage)



Source : BCE

Note : Les barres claires bleues et brunes correspondent à des contributions positives et négatives, respectivement.

s'avèrent sensiblement divergentes. Ce résultat indique qu'il est nécessaire d'effectuer des contrôles qualitatifs supplémentaires sur ces sous-composantes. En outre, alors que le graphique illustre les résultats agrégés du secteur bancaire, les différences observées au niveau des banques entre les résultats *bottom-up* et *top-down* peuvent être plus frappantes et nécessitent dans certains cas des efforts particuliers de contrôle de la qualité.

ÉVALUATION DES POLITIQUES MACROPRUDENTIELLES

L'avènement de nouveaux pouvoirs macroprudentiels, qui pour l'essentiel n'ont pas été mis à l'épreuve, au sein de l'UE (tant au niveau national que supranational dans le contexte du MSU) soulève des difficultés analytiques considérables pour la formulation, le calibrage et l'évaluation des instruments pertinents de politique macroprudentielle. L'évaluation de l'incidence tant qualitative que quantitative de chacun de ces instruments est essentielle pour que les autorités puissent déterminer l'ampleur/la force de la réponse. À cet effet, il est nécessaire de disposer d'outils capables a) de simuler le fonctionnement des canaux de propagation des impulsions de la politique macroprudentielle et b) de fournir des informations quant à l'incidence relative des différents instruments ou d'une combinaison de ces derniers.

S'agissant des canaux de propagation macroprudentielle, même si certaines tentatives ont déjà été faites pour modéliser la politique macroprudentielle à la fois dans des modèles d'équilibre général dynamiques³¹ et dans des cadres d'équilibre général statique³², l'importance de ces différents canaux et la façon dont ils sont imbriqués doivent encore être explorées³³.

Le dispositif de tests de résistance de la BCE est un outil complémentaire des modèles d'équilibre général existants, susceptible de fournir de précieuses informations sur l'incidence relative des divers instruments de politique macroprudentielle, ou d'une combinaison de ceux-ci, sur les déficits de fonds propres des différentes banques. L'exploration des informations granulaires du dispositif relatives aux structures des bilans des banques peut fournir une évaluation quantitative immédiate de l'incidence directe (ou « de premier tour ») d'un instrument donné sur les banques sélectionnées. Le résultat d'un tel exercice peut être utilisé comme une information à intégrer dans d'autres modèles macroéconomiques afin de quantifier les risques possibles découlant des effets de rétroaction ou de la contagion macroéconomiques. En particulier, le dispositif de tests de résistance peut servir de point de départ pour calibrer une réponse macroprudentielle optimale à un choc spécifique ou à une combinaison de chocs intégrés dans un scénario, fournissant ainsi aux autorités des réponses concrètes sur la façon de protéger le système financier contre des risques spécifiques, s'ils venaient à se concrétiser. Il est possible, par exemple, d'estimer le niveau optimal du coussin de fonds propres en simulant la réponse du système bancaire à un scénario macroéconomique dans la perspective de minimiser les effets rétroactifs de second tour.

31 Cf., par exemple, P. Kannan, P. Rabanal et A. Scott, *Monetary and macroprudential policy rules in a model with house price booms*, Working Paper Series, n° WP/09/251, Fonds monétaire international, novembre 2009 ; Darracq *et al.*, *op.cit.* ; P. Angelini, S. Neri et F. Panetta, *Monetary and macroprudential rules*, Banca d'Italia Working Papers, n° 801, 2011 ; D. Beau, L. Clerc et B. Mojon, *Politique macroprudentielle et conduite de la politique monétaire*, Document de travail n° 390, Banque de France, juillet 2012 ; L. Lambertini, C. Mendicino et M. T. Punzi, *Leaning against boom-bust cycles in credit and housing prices*, Journal of Economic Dynamics and Control, à paraître ; et Angeloni et Faia, *op. cit.*

32 Cf., par exemple, C. A. E. Goodhart, A. K. Kashyap, D. P. Tsomocos et A. P. Vardoulakis, *Financial regulation in general equilibrium*, NBER Working Papers, n° 17909, 2012

33 Même si certaines tentatives ont déjà été effectuées en vue d'inclure plus d'un instrument dans un modèle d'équilibre général (par exemple, Goodhart *et al.*, *op. cit.*), la plupart des recherches se sont jusqu'à présent concentrées sur l'analyse de l'incidence d'un seul instrument macroprudentiel. Il est par conséquent difficile d'évaluer l'incidence d'une combinaison d'instruments dans un modèle d'équilibre général. En outre, comme l'élaboration de la politique macroprudentielle constitue un domaine largement inexploré et que ses fondements théoriques sont relativement moins étudiés que la théorie de la politique monétaire, par exemple, il est par conséquent prudent d'utiliser un ensemble d'outils/de modèles pour mener à bien des évaluations de l'incidence. Pour une analyse de la littérature récente, cf. également le *special feature A* intitulé *Exploring the nexus between macro-prudential and monetary policies* de la *Financial Stability Review* de mai 2013.

De plus, grâce aux informations détaillées sur les expositions des banques, les exigences de fonds propres et/ou la pondération des risques par secteur peuvent être calibrées afin de trouver une réponse macroprudentielle optimale à un choc sectoriel spécifique, tel qu'un choc négatif des prix des logements ou une hausse des probabilités de défaillance d'un secteur spécifique des entreprises. En ce qui concerne les instruments de politique macroprudentielle fondés sur la liquidité, le dispositif peut en principe également fournir des informations sur un niveau optimal du ratio de liquidité à court terme et du ratio de liquidité à long terme, dans le cas par exemple d'un scénario adverse impliquant des conditions de liquidité restrictives généralisées sur les marchés de financement. Par ailleurs, les différents niveaux des quotités de financement et des ratios prêts sur revenu, dont la fixation restera du ressort des autorités locales, peuvent se traduire par la différenciation, respectivement, des paramètres de pertes en cas de défaut et de probabilités de défaut au sein du dispositif.

Néanmoins, l'utilisation du dispositif de tests de résistance à des fins macroprudentielles soulève plusieurs difficultés d'analyse. Il est notamment important de garder à l'esprit que cet outil n'est qu'un cadre d'équilibre partiel et qu'il doit donc être associé à d'autres outils analytiques afin de rendre compte des effets dynamiques complets d'un instrument donné de politique macroprudentielle. Toutefois, comme l'outil de simulation de crise comprend des éléments de la dimension temporelle et de la transversalité des risques systémiques que ces instruments sont censés traiter, il fournit un complément utile aux autres dispositifs de modélisation utilisés dans l'analyse de la politique macroprudentielle.

4 CONCLUSION

Les exercices de tests de résistance macroprudentiels *top-down* sont devenus un outil important pour l'analyse de l'incidence de la solvabilité. Le présent article a décrit le dispositif en vigueur permettant les évaluations prospectives de la solvabilité à la BCE et a mis l'accent sur quelques-unes de ses principales utilisations à des fins d'analyse. La simulation de crise macro constitue un outil efficace pour l'évaluation dynamique de la résistance et de la solidité du secteur bancaire, ce qui est essentiel pour prendre des décisions informées d'un point de vue tant microprudentiel que macroprudentiel, ainsi que pour répondre à des objectifs de politique monétaire. Il est néanmoins important de souligner que les résultats des tests de résistance seront toujours entourés d'incertitudes et qu'ils doivent donc être complétés par d'autres outils et par le jugement d'experts afin de permettre une évaluation exhaustive du secteur financier.

STATISTIQUES DE LA ZONE EURO



TABLE DES MATIÈRES¹

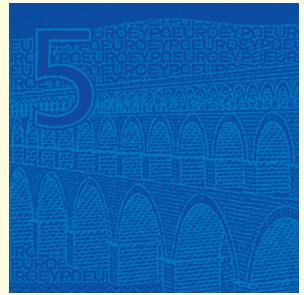
VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO	
Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro	S5
1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE	
1.1 Situation financière consolidée de l'Eurosystème	S6
1.2 Taux directeurs de la BCE	S7
1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres	S8
1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité	S9
2 STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES	
2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro	S10
2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro	S11
2.3 Statistiques monétaires	S12
2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation	S15
2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation	S17
2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation	S20
2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM	S21
2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro	S22
2.9 Titres détenus par les OPCVM ventilés par émetteurs	S23
2.10 Bilan agrégé des véhicules financiers <i>ad hoc</i> de la zone euro	S24
2.11 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro	S25
3 COMPTES DE LA ZONE EURO	
3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels	S26
3.2 Comptes non financiers de la zone euro	S30
3.3 Ménages	S32
3.4 Sociétés non financières	S33
3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension	S34
4 MARCHÉS FINANCIERS	
4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises	S35
4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments	S36
4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro	S38
4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro	S42
4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire	S44
4.7 Courbes des taux de la zone euro	S45
4.8 Indices boursiers	S46
5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	
5.1 IPCH, autres prix et coûts	S47
5.2 Production et demande	S50
5.3 Marché du travail	S54

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

6	FINANCES PUBLIQUES	
6.1	Recettes, dépenses et déficit/excédent	\$56
6.2	Dette	\$57
6.3	Variation de la dette	\$58
6.4	Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels	\$59
6.5	Dette trimestrielle et variation de la dette	\$60
7	BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE	
7.1	État récapitulatif de la balance des paiements	\$61
7.2	Compte de transactions courantes et compte de capital	\$62
7.3	Compte financier	\$64
7.4	Présentation monétaire de la balance des paiements	\$70
7.5	Échanges de biens	\$71
8	TAUX DE CHANGE	
8.1	Taux de change effectifs	\$73
8.2	Taux de change bilatéraux	\$74
9	ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO	
9.1	Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE	\$75
9.2	Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon	\$76
LISTE DES GRAPHIQUES		\$77
NOTES TECHNIQUES		\$79
NOTES GÉNÉRALES		\$87

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'intérêt¹⁾

	M1 ²⁾ 1	M2 ²⁾ 2	M3 ^{2,3)} 3	Moyenne mobile sur 3 mois (centrée) 4	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques ²⁾ 5	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM ²⁾ 6	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période) 7	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) 8
2011	2,1	2,3	1,5	—	2,2	0,6	1,39	2,65
2012	4,0	3,1	2,9	—	-0,2	1,1	0,58	1,72
2012 T3	4,6	3,2	3,1	—	-0,6	0,9	0,36	1,94
2012 T4	6,2	4,2	3,6	—	-0,8	0,8	0,20	1,72
2013 T1	6,8	4,3	3,2	—	-0,8	1,7	0,21	1,76
2013 T2	8,1	4,6	2,8	—	-1,1	—	0,21	2,14
2013 Février	7,0	4,3	3,1	3,0	-0,8	1,7	0,22	1,88
2013 Mars	7,1	4,2	2,5	2,9	-0,7	0,8	0,21	1,76
2013 Avril	8,7	4,9	3,2	2,9	-0,9	0,0	0,21	1,55
2013 Mai	8,4	4,7	2,9	2,8	-1,1	0,3	0,20	1,84
2013 Juin	7,5	4,1	2,3	—	-1,6	—	0,21	2,14
2013 Juillet	—	—	—	—	—	—	0,22	1,95

2. Prix, production, demande et marché du travail⁵⁾

	IPCH ¹⁾ 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
2011	2,7	5,8	2,1	1,5	3,2	80,6	0,3	10,2
2012	2,5	2,9	1,5	-0,6	-2,4	78,6	-0,7	11,4
2012 T4	2,3	2,4	1,3	-0,9	-3,1	77,4	-0,7	11,8
2013 T1	1,9	1,2	1,6	-1,1	-2,4	77,5	-1,0	12,0
2013 T2	1,4	—	—	—	—	77,9	—	12,1
2013 Février	1,8	1,3	—	—	-3,3	—	—	12,0
2013 Mars	1,7	0,6	—	—	-1,5	—	—	12,1
2013 Avril	1,2	-0,2	—	—	-0,6	77,5	—	12,1
2013 Mai	1,4	-0,1	—	—	-1,3	—	—	12,1
2013 Juin	1,6	—	—	—	—	—	—	12,1
2013 Juillet	1,6	—	—	—	—	78,3	—	—

3. Statistiques extérieures

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

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période) 4	Position extérieure nette (en % du PIB) 5	Dette extérieure brute (en % du PIB) 6	Taux de change effectif de l'euro : TCE-21 ⁶⁾ (indice T1 1999 = 100)		Taux de change EUR/USD 9	
	Comptes de transactions courantes et de capital 1	Biens 2	Investissements directs et de portefeuille cumulés 3				Nominal			
								Réel (sur la base de l'IPC)		
2011	26,0	6,8	133,9	667,1	-13,9	121,2	103,4	100,6	1,33920	
2012	137,5	98,9	26,3	689,4	-13,1	125,9	97,9	95,5	1,2848	
2012 T3	44,9	30,3	-19,7	733,8	-11,9	125,9	95,9	93,7	1,2502	
2012 T4	72,5	36,2	44,9	689,4	-13,1	125,9	97,9	95,5	1,2967	
2013 T1	34,2	32,5	-13,0	687,8	-12,4	127,3	100,8	98,2	1,3206	
2013 T2	—	—	—	564,3	—	—	100,9	98,2	1,3062	
2013 Février	13,1	11,9	-7,4	671,8	—	—	101,7	99,0	1,3359	
2013 Mars	25,2	22,9	-20,3	687,8	—	—	100,2	97,8	1,2964	
2013 Avril	17,9	16,3	-5,3	640,0	—	—	100,5	97,8	1,3026	
2013 Mai	11,8	17,1	30,1	621,4	—	—	100,6	98,0	1,2982	
2013 Juin	—	—	—	564,3	—	—	101,6	98,9	1,3189	
2013 Juillet	—	—	—	—	—	—	101,5	98,7	1,3080	

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

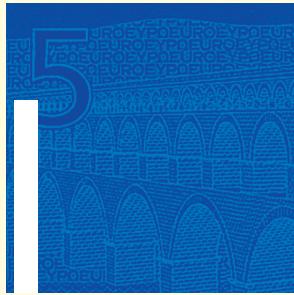
2) Les variations annuelles en pourcentage des données mensuelles sont des données de fin de mois, tandis que celles des données trimestrielles et annuelles se rapportent à la variation annuelle en moyenne sur la période. Cf. les notes techniques pour plus de détails

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 ≤ 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	28 juin 2013	5 juillet 2013	12 juillet 2013	19 juillet 2013	26 juillet 2013
Avoirs et créances en or	319 968	319 967	319 968	319 968	319 968
Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro	247 607	248 016	248 288	247 212	247 668
Créances en devises sur les résidents de la zone euro	27 541	26 422	26 584	26 181	25 890
Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro	18 070	20 424	21 623	20 742	20 790
Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	822 689	811 424	803 340	804 371	800 574
Opérations principales de refinancement	117 310	107 696	102 064	104 427	102 302
Opérations de refinancement à plus long terme	705 350	703 290	701 141	699 926	697 544
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0	0	0	0
Facilité de prêt marginal	29	438	135	18	729
Appels de marge versés	0	0	0	0	0
Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro	92 068	91 841	87 689	88 336	86 040
Titres en euros émis par les résidents de la zone euro	609 453	608 407	606 940	606 564	607 637
Titres détenus à des fins de politique monétaire	256 830	256 433	256 115	255 709	255 384
Autres titres	352 623	351 974	350 825	350 855	352 253
Créances en euros sur les administrations publiques	28 408	28 356	28 356	28 356	28 356
Autres actifs	264 619	265 489	260 547	257 230	259 258
Total de l'actif	2 430 423	2 420 347	2 403 333	2 398 959	2 396 181
2. Passif	28 juin 2013	5 juillet 2013	12 juillet 2013	19 juillet 2013	26 juillet 2013
Billets en circulation	911 032	915 769	916 981	916 769	916 657
Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	563 994	570 126	565 472	536 641	530 590
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	276 329	271 264	275 347	264 662	255 821
Facilité de dépôt	92 180	103 862	94 619	76 431	79 242
Reprises de liquidité en blanc	195 000	195 000	195 500	195 500	195 500
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	485	1	6	48	27
Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	7 055	6 195	6 402	6 426	6 693
Certificats de dette émis	0	0	0	0	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	135 334	109 644	105 468	135 414	137 115
Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro	141 610	145 033	140 875	136 375	136 388
Engagements en devises envers les résidents de la zone euro	3 986	2 595	2 949	1 746	1 640
Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro	4 910	5 622	5 535	5 267	5 420
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	54 240	54 240	54 240	54 240	54 240
Autres passifs	233 189	236 048	230 337	231 006	232 362
Comptes de réévaluation	284 680	284 680	284 680	284 680	284 680
Capital et réserves	90 392	90 395	90 395	90 396	90 395
Total du passif	2 430 423	2 420 347	2 403 333	2 398 959	2 396 181

Source : BCE

1.2 Taux directeurs de la BCE

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

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

Source : BCE

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

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

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

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe		Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
				Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Opérations principales de refinancement									
2013 24 avril	110 407	71	110 407	0,75	—	—	—	8	
2 mai	105 011	70	105 011	0,75	—	—	—	6	
8	110 290	65	110 290	0,50	—	—	—	7	
15	103 844	64	103 844	0,50	—	—	—	7	
22	103 399	62	103 399	0,50	—	—	—	7	
29	103 192	63	103 192	0,50	—	—	—	7	
5 juin	103 020	70	103 020	0,50	—	—	—	7	
12	108 332	70	108 332	0,50	—	—	—	7	
19	102 040	73	102 040	0,50	—	—	—	7	
26	117 310	99	117 310	0,50	—	—	—	7	
3 juillet	107 696	78	107 696	0,50	—	—	—	7	
10	102 064	70	102 064	0,50	—	—	—	7	
17	104 427	73	104 427	0,50	—	—	—	7	
24	102 302	76	102 302	0,50	—	—	—	7	
31	109 163	78	109 163	0,50	—	—	—	7	
Opérations de refinancement à plus long terme ⁵⁾									
2013 13 février	7 759	16	7 759	0,75	—	—	—	28	
28	8 328	36	8 328	0,69	—	—	—	91	
13 mars	4 208	19	4 208	0,75	—	—	—	28	
28	9 113	46	9 113	0,61	—	—	—	91	
10 avril	5 159	17	5 159	0,75	—	—	—	28	
25	2 977	40	2 977	0,53	—	—	—	98	
8 mai	5 230	17	5 230	0,50	—	—	—	35	
30 ⁶⁾	5 830	36	5 830	—	—	—	—	91	
12 juin	3 591	20	3 591	0,50	—	—	—	28	
27 ⁶⁾	9 477	50	9 477	—	—	—	—	91	
10 juillet	3 536	21	3 536	0,50	—	—	—	28	
1 août ⁶⁾	2 683	43	2 683	—	—	—	—	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 ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2013 24 avril	Reprise de liquidité en blanc	253 820	77	202 500	—	—	0,75	0,14	0,05	8	
2 mai	Reprise de liquidité en blanc	255 806	79	202 500	—	—	0,75	0,10	0,05	6	
8	Reprise de liquidité en blanc	267 807	95	201 000	—	—	0,50	0,08	0,05	7	
15	Reprise de liquidité en blanc	249 425	95	201 000	—	—	0,50	0,08	0,05	7	
22	Reprise de liquidité en blanc	254 150	96	201 000	—	—	0,50	0,08	0,06	7	
29	Reprise de liquidité en blanc	235 125	89	197 000	—	—	0,50	0,15	0,07	7	
5 juin	Reprise de liquidité en blanc	276 043	106	197 000	—	—	0,50	0,09	0,07	7	
12	Reprise de liquidité en blanc	278 426	101	195 000	—	—	0,50	0,08	0,07	7	
19	Reprise de liquidité en blanc	251 866	102	195 000	—	—	0,50	0,08	0,07	7	
26	Reprise de liquidité en blanc	215 280	83	195 000	—	—	0,50	0,45	0,18	7	
3 juillet	Reprise de liquidité en blanc	239 734	91	195 000	—	—	0,50	0,13	0,09	7	
10	Reprise de liquidité en blanc	250 588	105	195 500	—	—	0,50	0,13	0,09	7	
17	Reprise de liquidité en blanc	239 283	102	195 500	—	—	0,50	0,12	0,10	7	
24	Reprise de liquidité en blanc	231 318	106	195 500	—	—	0,50	0,14	0,11	7	
31	Reprise de liquidité en blanc	229 883	112	195 500	—	—	0,50	0,20	0,13	7	

Source : BCE

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

1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité

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

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

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif ¹⁾			Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ 2 ans		Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/ remboursables avec un préavis ≥ 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée ≥ 2 ans
		1	2	3	4	5	6
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	18 970,0		9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8
2012	18 564,7		9 971,7	637,5	2 583,9	1 163,1	4 208,4
2013	janvier	18 558,8	9 900,6	636,4	2 569,8	1 259,2	4 192,8
	février	18 689,3	9 899,3	635,7	2 562,3	1 368,4	4 223,7
	mars	18 689,6	9 951,8	626,1	2 580,0	1 382,3	4 149,5
	avril	18 676,1	9 928,0	626,5	2 574,1	1 437,0	4 110,5
	mai	18 639,0	9 884,9	610,0	2 571,8	1 496,7	4 075,6

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
2009		210,2	211,4	1,2	0,0		1,00
2010		211,8	212,5	0,7	0,5		1,00
2011		207,7	212,2	4,5	0,0		1,25
2012		106,4	509,9	403,5	0,0		0,75
2013	12 mars	105,6	403,0	297,3	0,0		0,75
	9 avril	104,9	346,0	241,1	0,0		0,75
	7 mai	104,9	322,2	217,3	0,0		0,75
	11 juin	105,3	300,3	195,0	0,0		0,50
	9 juillet	105,1	286,5	181,4	0,0		0,50
	6 août	104,5	.	.	.		.

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 ²⁾	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité ³⁾	Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1 052,3		
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1		
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3		
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0		
2013	12 février	656,5	127,5	960,3	0,3	273,4	184,3	207,8	883,5	90,8	185,5	466,3	1 534,1	
	12 mars	655,7	130,5	843,2	0,9	269,9	145,3	205,5	880,5	78,8	187,1	403,0	1 428,8	
	9 avril	656,8	123,7	782,9	0,5	269,1	133,8	205,5	889,2	89,7	168,7	346,0	1 369,1	
	7 mai	657,3	113,0	749,9	0,9	265,7	114,5	204,3	897,1	82,5	166,2	322,2	1 333,8	
	11 juin	656,0	104,7	728,4	0,5	259,9	90,5	199,4	904,1	83,1	172,3	300,3	1 294,9	
	6 août	615,9	108,8	708,0	1,3	256,4	92,1	195,0	909,3	92,5	115,1	286,5	1 287,9	

Source : BCE

1) 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

2) 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

3) Dont la liquidité absorbée dans le cadre des opérations de *swaps* de change de l'Eurosystème

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



STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro ¹⁾

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période)

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 ²⁾	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs ³⁾
		Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM	Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosystème														
2011	4 700,4	2 780,5	18,0	1,0	2 761,5	717,2	556,9	10,1	150,2	—	20,3	779,2	8,1	395,0
2012	5 287,6	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,3	10,5	144,3	—	23,4	799,9	8,3	381,8
2013 T1	4 675,5	2 727,4	16,9	1,2	2 709,4	747,5	590,6	24,6	132,4	—	23,9	791,7	8,2	376,7
T2 ^(p)	4 399,4	2 572,6	15,1	1,2	2 556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	—	23,6	664,3	8,1	389,2
2013 Mars	4 675,5	2 727,4	16,9	1,2	2 709,4	747,5	590,6	24,6	132,4	—	23,9	791,7	8,2	376,7
Avril	4 648,1	2 749,4	15,9	1,2	2 732,3	744,3	588,8	25,3	130,1	—	24,2	744,2	8,2	377,8
Mai	4 489,5	2 612,9	15,9	1,2	2 595,8	741,4	587,1	25,5	128,7	—	24,3	723,2	8,2	379,5
Juin ^(p)	4 399,4	2 572,6	15,1	1,2	2 556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	—	23,6	664,3	8,1	389,2
IFM hors Eurosystème														
2011	33 533,5	18 476,5	1 159,6	11 163,1	6 153,8	4 765,1	1 395,9	1 517,3	1 852,0	50,2	1 212,0	4 253,5	232,3	4 543,9
2012	32 694,1	17 995,3	1 153,4	11 044,9	5 796,9	4 901,6	1 627,0	1 423,3	1 851,4	66,8	1 227,8	4 044,3	214,6	4 243,7
2013 T1	32 760,9	17 781,1	1 124,3	11 045,8	5 611,1	4 936,0	1 704,1	1 406,9	1 825,0	64,0	1 234,1	4 051,5	210,1	4 484,1
T2 ^(p)	31 996,3	17 524,7	1 101,9	10 981,7	5 441,1	4 954,8	1 782,9	1 406,6	1 765,4	51,3	1 246,3	3 998,8	209,5	4 010,7
2013 Mars	32 760,9	17 781,1	1 124,3	11 045,8	5 611,1	4 936,0	1 704,1	1 406,9	1 825,0	64,0	1 234,1	4 051,5	210,1	4 484,1
Avril	32 912,9	17 745,2	1 135,0	11 012,4	5 597,7	4 951,4	1 721,6	1 414,5	1 815,4	56,5	1 260,2	4 074,7	210,0	4 614,8
Mai	32 479,1	17 587,8	1 109,5	10 993,5	5 484,8	4 982,2	1 765,5	1 421,1	1 795,7	59,2	1 269,3	4 073,3	208,9	4 298,5
Juin ^(p)	31 996,3	17 524,7	1 101,9	10 981,7	5 441,1	4 954,8	1 782,9	1 406,6	1 765,4	51,3	1 246,3	3 998,8	209,5	4 010,7

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires ⁴⁾	Titres de créance émis ⁵⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ³⁾	
			Total	Administration centrale	Autres administrations publiques/autres résidents de la zone euro	IFM						
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosystème												
2011	4 700,4	913,6	2 609,0	63,8	12,1	2 533,1	—	0,0	481,3	284,3	412,2	
2012	5 287,6	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	—	0,0	536,1	298,7	452,4	
2013 T1	4 675,5	921,9	2 500,3	93,4	38,0	2 368,9	—	0,0	539,6	268,2	445,5	
T2 ^(p)	4 399,4	936,8	2 350,1	107,9	45,1	2 197,1	—	0,0	421,4	241,8	449,3	
2013 Mars	4 675,5	921,9	2 500,3	93,4	38,0	2 368,9	—	0,0	539,6	268,2	445,5	
Avril	4 648,1	927,1	2 510,1	71,8	66,5	2 371,8	—	0,0	500,6	264,9	445,4	
Mai	4 489,5	931,0	2 378,0	97,4	57,7	2 222,8	—	0,0	483,9	251,8	444,9	
Juin ^(p)	4 399,4	936,8	2 350,1	107,9	45,1	2 197,1	—	0,0	421,4	241,8	449,3	
IFM hors Eurosystème												
2011	33 533,5	—	17 312,0	195,5	10 752,1	6 364,4	570,6	5 008,2	2 230,8	3 803,4	4 608,3	
2012	32 694,1	—	17 204,1	170,8	10 871,5	6 161,9	534,7	4 849,2	2 346,4	3 489,6	4 270,0	
2013 T1	32 760,9	—	17 119,8	209,0	11 017,5	5 893,3	523,8	4 733,3	2 349,8	3 525,1	4 509,1	
T2 ^(p)	31 996,3	—	17 074,3	238,7	11 082,4	5 753,2	483,3	4 592,9	2 390,7	3 396,5	4 058,6	
2013 Mars	32 760,9	—	17 119,8	209,0	11 017,5	5 893,3	523,8	4 733,3	2 349,8	3 525,1	4 509,1	
Avril	32 912,9	—	17 102,4	180,0	11 008,2	5 914,2	512,6	4 695,2	2 360,1	3 563,7	4 678,8	
Mai	32 479,1	—	17 061,2	216,8	11 037,2	5 807,2	513,0	4 646,1	2 378,8	3 500,0	4 379,9	
Juin ^(p)	31 996,3	—	17 074,3	238,7	11 082,4	5 753,2	483,3	4 592,9	2 390,7	3 396,5	4 058,6	

Source : BCE

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

2) Montants émis par les résidents de la zone euro. Les montants émis par les non-résidents de la zone euro sont inclus dans les créances sur les non-résidents.

3) En décembre 2010, une modification a été apportée aux modalités d'enregistrement des produits dérivés dans un État membre, ce qui a entraîné un accroissement de cette position.

4) Montants détenus par les résidents de la zone euro

5) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à deux ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro¹⁾

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

1. Actif

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs ²⁾
		Total	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	11
Encours											
2011	26 718,7	12 341,7	1 177,6	11 164,1	3 480,2	1 952,8	1 527,4	741,0	5 032,7	240,4	4 882,7
2012	26 243,4	12 216,2	1 170,3	11 045,9	3 629,0	2 195,3	1 433,7	767,0	4 844,2	222,9	4 564,1
2013 T1	26 566,9	12 188,1	1 141,2	11 047,0	3 726,2	2 294,7	1 431,4	784,7	4 843,2	218,2	4 806,5
T2 ^(p)	25 925,7	12 099,8	1 117,0	10 982,9	3 803,6	2 371,7	1 431,9	792,4	4 663,2	217,6	4 349,0
2013 Mars	26 566,9	12 188,1	1 141,2	11 047,0	3 726,2	2 294,7	1 431,4	784,7	4 843,2	218,2	4 806,5
Avril	26 707,5	12 164,5	1 151,0	11 013,6	3 750,2	2 310,4	1 439,8	815,4	4 819,0	218,2	4 940,2
Mai	26 369,7	12 120,1	1 125,4	10 994,7	3 799,2	2 352,6	1 446,7	810,2	4 796,5	217,1	4 626,6
Juin ^(p)	25 925,7	12 099,8	1 117,0	10 982,9	3 803,6	2 371,7	1 431,9	792,4	4 663,2	217,6	4 349,0
Flux											
2011	993,1	60,3	-55,6	115,9	127,7	151,8	-24,1	-29,9	-37,2	7,8	864,3
2012	79,9	-36,9	-4,7	-32,2	113,0	183,6	-70,5	38,6	-153,3	-14,0	132,4
2013 T1	-70,4	-8,2	-29,6	21,3	97,7	99,9	-2,2	18,3	7,4	-3,5	-182,1
T2 ^(p)	-446,2	-67,5	-23,5	-44,0	78,2	77,3	1,0	7,8	-2,7	-0,5	-461,6
2013 Mars	-5,0	12,9	5,5	7,3	41,6	29,6	12,0	10,0	-42,1	-1,4	-25,9
Avril	206,5	-13,8	9,9	-23,7	0,0	-7,7	7,7	27,0	60,0	0,0	133,3
Mai	-307,4	-41,1	-25,5	-15,7	57,1	49,8	7,3	-5,7	-2,1	-1,0	-314,5
Juin ^(p)	-345,3	-12,5	-7,9	-4,6	21,1	35,1	-14,0	-13,5	-60,6	0,5	-280,3

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Titres d'OPCVM monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ²⁾	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
Encours										
2011	26 718,7	857,5	259,3	10 764,3	520,4	3 006,1	2 220,8	4 087,7	5 020,5	-17,9
2012	26 243,4	876,8	252,1	10 936,0	467,9	2 853,5	2 398,3	3 788,3	4 722,5	-52,0
2013 T1	26 566,9	867,5	302,4	11 055,6	459,9	2 775,9	2 416,1	3 793,3	4 954,6	-58,3
T2 ^(p)	25 925,7	885,9	346,6	11 127,5	432,0	2 700,0	2 334,6	3 638,3	4 507,8	-47,2
2013 Mars	26 566,9	867,5	302,4	11 055,6	459,9	2 775,9	2 416,1	3 793,3	4 954,6	-58,3
Avril	26 707,5	874,7	251,8	11 074,7	456,1	2 749,8	2 391,6	3 828,6	5 124,3	-44,1
Mai	26 369,7	879,6	314,3	11 094,9	453,8	2 721,8	2 379,3	3 751,8	4 824,8	-50,6
Juin ^(p)	25 925,7	885,9	346,6	11 127,5	432,0	2 700,0	2 334,6	3 638,3	4 507,8	-47,2
Flux										
2011	993,1	49,1	-0,8	168,1	-29,0	49,9	141,4	-200,0	860,6	-46,1
2012	79,9	19,5	-5,1	187,3	-18,2	-124,6	156,1	-253,6	140,9	-22,4
2013 T1	-70,4	-9,3	50,3	114,0	7,5	-67,1	32,2	-26,1	-167,6	-4,4
T2 ^(p)	-446,2	18,4	44,2	79,9	-27,6	-63,7	50,3	-115,8	-435,2	3,3
2013 Mars	-5,0	11,7	10,8	85,1	-6,0	-39,0	19,7	-54,0	-23,6	-9,7
Avril	206,5	7,2	-50,7	25,1	-3,7	-13,0	3,6	64,6	160,6	12,8
Mai	-307,4	4,9	62,5	19,5	-2,2	-28,9	12,2	-77,0	-290,5	-8,0
Juin ^(p)	-345,3	6,3	32,4	35,3	-21,7	-21,8	34,5	-103,4	-305,3	-1,6

Source : BCE

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

2) En décembre 2010, une modification a été apportée aux modalités d'enregistrement des produits dérivés dans un État membre, ce qui a entraîné un accroissement de cette position.

3) Montants détenus par les résidents de la zone euro

4) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à deux ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

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

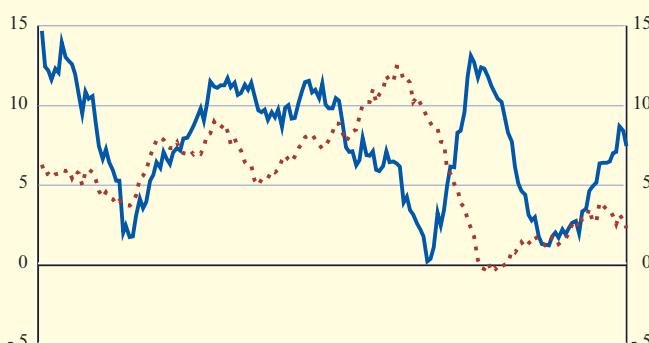
1. Agrégats monétaires ²⁾ et contreparties

	M2				M3	M3 Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Engagements financiers à long terme	Créances sur les administrations publiques	Créances sur les autres résidents de la zone euro ³⁾			Créances nettes sur les non-résidents ⁴⁾													
	M1		M2 – M1						1	2	3		4	5	6	7	8	9	10	11	12				
	1	2	3	4					1	2	3		4												
Encours																									
2011	4 803,1	3 802,6	8 605,6	894,1	9 499,8	—	7 680,6	3 165,2	13 283,4	11 016,6	—	929,1	—	—	—	—	—	—	—	—					
2012	5 105,4	3 884,9	8 990,3	792,5	9 782,9	—	7 571,6	3 406,1	13 058,2	10 858,9	—	1 038,6	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2013 T1	5 204,1	3 885,8	9 089,8	719,0	9 808,8	—	7 563,3	3 430,7	13 049,3	10 833,2	—	1 062,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
T2 ^(p)	5 252,5	3 868,1	9 120,6	688,3	9 808,8	—	7 384,7	3 453,1	12 936,6	10 705,8	—	1 013,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2013 Mars	5 204,1	3 885,8	9 089,8	719,0	9 808,8	—	7 563,3	3 430,7	13 049,3	10 833,2	—	1 062,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Avril	5 233,1	3 878,2	9 111,3	709,0	9 820,2	—	7 501,7	3 451,6	13 008,6	10 795,5	—	1 021,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Mai	5 283,5	3 863,1	9 146,6	699,9	9 846,5	—	7 477,4	3 465,7	12 989,1	10 759,1	—	1 065,6	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Juin ^(p)	5 252,5	3 868,1	9 120,6	688,3	9 808,8	—	7 384,7	3 453,1	12 936,6	10 705,8	—	1 013,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Flux																									
2011	89,5	70,3	159,8	-7,5	152,3	—	211,6	95,8	48,9	103,7	130,3	162,3	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2012	307,6	78,7	386,3	-55,3	330,9	—	-116,3	184,5	-102,2	-69,9	-15,9	98,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2013 T1	95,3	0,5	95,8	-44,9	50,8	—	2,5	24,6	12,1	-5,4	0,5	63,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
T2 ^(p)	53,5	-18,2	35,4	-30,6	4,7	—	-31,3	23,2	-91,9	-107,4	-99,5	89,1	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2013 Mars	26,5	-3,9	22,6	-27,7	-5,1	—	4,9	27,6	31,2	4,9	4,1	37,0	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Avril	32,5	-6,5	26,0	-9,2	16,8	—	-19,8	-2,2	-35,2	-28,1	-28,0	13,6	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Mai	50,9	-15,3	35,6	-9,9	25,7	—	-0,5	21,8	-16,4	-33,2	-27,1	64,7	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Juin ^(p)	-29,9	3,6	-26,3	-11,5	-37,8	—	-11,0	3,7	-40,3	-46,1	-44,4	10,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Taux de croissance																									
2011	1,9	1,9	1,9	-0,9	1,6	1,7	2,9	3,2	0,4	0,9	1,2	162,3	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	98,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2013 T1	7,1	0,5	4,2	-13,9	2,5	2,9	-1,2	3,5	-0,9	-0,7	-0,3	180,0	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
T2 ^(p)	7,5	-0,1	4,1	-16,4	2,3	2,8	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	287,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
2013 Mars	7,1	0,5	4,2	-13,9	2,5	2,9	-1,2	3,5	-0,9	-0,7	-0,3	180,0	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Avril	8,7	0,1	4,9	-14,0	3,2	2,9	-1,4	3,5	-0,9	-0,9	-0,5	205,6	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Mai	8,4	0,0	4,7	-15,8	2,9	2,8	-0,9	3,2	-1,0	-1,1	-0,7	266,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
Juin ^(p)	7,5	-0,1	4,1	-16,4	2,3	—	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	287,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—				

G1 Agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)

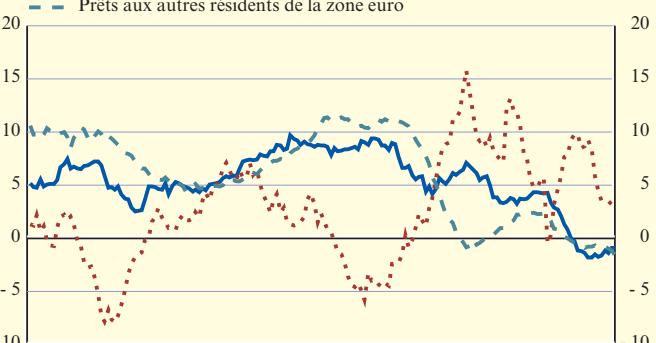
M1
M3



G2 Contreparties ¹⁾

(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

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

2.3 Statistiques monétaires¹⁾

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

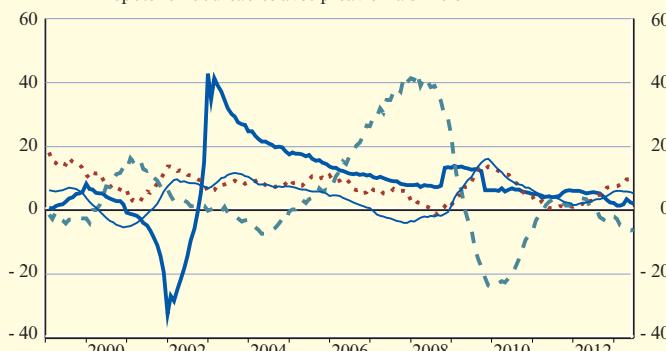
2. Composantes des agrégats monétaires et des engagements financiers à long terme

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions ²⁾	Titres d'OPCVM monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2011	844,2	3 958,9	1 841,6	1 961,0	147,4	536,8	209,9	2 815,7	115,3	2 543,5	2 206,1
2012	864,0	4 241,4	1 805,4	2 079,5	124,8	482,2	185,5	2 688,2	106,0	2 394,5	2 382,8
2013 T1	869,1	4 334,9	1 784,3	2 101,5	122,2	458,9	137,9	2 632,1	100,8	2 407,9	2 422,5
T2 ^(p)	879,3	4 373,2	1 745,3	2 122,8	116,5	434,1	137,6	2 555,7	96,6	2 405,4	2 327,0
2013 Mars	869,1	4 334,9	1 784,3	2 101,5	122,2	458,9	137,9	2 632,1	100,8	2 407,9	2 422,5
Avril	880,0	4 353,0	1 767,5	2 110,7	121,6	448,7	138,6	2 599,0	99,5	2 395,3	2 407,8
Mai	879,6	4 403,9	1 744,3	2 118,8	122,1	444,4	133,4	2 580,5	97,6	2 406,9	2 392,4
Juin ^(p)	879,3	4 373,2	1 745,3	2 122,8	116,5	434,1	137,6	2 555,7	96,6	2 405,4	2 327,0
Flux											
2011	49,2	40,4	36,9	33,4	-16,7	-29,7	38,9	18,0	-2,5	55,9	140,2
2012	20,0	287,6	-35,8	114,5	-17,0	-20,0	-18,3	-105,3	-10,2	-156,1	155,3
2013 T1	5,1	90,2	-21,5	22,0	-2,8	-7,7	-34,5	-58,0	-5,2	11,7	54,0
T2 ^(p)	10,2	43,4	-39,5	21,3	-5,5	-24,6	-0,6	-64,0	-4,2	0,5	36,4
2013 Mars	3,5	23,0	-8,1	4,2	-4,0	-7,9	-15,7	-37,1	-1,5	18,5	25,0
Avril	10,9	21,6	-15,8	9,3	-0,4	-10,1	1,3	-20,6	-1,3	-11,5	13,6
Mai	-0,4	51,3	-23,3	8,0	0,5	-4,2	-6,2	-18,5	-1,9	10,6	9,3
Juin ^(p)	-0,3	-29,6	-0,4	4,0	-5,5	-10,2	4,3	-24,9	-1,0	1,4	13,5
Taux de croissance											
2011	6,2	1,0	2,1	1,7	-9,7	-5,1	29,0	0,7	-2,1	2,3	6,9
2012	2,4	7,3	-1,9	5,8	-11,6	-4,0	-9,5	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 T1	1,9	8,2	-5,2	5,9	-7,8	-6,7	-33,9	-4,2	-11,7	-5,0	7,3
T2 ^(p)	2,1	8,6	-5,9	5,4	-9,6	-12,1	-31,1	-5,1	-14,8	-2,9	6,9
2013 Mars	1,9	8,2	-5,2	5,9	-7,8	-6,7	-33,9	-4,2	-11,7	-5,0	7,3
Avril	3,4	9,8	-6,1	5,9	-6,8	-9,2	-30,1	-4,6	-13,3	-5,1	7,2
Mai	2,6	9,7	-6,2	5,7	-6,2	-11,7	-32,3	-4,5	-14,5	-3,6	7,0
Juin ^(p)	2,1	8,6	-5,9	5,4	-9,6	-12,1	-31,1	-5,1	-14,8	-2,9	6,9

G3 Composantes des agrégats monétaires¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)

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



Source : BCE

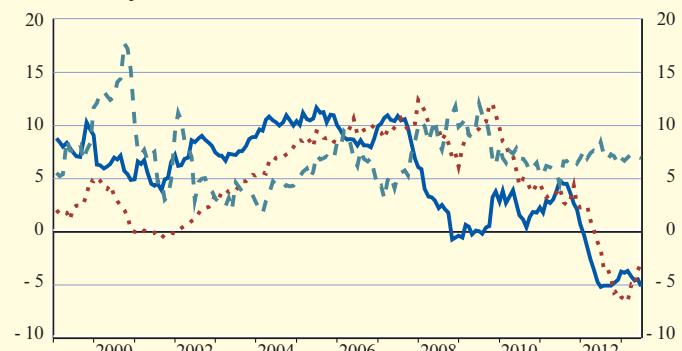
1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

2) Sont exclues les opérations de mise en pension auprès de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.

G4 Composantes des engagements financiers à long terme¹⁾

(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



2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

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

3. Prêts en tant que contrepartie M3

	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres intermédiaires financiers ²⁾	Sociétés non financières						Ménages ³⁾			
			Total	Total	Total			Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts		
					Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans			Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	
Encours												
2011	91,0	969,6	4 723,7	—	1 147,7	860,7	2 715,2	5 232,3	—	626,2	3 777,2	828,9
2012	88,9	981,7	4 545,6	—	1 134,8	795,9	2 614,9	5 242,7	—	602,0	3 824,1	816,5
2013 T1	92,5	978,5	4 511,7	—	1 137,7	778,5	2 595,5	5 250,5	—	593,2	3 843,1	814,1
T2 ^(p)	93,2	927,1	4 451,0	—	1 108,6	768,6	2 573,9	5 234,5	—	586,7	3 838,3	809,5
2013 Mars	92,5	978,5	4 511,7	—	1 137,7	778,5	2 595,5	5 250,5	—	593,2	3 843,1	814,1
Avril	95,4	961,8	4 489,4	—	1 130,2	772,5	2 586,8	5 248,9	—	592,5	3 842,5	813,9
Mai	93,1	955,8	4 469,3	—	1 116,2	774,5	2 578,6	5 240,9	—	591,2	3 838,2	811,6
Juin ^(p)	93,2	927,1	4 451,0	—	1 108,6	768,6	2 573,9	5 234,5	—	586,7	3 838,3	809,5
Flux												
2011	1,3	-37,1	58,0	63,9	24,0	-22,9	56,8	81,6	102,3	-11,6	85,7	7,4
2012	-2,0	13,2	-106,8	-61,3	7,1	-51,3	-62,6	25,7	34,3	-17,8	48,2	-4,8
2013 T1	3,6	-3,4	-15,2	-5,7	7,3	-13,7	-8,8	9,7	4,3	-6,7	17,3	-0,9
T2 ^(p)	0,7	-49,2	-47,4	-47,8	-27,8	-7,4	-12,3	-11,4	-3,0	-5,4	-3,0	-3,1
2013 Mars	0,0	3,4	0,3	-2,3	5,5	-5,4	0,2	1,2	2,1	-3,0	3,4	0,7
Avril	2,9	-15,1	-17,3	-17,9	-8,2	-4,5	-4,5	1,4	2,2	0,3	0,5	0,6
Mai	-2,3	-5,7	-17,4	-17,9	-13,4	2,1	-6,1	-7,7	-1,1	-1,7	-3,3	-2,7
Juin ^(p)	0,2	-28,4	-12,8	-12,1	-6,2	-4,9	-1,7	-5,1	-4,0	-3,9	-0,2	-1,0
Taux de croissance												
2011	1,5	-3,8	1,2	1,4	2,1	-2,6	2,1	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013 T1	6,2	0,6	-2,4	-1,3	1,7	-6,3	-2,9	0,4	0,3	-3,5	1,3	-0,9
T2 ^(p)	11,1	-3,2	-3,2	-2,3	-2,1	-6,4	-2,7	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,0
2013 Mars	6,2	0,6	-2,4	-1,3	1,7	-6,3	-2,9	0,4	0,3	-3,5	1,3	-0,9
Avril	16,0	0,6	-3,0	-1,9	-0,6	-6,7	-2,8	0,4	0,3	-3,2	1,2	-0,8
Mai	12,0	0,3	-3,1	-2,1	-1,4	-6,3	-2,9	0,2	0,3	-3,5	1,0	-1,0
Juin ^(p)	11,1	-3,2	-3,2	-2,3	-2,1	-6,4	-2,7	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,0

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

(taux de croissance annuels ; données brutes)

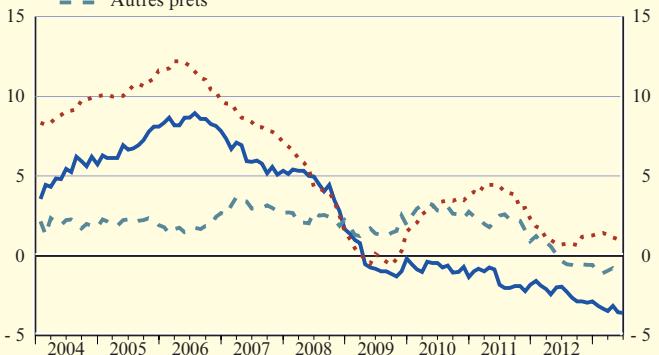
— Autres intermédiaires financiers ²⁾
- - - Sociétés non financières



G6 Prêts aux ménages ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)

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



Source : BCE

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

2) Sont exclues les opérations de prise en pension de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.

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

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

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

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

1. Prêts aux intermédiaires financiers et aux sociétés non financières

	Sociétés d'assurance et fonds de pension				Autres intermédiaires financiers				Sociétés non financières				
	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Pensions auprès des contreparties centrales	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 1 an	> à 5 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012	81,6	64,2	4,5	12,9	1 169,7	196,2	599,7	229,5	340,5	4 541,1	1 126,4	794,7	2 620,0
2013 T1	91,5	75,4	3,9	12,2	1 203,9	234,9	630,6	219,6	353,7	4 510,0	1 138,7	778,9	2 592,4
T2 (p)	94,5	78,4	3,8	12,2	1 186,0	252,6	628,3	216,4	341,2	4 459,9	1 118,1	769,5	2 572,3
2013 Avril	94,5	78,3	4,1	12,1	1 192,6	227,9	623,9	220,8	347,9	4 487,6	1 132,7	773,1	2 581,8
Mai	94,8	78,8	3,8	12,1	1 195,9	238,1	629,6	219,4	346,9	4 471,2	1 120,2	776,2	2 574,8
Juin (p)	94,5	78,4	3,8	12,2	1 186,0	252,6	628,3	216,4	341,2	4 459,9	1 118,1	769,5	2 572,3
Flux													
2012	-1,7	0,6	-1,8	-0,5	52,0	38,7	21,2	13,1	17,7	-107,7	6,4	-51,4	-62,7
2013 T1	9,9	11,2	-0,6	-0,7	33,9	38,6	30,8	-4,8	7,9	-12,4	16,7	-12,2	-17,0
T2 (p)	3,1	3,0	0,0	0,1	-15,8	17,8	-1,1	-2,8	-11,8	-36,8	-19,3	-6,8	-10,8
2013 Avril	3,1	2,9	0,2	-0,1	-9,7	-7,0	-5,9	1,5	-5,3	-17,4	-6,7	-4,3	-6,4
Mai	0,3	0,5	-0,2	0,1	3,6	10,2	6,0	-1,4	-1,0	-13,7	-11,9	3,2	-4,9
Juin (p)	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-9,6	14,5	-1,2	-2,9	-5,6	-5,7	-0,6	-5,7	0,6
Taux de croissance													
2012	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,6	24,7	3,6	6,1	5,5	-2,3	0,6	-6,0	-2,3
2013 T1	6,1	11,7	-27,3	-8,8	4,6	25,7	6,6	0,3	4,1	-2,4	1,7	-6,3	-2,9
T2 (p)	10,8	16,3	-28,5	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,7	-1,4	-3,2	-2,1	-6,5	-2,7
2013 Avril	15,7	24,5	-24,2	-9,4	5,2	29,8	8,6	1,5	1,7	-3,0	-0,6	-6,7	-2,8
Mai	11,9	19,5	-29,8	-8,6	5,2	31,6	9,1	1,8	0,6	-3,1	-1,3	-6,3	-2,9
Juin (p)	10,8	16,3	-28,5	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,7	-1,4	-3,2	-2,1	-6,5	-2,7

2. Prêts aux ménages ³⁾

	Total	Crédits à la consommation				Prêts au logement				Autres prêts					
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Entrepreneurs individuels	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours															
2012	5 252,6	604,3	136,4	175,2	292,7	3 830,9	14,4	56,6	3 759,9	817,4	419,4	139,8	80,7	596,9	
2013 T1	5 240,4	590,9	130,0	172,2	288,7	3 837,9	13,5	56,0	3 768,4	811,5	415,1	139,2	78,5	593,8	
T2 (p)	5 241,3	589,7	130,8	171,5	287,4	3 836,8	13,6	55,7	3 767,4	814,9	413,8	144,5	78,3	592,0	
2013 Avril	5 237,8	591,1	130,2	172,4	288,6	3 836,2	13,6	56,0	3 766,6	810,4	413,9	140,1	78,3	592,0	
Mai	5 231,6	590,3	129,3	173,0	288,0	3 831,3	13,6	55,9	3 761,9	810,1	414,6	137,6	79,1	593,3	
Juin (p)	5 241,3	589,7	130,8	171,5	287,4	3 836,8	13,6	55,7	3 767,4	814,9	413,8	144,5	78,3	592,0	
Flux															
2012	25,1	-17,8	-3,2	-6,2	-8,4	47,8	0,2	0,2	47,4	-4,9	-5,7	-0,3	-6,9	2,3	
2013 T1	-10,1	-11,2	-5,0	-3,5	-2,7	5,5	-0,6	-0,9	6,9	-4,4	-4,2	-0,8	-1,9	-1,6	
T2 (p)	5,5	0,0	1,5	-0,8	-0,7	0,7	0,1	-0,3	0,9	4,8	-2,2	3,4	-0,1	1,5	
2013 Avril	0,4	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,5	0,1	0,0	-0,6	-0,3	-1,2	-0,7	-0,1	0,5	
Mai	-5,9	-1,3	-0,8	0,0	-0,5	-3,9	0,0	-0,1	-3,8	-0,7	-0,2	-2,3	0,1	1,5	
Juin (p)	11,0	0,1	1,7	-1,1	-0,4	5,2	0,0	-0,2	5,3	5,8	-0,7	6,4	-0,1	-0,5	
Taux de croissance															
2012	0,5	-2,8	-2,2	-3,4	-2,8	1,3	1,3	0,3	1,3	-0,6	-1,4	-0,3	-7,8	0,4	
2013 T1	0,4	-3,5	-2,7	-4,2	-3,4	1,3	0,0	-1,4	1,4	-0,9	-1,8	-0,7	-8,4	0,1	
T2 (p)	0,0	-3,6	-2,4	-4,9	-3,3	0,8	-0,4	-2,0	0,8	-1,0	-1,7	-1,3	-7,4	0,0	
2013 Avril	0,4	-3,2	-2,6	-3,9	-3,0	1,2	0,5	-1,9	1,2	-0,8	-1,8	-0,7	-8,3	0,3	
Mai	0,2	-3,5	-3,5	-4,0	-3,2	1,0	0,1	-2,0	1,1	-1,0	-1,6	-2,2	-7,9	0,3	
Juin (p)	0,0	-3,6	-2,4	-4,9	-3,3	0,8	-0,4	-2,0	0,8	-1,0	-1,7	-1,3	-7,4	0,0	

Source : BCE

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

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

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

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

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

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro					
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques			
			Administrations d'Etats fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	Encours										
2011	1 159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3 021,6	2 022,7	998,9	62,4	936,4	
2012	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 866,9	1 908,0	958,8	60,7	898,1	
2012 T2	1 169,9	339,6	240,1	565,1	25,1	3 087,0	2 064,0	1 023,0	58,0	964,9	
T3	1 163,0	341,4	231,5	564,0	26,2	3 006,3	1 988,5	1 017,8	59,7	958,1	
T4	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 866,9	1 908,0	958,8	60,7	898,1	
2013 T1 ^(p)	1 124,3	312,4	217,0	568,8	25,7	2 890,1	1 892,3	997,8	60,1	937,7	
	Flux										
2011	-54,9	-45,9	-0,4	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	13,0	28,7	
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-130,4	-102,3	-28,0	-1,0	-27,0	
2012 T2	34,9	19,5	16,1	-1,8	1,1	-14,1	-3,3	-10,8	-3,0	-7,7	
T3	-7,7	1,8	-9,3	-1,3	1,1	-54,9	-59,9	5,0	2,3	2,7	
T4	-9,5	0,6	-9,9	1,9	-2,1	-103,4	-57,5	-45,9	1,9	-47,8	
2013 T1 ^(p)	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,5	11,1	-25,4	36,6	-1,0	37,6	
	Taux de croissance										
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2	
2012	-0,3	-1,1	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9	
2012 T2	1,8	-1,5	7,2	2,0	-6,6	-1,9	-1,6	-2,5	-8,5	-2,2	
T3	1,7	0,0	2,7	2,1	6,9	-5,6	-7,1	-2,6	-7,0	-2,3	
T4	-0,3	-1,1	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9	
2013 T1 ^(p)	-1,1	-2,4	-3,4	0,2	7,0	-5,2	-7,1	-1,4	0,2	-1,6	

G7 Prêts aux administrations publiques²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)

— Administration centrale
- - - Autres administrations publiques



Source : BCE

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

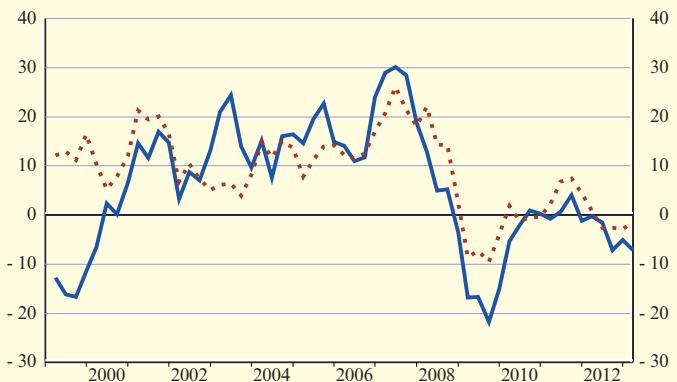
2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

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.

G8 Prêts aux non-résidents de la zone euro²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)

— Banques non résidentes
- - - Non-banques non résidentes



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

1. Dépôts des intermédiaires financiers

G9 Total des dépôts par secteurs 2)

89 Total des dép (taux de croissance annuels)

- Sociétés d'assurance et fonds de pension (total)
- ... Autres intermédiaires financiers (total)

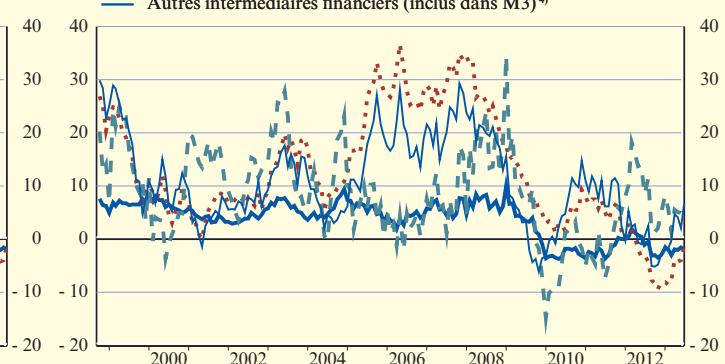
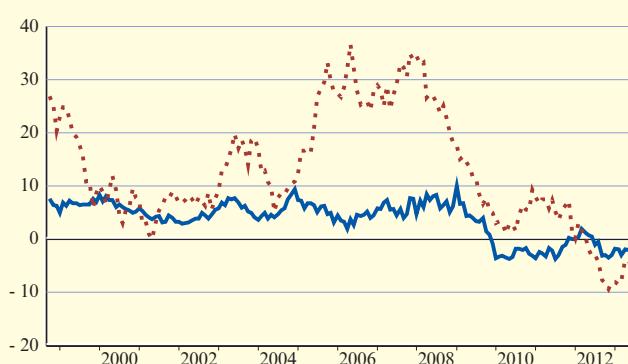
G10 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs²⁾

610 Total des dépôts (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)³⁾



Source : BCE

- Source : BCE

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

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

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

2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	Sociétés non financières						Ménages ³⁾							
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		
			≤ 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														
2011	1 686,9	1 054,3	444,3	97,7	72,3	2,0	16,3	5 894,0	2 255,7	948,1	723,7	1 837,1	106,7	22,7
2012	1 766,4	1 153,1	408,2	106,8	85,4	2,0	10,9	6 119,2	2 346,5	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013 T1	1 753,2	1 128,1	409,7	110,8	91,8	1,7	11,1	6 166,4	2 377,3	966,0	758,1	1 963,5	93,1	8,5
T2 ^(p)	1 763,1	1 152,8	384,7	121,1	92,4	1,6	10,5	6 208,9	2 445,4	929,3	769,9	1 970,0	88,2	6,2
2013 Mars	1 753,2	1 128,1	409,7	110,8	91,8	1,7	11,1	6 166,4	2 377,3	966,0	758,1	1 963,5	93,1	8,5
Avril	1 754,3	1 131,7	404,8	112,9	92,2	1,5	11,1	6 176,2	2 395,2	952,1	762,4	1 967,9	91,5	7,2
Mai	1 764,2	1 149,1	392,2	115,6	92,6	1,6	13,1	6 187,7	2 409,7	942,7	768,4	1 970,7	89,4	6,9
Juin ^(p)	1 763,1	1 152,8	384,7	121,1	92,4	1,6	10,5	6 208,9	2 445,4	929,3	769,9	1 970,0	88,2	6,2
Flux														
2011	9,5	10,0	-4,6	8,8	-5,0	0,4	-0,2	139,0	7,4	42,4	55,3	43,6	-2,6	-7,0
2012	84,5	101,9	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,9	90,4	33,8	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013 T1	-13,6	-25,6	1,6	4,2	6,4	-0,3	0,1	46,8	30,7	-12,6	9,5	26,0	-4,9	-1,9
T2 ^(p)	13,3	27,3	-25,5	11,4	0,6	0,0	-0,5	44,2	68,7	-36,4	12,5	6,5	-4,9	-2,3
2013 Mars	29,5	24,0	6,1	1,0	1,3	-0,1	-2,9	14,7	18,9	-11,2	4,8	3,5	-1,2	-0,2
Avril	3,6	5,8	-4,7	2,2	0,5	-0,2	0,1	10,7	18,4	-13,6	4,4	4,5	-1,6	-1,4
Mai	10,2	17,4	-12,2	2,6	0,4	0,1	2,0	11,5	14,5	-9,4	6,0	2,8	-2,1	-0,3
Juin ^(p)	-0,5	4,2	-8,5	6,6	-0,2	0,0	-2,6	22,0	35,8	-13,4	2,1	-0,7	-1,2	-0,7
Taux de croissance														
2011	0,6	1,0	-1,0	10,0	-6,5	28,9	-3,4	2,4	0,3	4,7	8,3	2,4	-2,4	-23,6
2012	5,0	9,7	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013 T1	5,4	9,8	-7,5	12,9	16,4	-22,8	-12,6	3,7	6,9	-2,6	2,4	5,2	-11,7	-57,3
T2 ^(p)	5,6	8,7	-6,4	20,7	10,5	-5,2	-13,7	3,5	6,9	-3,9	3,1	4,9	-15,4	-56,7
2013 Mars	5,4	9,8	-7,5	12,9	16,4	-22,8	-12,6	3,7	6,9	-2,6	2,4	5,2	-11,7	-57,3
Avril	6,5	11,0	-6,5	13,3	15,8	-15,8	-12,8	3,5	6,7	-3,4	2,4	5,3	-13,4	-59,2
Mai	6,7	10,8	-6,1	15,3	12,5	-6,1	-4,2	3,8	7,4	-3,3	2,9	5,2	-15,0	-57,4
Juin ^(p)	5,6	8,7	-6,4	20,7	10,5	-5,2	-13,7	3,5	6,9	-3,9	3,1	4,9	-15,4	-56,7

G11 Total des dépôts par secteurs²⁾

(taux de croissance annuels)

- Sociétés non financières (total)
- Ménages (total)



G12 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs²⁾

(taux de croissance annuels)

- Sociétés non financières (total)
- Ménages (total)
- - - Sociétés non financières (inclus dans M3)⁴⁾
- Ménages (inclus dans M3)⁵⁾



Source : BCE

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

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

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

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

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

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

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

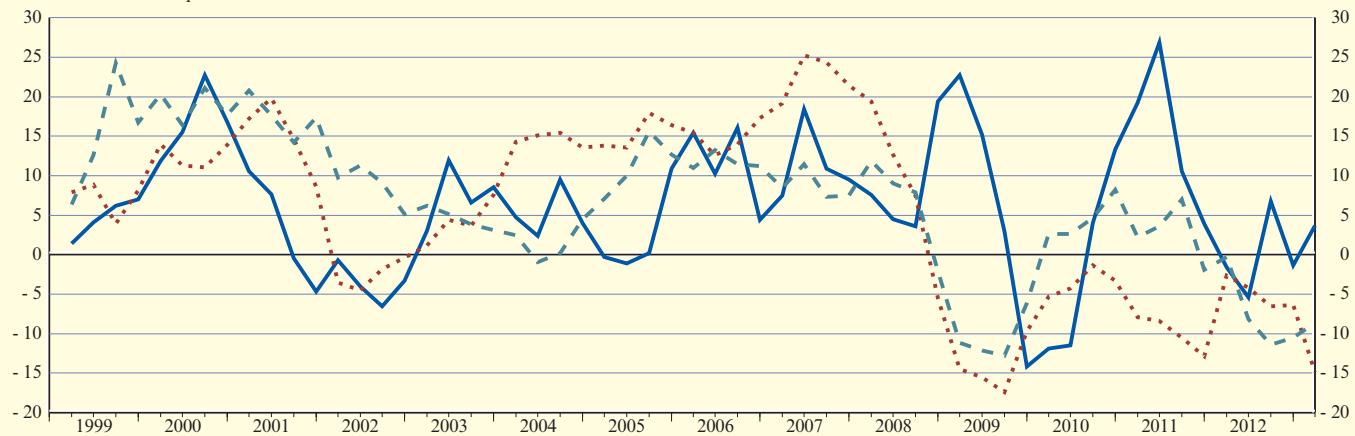
3. Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
Encours										
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3 153,6	2 175,0	978,6	44,3	934,3
2012	449,0	170,8	62,8	111,7	103,8	2 892,3	2 013,9	878,3	38,7	839,6
2012 T2	507,3	190,9	98,4	112,3	105,7	3 243,5	2 290,3	953,2	41,6	911,6
T3	510,1	202,6	93,1	111,3	103,1	3 131,0	2 176,6	954,4	42,5	912,0
T4	449,0	170,8	62,8	111,7	103,8	2 892,3	2 013,9	878,3	38,7	839,6
2013 T1 ^(p)	500,7	209,0	67,2	111,9	112,6	2 901,9	1 988,4	914,9	36,5	878,4
Flux										
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-242,1	-138,5	-103,6	-5,1	-98,5
2012 T2	25,0	0,8	18,9	-1,3	6,7	-133,6	-76,4	-57,3	-13,9	-43,3
T3	2,8	11,8	-5,5	-0,9	-2,7	-93,1	-101,2	8,0	1,1	6,9
T4	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-208,8	-141,6	-67,2	-3,4	-63,8
2013 T1 ^(p)	50,6	38,3	4,1	0,2	8,0	-2,6	-31,4	30,2	-2,4	32,7
Taux de croissance										
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,6	-6,4	-10,6	-11,9	-10,5
2012 T2	-5,4	-27,4	51,5	0,8	17,7	-5,3	-4,2	-8,2	-16,3	-7,8
T3	6,7	-2,9	45,5	1,1	14,0	-7,9	-6,5	-11,4	-16,4	-11,2
T4	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,6	-6,4	-10,6	-11,9	-10,5
2013 T1 ^(p)	3,7	9,7	-12,3	-1,4	12,9	-13,0	-14,9	-8,7	-33,9	-7,2

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

(taux de croissance annuels)

- Administrations publiques
- Banques non résidentes
- - - Non-banques non résidentes



Source : BCE

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

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

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

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

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

	Titres autres que des actions								Actions et autres participations			
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
Encours												
2011	5 697,6	1 764,2	87,8	1 373,0	22,9	1 489,0	28,3	932,5	1 507,4	484,0	728,0	295,4
2012	5 774,4	1 748,5	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013 T1	5 783,6	1 704,2	120,8	1 672,4	31,7	1 379,8	27,1	847,6	1 544,0	464,8	769,3	309,9
T2 ^(p)	5 768,0	1 649,9	115,4	1 753,5	29,4	1 380,0	26,5	813,1	1 554,7	469,0	777,3	308,4
2013 Mars	5 783,6	1 704,2	120,8	1 672,4	31,7	1 379,8	27,1	847,6	1 544,0	464,8	769,3	309,9
Avril	5 784,3	1 698,9	116,5	1 690,8	30,8	1 385,9	28,5	832,9	1 570,7	460,5	799,7	310,5
Mai	5 817,2	1 680,4	115,2	1 734,9	30,5	1 392,6	28,5	834,9	1 583,4	474,9	794,5	314,1
Juin ^(p)	5 768,0	1 649,9	115,4	1 753,5	29,4	1 380,0	26,5	813,1	1 554,7	469,0	777,3	308,4
Flux												
2011	-29,2	45,1	7,8	-2,6	5,5	-24,8	-0,1	-60,1	17,0	60,2	-31,5	-11,7
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,6	-3,9	-46,3	49,9	6,6	37,9	5,3
2013 T1	6,5	-59,3	17,8	78,6	-1,4	-19,6	3,4	-13,0	21,4	-9,9	17,9	13,5
T2 ^(p)	2,9	-48,8	-6,6	81,0	-1,7	0,3	-0,1	-21,1	18,1	9,9	7,9	0,3
2013 Mars	-4,6	-32,7	-0,2	30,5	-0,7	-2,9	2,4	-1,0	19,1	-2,3	9,9	11,5
Avril	-11,0	-7,1	-3,3	1,2	-0,5	5,2	1,7	-8,2	24,5	-2,8	27,0	0,4
Mai	42,8	-17,4	-0,4	49,9	-0,2	7,1	-0,1	3,9	13,7	15,3	-5,6	4,0
Juin ^(p)	-28,9	-24,2	-2,9	30,0	-1,1	-12,1	-1,8	-16,8	-20,1	-2,5	-13,4	-4,1
Taux de croissance												
2011	-0,5	2,7	7,7	-0,2	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,8
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013 T1	-2,8	-7,5	20,9	8,7	-4,3	-6,3	4,8	-9,3	2,6	-3,3	5,0	6,5
T2 ^(p)	-1,3	-7,6	18,2	10,2	-8,8	-3,6	6,9	-7,4	5,2	-1,3	7,9	9,6
2013 Mars	-2,8	-7,5	20,9	8,7	-4,3	-6,3	4,8	-9,3	2,6	-3,3	5,0	6,5
Avril	-2,2	-6,7	18,4	8,5	-7,0	-5,7	17,9	-7,7	2,9	-4,0	5,7	6,9
Mai	-1,6	-7,1	18,3	9,6	-6,1	-5,2	18,9	-6,9	4,4	-1,2	6,4	8,7
Juin ^(p)	-1,3	-7,6	18,2	10,2	-8,8	-3,6	6,9	-7,4	5,2	-1,3	7,9	9,6

G14 Titres détenus par les IFM²⁾

(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 ^{1), 2)}

(en pourcentage du total ; encours en milliards d'euros ; données de fin de période)

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

Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	IFM ³⁾				Non-IFM								
		Autres devises				Autres devises								
		Total	USD	JPY	CHF	GBP	Total	USD	JPY					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prêts														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2011	6 153,8	—	—	—	—	—	12 322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012	5 796,9	—	—	—	—	—	12 198,3	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2012 T4	5 796,9	—	—	—	—	—	12 198,3	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013 T1 ^(p)	5 611,1	—	—	—	—	—	12 170,0	96,4	3,6	1,8	0,2	0,9	0,5	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 022,7	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012	1 908,0	47,3	52,7	31,8	1,9	3,5	10,3	958,8	40,2	59,8	38,3	2,0	2,9	9,7
2012 T4	1 908,0	47,3	52,7	31,8	1,9	3,5	10,3	958,8	40,2	59,8	38,3	2,0	2,9	9,7
2013 T1 ^(p)	1 892,3	45,7	54,3	33,1	2,2	3,1	9,8	997,8	39,4	60,6	39,5	2,6	2,6	8,8
<i>Portefeuilles de titres autres que des actions</i>														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2011	1 852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2 913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1 851,4	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,2	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2012 T4	1 851,4	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,2	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 T1 ^(p)	1 825,0	93,4	6,6	3,1	0,1	0,3	2,7	3 111,0	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,5
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2012 T4	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013 T1 ^(p)	419,0	55,4	44,6	22,2	0,2	0,3	15,9	428,7	32,8	67,2	41,8	4,6	1,0	10,6
<i>Dépôts</i>														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2011	6 364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10 947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6 161,9	93,8	6,2	3,9	0,2	1,0	0,6	11 042,3	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 T4	6 161,9	93,8	6,2	3,9	0,2	1,0	0,6	11 042,3	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 T1 ^(p)	5 893,3	93,3	6,7	4,2	0,2	1,1	0,6	11 226,5	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012	2 013,9	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,3	52,3	47,7	31,3	1,9	1,2	6,3
2012 T4	2 013,9	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,3	52,3	47,7	31,3	1,9	1,2	6,3
2013 T1 ^(p)	1 988,4	56,5	43,5	29,4	1,9	1,0	6,6	914,9	51,2	48,8	32,7	1,9	1,0	5,7

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

Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				
		Total	USD	JPY	CHF	
1	2	3	4	5	6	7
2011	5 236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0
2012	5 068,3	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9
2012 T4	5 068,3	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9
2013 T1 ^(p)	4 969,7	81,0	19,0	10,6	1,4	1,8

Source : BCE

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

2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro¹⁾

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des titres d'OPCVM et des titres d'OPCVM monétaires)	Titres d'OPCVM et titres d'OPCVM monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2012 Novembre	7 145,0	495,7	2 940,2	1 939,7	945,8	245,9	577,7
Décembre	7 180,7	476,0	2 968,2	1 986,0	962,8	247,2	540,5
2013 Janvier	7 289,9	494,0	2 952,5	2 035,6	975,3	247,8	584,7
Février	7 462,0	511,1	3 005,4	2 083,2	995,6	248,3	618,3
Mars	7 604,0	503,5	3 068,5	2 140,9	1 025,6	247,9	617,6
Avril	7 737,5	516,5	3 129,4	2 152,9	1 035,3	247,9	655,5
Mai ^(p)	7 794,1	516,7	3 126,1	2 184,2	1 045,9	248,2	672,9
Transactions							
2012 T3	129,1	23,8	66,0	0,1	15,2	0,9	23,1
T4	42,7	-23,4	82,9	21,6	29,2	2,9	-70,4
2013 T1	226,3	25,3	81,8	33,8	32,1	0,4	52,9

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres d'OPCVM émis			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenus par les résidents de la zone euro	Détenus par les non-résidents		
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2012 Novembre	7 145,0	154,6	6 465,4	4 736,2	739,9	1 729,1	525,0
Décembre	7 180,7	148,6	6 560,8	4 797,7	757,5	1 763,1	471,3
2013 Janvier	7 289,9	152,7	6 624,9	4 849,6	770,4	1 775,2	512,3
Février	7 462,0	157,2	6 740,8	4 913,6	785,3	1 827,3	564,0
Mars	7 604,0	157,9	6 887,5	4 999,5	813,9	1 888,0	558,6
Avril	7 737,5	163,0	6 991,4	5 070,8	824,3	1 920,6	583,1
Mai ^(p)	7 794,1	167,4	7 020,5	5 084,0	830,1	1 936,4	606,2
Transactions							
2012 T3	129,1	22,5	81,6	29,8	29,3	51,8	25,0
T4	42,7	-5,8	124,9	64,4	32,9	60,6	-76,4
2013 T1	226,3	9,2	159,1	96,1	31,1	62,9	58,1

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

	Total	Ventilation par stratégies de placement					Ventilation par types de fonds			Pour mémoire : OPCVM monétaires
		OPCVM « Obligations »	OPCVM « Actions »	OPCVM « Mixtes »	OPCVM « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres OPCVM	Fonds ouverts	Fonds fermés	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012 Octobre	6 391,8	2 323,7	1 645,6	1 556,8	318,5	137,8	409,4	6 308,9	82,9	947,6
Novembre	6 465,4	2 354,0	1 665,7	1 574,4	319,8	136,6	414,9	6 382,2	83,2	947,5
Décembre	6 560,8	2 378,2	1 705,1	1 597,7	320,4	141,2	418,2	6 477,2	83,5	912,9
2013 Janvier	6 624,9	2 371,1	1 750,4	1 620,0	322,8	139,9	420,5	6 539,3	85,5	896,9
Février	6 740,8	2 406,8	1 792,1	1 645,5	325,5	143,6	427,4	6 655,3	85,6	901,2
Mars	6 887,5	2 447,0	1 840,9	1 685,2	327,6	150,2	436,6	6 801,4	86,1	910,6
Avril	6 991,4	2 499,7	1 852,8	1 715,3	329,3	150,6	443,6	6 905,6	85,8	898,0
Mai ^(p)	7 020,5	2 494,0	1 873,1	1 721,7	330,5	153,8	447,5	6 932,1	88,4	893,1
Transactions										
2012 Novembre	33,4	27,9	-1,6	6,5	0,3	-1,8	2,2	33,3	0,2	1,3
Décembre	53,6	17,9	18,2	11,4	0,7	3,9	1,5	52,8	0,8	-29,5
2013 Janvier	60,2	22,5	25,7	13,2	1,9	-1,3	-1,8	59,3	0,9	-2,9
Février	45,9	13,8	10,7	15,8	0,9	-0,1	4,8	45,9	0,0	-0,9
Mars	53,0	18,6	6,6	19,6	0,7	2,8	4,6	52,4	0,6	1,2
Avril	58,2	35,1	3,2	15,4	0,6	-0,6	4,4	58,1	0,1	-3,0
Mai ^(p)	39,0	23,7	5,7	5,7	0,1	0,8	3,0	39,1	0,0	-4,1

Source : BCE

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

2.9 Titres détenus par les OPCVM¹⁾ ventilés par émetteurs

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

1. Titres autres que des actions

	Total	Zone euro						Reste du monde		
		Total	IFM	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
Encours										
2012 T2	2 731,1	1 507,6	412,5	697,2	208,0	5,0	184,8	1 223,6	315,1	467,5
T3	2 857,7	1 568,9	414,5	713,9	232,7	6,0	201,8	1 288,7	323,8	493,8
T4	2 968,2	1 623,6	416,1	747,1	241,6	7,7	211,0	1 344,6	332,2	510,2
2013 T1 ^(p)	3 068,5	1 631,7	407,2	752,6	245,2	8,2	218,3	1 436,8	332,7	563,4
Transactions										
2012 T3	66,0	19,3	-7,2	-4,4	18,4	0,5	12,0	46,8	0,3	28,8
T4	82,9	30,4	-3,1	22,1	3,5	1,2	6,6	52,5	7,8	16,5
2013 T1 ^(p)	81,8	18,3	-10,0	7,8	7,5	0,5	12,5	63,5	-0,8	32,8
										-0,4

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

	Total	Zone euro						Reste du monde		
		Total	IFM	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
Encours										
2012 T2	1 818,1	639,6	45,5	—	39,1	21,9	533,1	1 178,5	163,7	392,3
T3	1 920,3	685,5	52,8	—	45,1	24,1	563,4	1 234,8	172,0	412,5
T4	1 986,0	721,7	60,8	—	50,9	27,6	582,3	1 264,3	175,6	407,8
2013 T1 ^(p)	2 140,9	737,7	56,4	—	49,8	27,0	604,6	1 403,2	187,7	478,9
Transactions										
2012 T3	0,1	-3,2	0,6	—	3,5	-0,5	-6,6	3,3	-0,7	4,6
T4	21,6	1,0	2,0	—	4,0	0,5	-5,6	20,6	0,7	6,4
2013 T1 ^(p)	33,8	-4,7	-0,5	—	-1,7	-1,2	-1,2	38,5	3,7	16,8
										5,8

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

	Total	Zone euro						Reste du monde		
		Total	IFM ⁽²⁾	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers ⁽²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Encours										
2012 T2	881,9	744,4	79,6	—	664,8	—	—	137,5	24,9	43,6
T3	926,2	792,5	75,1	—	717,4	—	—	133,7	27,4	41,3
T4	962,8	829,6	72,1	—	757,5	—	—	133,2	28,9	41,3
2013 T1 ^(p)	1 025,6	888,2	74,3	—	813,9	—	—	137,4	32,5	43,5
Transactions										
2012 T3	15,2	22,4	-6,9	—	29,3	—	—	-7,2	1,0	-2,7
T4	29,2	29,5	-3,4	—	32,9	—	—	-0,3	1,2	0,6
2013 T1 ^(p)	32,1	33,0	1,9	—	31,1	—	—	-0,9	2,1	0,9
										0,0

Source : BCE

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

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

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

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés								Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs				
			Total	Émis dans la zone euro				Émis hors de la zone euro										
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Administrations publiques											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13					
Encours																		
2012 T1	2 234,0	321,8	1 506,1	1 198,5	551,6	150,4	23,6	4,8	128,8	210,4	86,4	38,1	71,1					
T2	2 159,2	306,7	1 459,6	1 150,9	513,2	154,0	22,9	4,4	127,4	208,8	85,2	33,0	65,8					
T3	2 082,0	302,8	1 398,8	1 087,6	476,1	158,3	23,4	4,4	125,1	195,2	86,3	31,1	67,9					
T4	2 047,6	284,6	1 379,5	1 065,6	469,8	162,9	24,3	4,0	122,6	199,1	88,4	30,2	65,7					
2013 T1	2 018,7	293,4	1 348,5	1 038,4	462,7	162,0	24,4	4,0	119,7	194,6	87,0	30,7	64,6					
Transactions																		
2012 T1	-52,9	-6,5	-27,1	-19,1	-	-4,9	0,3	0,0	-3,3	-13,2	-2,2	-1,0	-3,0					
T2	-81,9	-14,8	-49,4	-50,4	-	4,0	-0,7	-0,4	-1,9	-2,0	-1,3	-5,3	-9,1					
T3	-80,9	-3,8	-61,6	-64,2	-	4,2	0,5	0,0	-2,0	-14,9	1,3	-2,0	0,1					
T4	-38,6	-17,8	-17,9	-21,1	-	4,5	1,1	-0,4	-2,0	2,2	2,4	-0,8	-6,7					
2013 T1	-31,1	7,7	-30,5	-28,9	-	1,4	0,2	0,0	-3,2	-1,9	-1,3	0,1	-5,3					

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis				Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	≤ 2 ans	> 2 ans	6		
	1	2	3	4	5			
Encours								
2012 T1	2 234,0	155,7	1 821,6	59,0	1 762,6	34,8	221,9	
T2	2 159,2	150,6	1 753,3	54,3	1 699,0	28,6	226,7	
T3	2 082,0	145,2	1 683,4	52,2	1 631,2	27,3	226,2	
T4	2 047,6	139,8	1 658,2	53,1	1 605,1	27,4	222,1	
2013 T1	2 018,7	141,6	1 622,1	55,5	1 566,6	27,0	228,1	
Transactions								
2012 T1	-52,9	1,1	-55,4	-8,0	-47,4	-0,9	2,2	
T2	-81,9	-5,3	-71,1	-4,6	-66,5	-5,8	0,4	
T3	-80,9	-5,7	-71,4	-2,4	-68,9	-1,3	-2,6	
T4	-38,6	-5,4	-25,4	0,0	-25,4	0,0	-7,7	
2013 T1	-31,1	1,7	-34,2	2,4	-36,6	-0,9	2,3	

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				Non-résidents de la zone euro		
		Secteur emprunteur de la zone euro ²⁾							Total	Résidents de la zone euro					
		Ménages	Sociétés non financières	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques			Total	IFM	Non IFM	Véhicules financiers <i>ad hoc</i>			
	1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13	
Encours															
2012 T1	1 198,5	879,5	246,0	18,2	0,2	6,4	32,4	210,4	115,1	41,4	73,7	30,2	95,3		
T2	1 150,9	833,0	245,8	18,7	0,2	6,3	33,3	208,8	115,6	42,6	73,0	29,1	93,1		
T3	1 087,6	787,5	233,1	17,1	0,2	5,5	31,6	195,2	109,4	38,7	70,7	27,8	85,8		
T4	1 065,6	770,2	230,2	17,5	0,2	5,4	31,1	199,1	114,4	39,4	75,0	29,6	84,8		
2013 T1	1 038,4	751,5	227,1	14,9	0,2	5,4	29,2	194,6	109,2	36,2	73,0	29,6	85,4		
Transactions															
2012 T1	-19,1	-10,4	-8,2	0,3	0,0	-0,2	0,6	-13,2	-6,0	-0,7	-5,3	-0,5	-7,3		
T2	-50,4	-48,5	-0,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	-2,0	0,7	0,9	-0,3	-1,4	-2,7		
T3	-64,2	-47,0	-12,6	-1,0	0,0	-0,8	-1,8	-14,9	-6,9	-4,3	-2,6	-1,1	-8,0		
T4	-21,1	-17,8	-2,1	0,4	0,0	-0,1	0,1	2,2	5,2	0,9	4,3	1,8	-3,0		
2013 T1	-28,9	-20,8	-3,0	-2,3	0,0	0,0	-1,9	-1,9	-4,0	-2,6	-1,5	-2,2	2,2		

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) Hors titrisation des prêts inter-IFM

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

1. Actif

	Total	Numéraire et dépôts	Prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Titres d'OPCVM	Titres d'OPCVM monétaires	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Actifs non financiers
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 T2	6 885,8	781,8	439,0	2 645,8	776,8	1 515,0	88,3	251,0	241,9	146,2
T3	7 061,0	780,2	447,4	2 734,7	792,6	1 555,5	86,1	253,1	264,9	146,5
T4	7 034,7	768,3	453,1	2 672,9	825,7	1 611,4	76,9	253,8	223,6	149,0
2011 T1	7 137,3	769,2	454,7	2 733,7	842,7	1 623,2	76,2	261,7	225,2	150,8
T2	7 153,6	772,1	462,4	2 744,6	840,7	1 626,9	79,3	254,1	223,9	149,5
T3	7 153,7	789,2	461,8	2 770,0	785,9	1 583,1	88,5	255,5	270,7	149,1
T4	7 162,9	781,8	471,2	2 730,8	794,9	1 614,6	91,3	253,4	274,2	150,7
2012 T1	7 449,6	793,1	468,4	2 873,5	809,0	1 716,8	98,3	255,1	284,8	150,6
T2	7 477,0	782,4	468,3	2 884,7	805,5	1 717,3	102,9	258,1	306,4	151,5
T3	7 696,2	782,5	478,8	3 000,2	825,7	1 792,7	106,5	259,9	298,1	151,9
T4	7 787,8	786,2	481,1	3 042,4	828,2	1 837,3	105,7	258,7	294,9	153,4
2013 T1 ^(p)	7 996,9	790,3	483,9	3 130,1	859,4	1 911,7	111,5	261,4	294,2	154,4

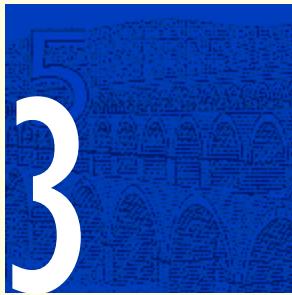
2. Portefeuilles de titres autres que des actions

	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
2010 T2	2 645,8	2 223,6	583,2	1 227,2	245,5	16,2	151,5	422,2
T3	2 734,7	2 307,9	601,5	1 279,8	254,5	18,6	153,5	426,9
T4	2 672,9	2 249,3	599,0	1 242,6	234,2	17,5	155,9	423,6
2011 T1	2 733,7	2 317,2	624,0	1 285,8	236,6	17,2	153,6	416,4
T2	2 744,6	2 328,4	629,1	1 290,0	235,5	16,8	157,1	416,2
T3	2 770,0	2 349,1	640,1	1 305,2	227,1	16,9	159,8	420,9
T4	2 730,8	2 307,0	635,5	1 266,7	223,9	16,5	164,3	423,8
2012 T1	2 873,5	2 423,5	665,6	1 329,1	231,5	17,0	180,3	450,0
T2	2 884,7	2 420,7	666,9	1 315,7	234,5	16,8	186,7	464,0
T3	3 000,2	2 506,0	696,8	1 347,0	243,6	17,4	201,2	494,3
T4	3 042,4	2 534,0	676,0	1 384,3	246,8	17,9	208,9	508,4
2013 T1 ^(p)	3 130,1	2 614,2	698,4	1 430,7	251,9	17,6	215,7	515,9

3. Passif et valeur nette

	Passif								Valeur nette	
	Total	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
2010 T2	6 710,7	251,1	39,5	431,7	5 796,2	3 156,9	1 826,1	813,2	192,2	175,2
T3	6 873,6	276,2	38,6	441,4	5 938,5	3 220,7	1 908,4	809,4	178,9	187,4
T4	6 867,6	250,3	39,6	451,7	5 957,4	3 257,8	1 889,6	809,9	168,6	167,1
2011 T1	6 914,0	262,7	39,4	466,2	5 970,6	3 283,7	1 861,0	825,9	175,2	223,3
T2	6 935,8	262,1	42,0	455,0	6 000,7	3 304,6	1 874,1	822,0	176,0	217,8
T3	7 044,7	269,5	41,0	410,4	6 134,4	3 286,5	2 026,6	821,3	189,3	109,1
T4	7 065,9	263,8	40,9	409,2	6 164,0	3 297,9	2 050,4	815,7	188,1	96,9
2012 T1	7 228,9	271,8	45,0	438,9	6 281,7	3 339,7	2 108,6	833,4	191,5	220,6
T2	7 296,3	279,1	43,7	420,9	6 346,4	3 340,9	2 172,1	833,4	206,2	180,7
T3	7 373,4	290,3	45,3	452,7	6 388,2	3 388,8	2 163,6	835,8	196,9	322,9
T4	7 478,9	267,3	49,7	481,0	6 459,4	3 422,4	2 200,7	836,3	221,5	309,0
2013 T1 ^(p)	7 588,5	280,7	49,6	495,0	6 535,6	3 472,0	2 201,4	862,2	227,6	408,4

Source : BCE



COMPTES DE LA ZONE EURO

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

Emplois	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T1 2013						
Compte extérieur						
Exportations de biens et services						
<i>Solde des échanges extérieurs¹⁾</i>						608
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Taxes nettes de subventions sur les produits						-47
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 116	110	707	57	242	
Autres taxes nettes de subventions sur la production	21	8	5	5	4	
Consommation de capital fixe	377	100	215	11	51	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte¹⁾</i>	558	274	254	31	0	
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						
Rémunération des salariés						7
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	627	32	249	281	65	114
Intérêts	336	30	58	183	65	48
Autres revenus de la propriété	291	2	191	98	0	67
<i>Revenu national net¹⁾</i>	1 960	1 596	109	33	222	
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	258	219	31	8	0	1
Cotisations sociales	437	437				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	469	1	18	37	413	1
Autres transferts courants	205	70	24	49	62	10
Primes nettes d'assurance-dommages	46	35	10	1	1	2
Indemnités d'assurance-dommages	47			47		1
Autres	113	35	14	1	62	8
<i>Revenu disponible net¹⁾</i>	1 919	1 423	67	40	388	
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 852	1 358				495
Dépense de consommation individuelle	1 669	1 358				312
Dépense de consommation collective	183					183
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	0	1	14	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur¹⁾</i>	67	81	67	25	-107	-26
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	418	129	234	13	42	
Formation brute de capital fixe	402	125	222	13	42	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	16	4	12	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	2	-1	7	0	-3	-2
Transferts en capital	35	8	0	2	25	4
Impôts en capital	6	6	0	0		0
Autres transferts en capital	28	2	-1	2	25	4
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)¹⁾</i>	25	55	56	28	-114	-25
Écart statistique	0	36	-36	0	0	0

Sources : BCE et Eurostat

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

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

Ressources	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
	T1 2013					
Compte extérieur						
Importations de biens et services						561
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 073	491	1 182	104	297	
Taxes nettes de subventions sur les produits	243					
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	2 317					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	558	274	254	31	0	
Rémunération des salariés	1 121	1 121				2
Taxes nettes de subventions sur la production	264				264	1
Revenus de la propriété	645	234	103	284	24	97
Intérêts	330	54	33	234	8	54
Autres revenus de la propriété	315	179	70	50	15	43
<i>Revenu national net</i>						
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net	1 960	1 596	109	33	222	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	259				259	1
Cotisations sociales	436	1	18	52	365	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	467	467				3
Autres transferts courants	166	86	13	48	18	50
Primes nettes d'assurance-dommages	47			47		1
Indemnités d'assurance-dommages	45	35	8	1	0	3
Autres	74	51	5	0	18	46
<i>Revenu disponible net</i>						
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net	1 919	1 423	67	40	388	
Dépense de consommation finale						
Dépense de consommation individuelle						
Dépense de consommation collective						
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	15				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	67	81	67	25	-107	-26
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	377	100	215	11	51	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	36	10	14	7	5	3
Impôts en capital	6				6	0
Autres transferts en capital	29	10	14	7	-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
	T1 2013							
Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		19 731	17 215	34 676	16 737	7 417	4 279	18 136
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)			490					
Numéraire et dépôts	7 041	2 157	11 240	2 234	805	748	37	3 335
Titres de créance à court terme	47	81	553	388	68	37	612	
Titres de créance à long terme	1 282	257	6 488	2 891	2 984	432	4 143	
Crédits	83	2 966	13 213	4 061	492	818	2 409	
<i>dont à long terme</i>	63	1 878	10 306	2 807	364	720		.
Actions et autres participations	4 519	7 973	1 844	6 841	2 683	1 513	6 814	
Actions cotées	777	1 101	367	2 157	408	210		.
Actions non cotées et autres participations	2 344	6 488	1 176	3 578	410	1 131		.
Titres d'OPCVM	1 399	384	300	1 106	1 865	173		.
Provisions techniques d'assurance	6 210	175	3	0	235	4	276	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	549	3 606	845	321	151	726	547	
<i>Valeur financière nette</i>								
Compte financier, transactions sur actifs financiers								
Total des transactions sur actifs financiers		91	63	-717	370	123	80	189
Or monétaire et DTS			0					0
Numéraire et dépôts	39	-30	-847	114	9	31	-31	-34
Titres de créance à court terme	-2	-14	5	29	-3	0	42	
Titres de créance à long terme	-53	-2	28	84	47	-12	29	
Crédits	1	-11	28	29	5	16	25	
<i>dont à long terme</i>	0	-13	-31	16	2	18		.
Actions et autres participations	22	92	19	74	44	10	89	
Actions cotées	-5	8	26	34	-4	-1		.
Actions non cotées et autres participations	0	79	-4	12	2	9		.
Titres d'OPCVM	27	5	-4	28	46	3		.
Provisions techniques d'assurance	63	5	0	0	12	0	-3	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	21	24	50	40	9	34	40	
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
Compte des autres changements, actifs financiers								
Total des autres changements sur actifs financiers		100	275	-1	110	44	6	150
Or monétaire et DTS			-4					
Numéraire et dépôts	-5	7	9	2	-2	2		14
Titres de créance à court terme	-5	0	12	-4	1	0		-9
Titres de créance à long terme	-28	2	-29	-3	0	0		29
Crédits	0	13	-17	-39	0	-7		-9
<i>dont à long terme</i>	0	10	-4	-39	-1	-9		.
Actions et autres participations	101	222	26	151	56	13	113	
Actions cotées	21	47	4	113	9	-2		.
Actions non cotées et autres participations	60	172	24	18	4	9		.
Titres d'OPCVM	20	3	-1	20	44	5		.
Provisions techniques d'assurance	42	0	0	0	-8	0	3	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	-5	30	3	2	-2	-1	9	
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		19 922	17 553	33 958	17 217	7 585	4 365	18 474
Or monétaire et DTS			485					
Numéraire et dépôts	7 076	2 134	10 401	2 350	811	781	3 315	
Titres de créance à court terme	40	66	570	413	66	37	646	
Titres de créance à long terme	1 200	258	6 487	2 973	3 032	420	4 201	
Crédits	84	2 967	13 224	4 051	496	827	2 425	
<i>dont à long terme</i>	63	1 874	10 271	2 784	365	728		.
Actions et autres participations	4 642	8 286	1 888	7 067	2 783	1 536	7 015	
Actions cotées	793	1 155	397	2 305	413	207		.
Actions non cotées et autres participations	2 403	6 739	1 197	3 608	416	1 149		.
Titres d'OPCVM	1 446	392	295	1 154	1 955	180		.
Provisions techniques d'assurance	6 316	181	3	0	238	4	276	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	565	3 660	898	364	158	759	596	
<i>Valeur financière nette</i>								

Source : BCE

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

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
	T1 2013							
Compte de patrimoine d'ouverture, passifs								
Total des éléments de passif		6 827	26 674	33 629	16 416	7 387	10 529	16 239
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)			32	24 513	37	0	281	2 697
Numéraire et dépôts			83	634	101	3	670	295
Titres de créance à court terme			964	4 677	2 857	52	6 723	3 205
Titres de créance à long terme		6 186	8 334	3 784	282	2 273	2 273	3 184
Crédits		5 834	6 104	2 108	109	1 972		
<i>dont à long terme</i>								
Actions et autres participations		8	13 292	2 620	9 594	466	4	6 202
Actions cotées			3 747	403	234	133	0	
Actions non cotées et autres participations		8	9 545	1 304	3 015	332	4	
Titres d'OPCVM				913	6 345			
Provisions techniques d'assurance		36	349	65	1	6 452	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		597	3 621	1 120	41	131	579	656
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 407	12 904	-9 459	1 047	321	30	-6 250	
Compte financier, transactions sur passifs								
Total des transactions sur passifs		0	43	-732	366	113	193	214
Or monétaire et DTS			2	-694	-3	0	-10	-12
Numéraire et dépôts			9	-3	26	0	21	3
Titres de créance à court terme			14	-101	4	1	173	32
Titres de créance à long terme			-21	-14	80	15	-22	55
Crédits			-15	-21	15	1	-8	
<i>dont à long terme</i>								
Actions et autres participations		0	40	4	186	1	0	119
Actions cotées			-13	0	0	0	0	
Actions non cotées et autres participations		0	53	6	22	1	0	
Titres d'OPCVM				-3	164			
Provisions techniques d'assurance		0	1	0	0	77	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		22	-9	63	74	20	32	17
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> ¹⁾	25	91	20	15	3	10	-114	-25
Compte des autres changements, passifs								
Total des autres changements sur passifs		-7	376	-48	181	50	-39	176
Or monétaire et DTS			0	18	0	0	0	8
Numéraire et dépôts			0	1	0	0	0	-6
Titres de créance à court terme			-2	-19	1	0	-38	27
Titres de créance à long terme			-3	-13	-18	-1	0	-24
Crédits			-1	-8	-12	0	0	
<i>dont à long terme</i>								
Actions et autres participations		0	385	-38	166	13	0	157
Actions cotées			156	-23	7	3	0	
Actions non cotées et autres participations		0	228	-15	-7	10	0	
Titres d'OPCVM				0	166			
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	37	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		-4	7	-11	32	0	-2	14
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> ¹⁾	22	107	-102	47	-71	-5	45	-26
Compte de patrimoine de clôture, passifs								
Total des passifs		6 820	27 093	32 849	16 963	7 550	10 684	16 629
Or monétaire et DTS			33	23 837	33	0	271	2 694
Numéraire et dépôts			93	632	128	3	691	292
Titres de créance à court terme			975	4 557	2 863	53	6 858	3 264
Titres de créance à long terme		6 161	8 306	3 846	296	2 251	2 251	3 215
Crédits		5 817	6 076	2 111	110	1 963		
<i>dont à long terme</i>								
Actions et autres participations		8	13 717	2 586	9 946	480	4	6 477
Actions cotées			3 891	381	241	136	0	
Actions non cotées et autres participations		8	9 827	1 295	3 030	343	4	
Titres d'OPCVM				911	6 675			
Provisions techniques d'assurance		36	349	64	1	6 566	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		615	3 619	1 172	148	151	609	686
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 360	13 102	-9 541	1 109	253	35	-6 319	

Source : BCE

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

3.2 Comptes non financiers de la zone euro

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

Emplois	2009	2010	2011	T2 2011-T1 2012	T3 2011-T2 2012	T4 2011-T3 2012	T1 2012-T4 2012	T2 2012-T1 2013
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 448	4 508	4 621	4 638	4 650	4 663	4 668	4 677
Autres taxes nettes de subventions sur la production	85	83	95	103	110	115	124	124
Consommation de capital fixe	1 387	1 419	1 467	1 477	1 485	1 493	1 500	1 505
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte¹⁾</i>	2 099	2 203	2 250	2 246	2 232	2 214	2 193	2 180
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	2 964	2 819	3 019	3 033	3 019	2 989	2 926	2 877
Intérêts	1 596	1 386	1 556	1 570	1 555	1 524	1 473	1 426
Autres revenus de la propriété	1 369	1 433	1 463	1 462	1 465	1 465	1 453	1 451
<i>Revenu national net¹⁾</i>	7 540	7 761	7 968	7 993	7 998	8 003	8 026	8 032
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 028	1 055	1 111	1 123	1 139	1 154	1 175	1 180
Cotisations sociales	1 677	1 704	1 753	1 762	1 772	1 778	1 787	1 795
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 768	1 813	1 840	1 850	1 861	1 873	1 884	1 896
Autres transferts courants	773	777	787	790	792	793	789	790
Primes nettes d'assurance-dommages	180	181	185	186	186	187	186	185
Indemnités d'assurance-dommages	182	182	186	187	188	189	189	188
Autres	410	413	416	417	418	418	415	417
<i>Revenu disponible net¹⁾</i>	7 432	7 650	7 859	7 882	7 884	7 889	7 916	7 919
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	7 151	7 317	7 477	7 506	7 517	7 524	7 528	7 530
Dépense de consommation individuelle	6 382	6 542	6 700	6 728	6 738	6 744	6 750	6 751
Dépense de consommation collective	769	774	777	778	779	780	778	779
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	56	59	60	60	58	58	58
<i>Épargne nette¹⁾</i>	281	333	382	376	367	365	388	389
Compte de capital								
Épargne nette								
Formation brute de capital	1 705	1 785	1 870	1 852	1 820	1 789	1 768	1 737
Formation brute de capital fixe	1 752	1 762	1 825	1 822	1 808	1 791	1 771	1 742
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-48	22	44	30	12	-2	-3	-6
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	1	1	0	0	1	1	0	3
Transferts en capital	184	222	176	171	177	184	197	205
Impôts en capital	34	25	31	30	29	29	26	26
Autres transferts en capital	150	197	145	141	148	155	171	179
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)¹⁾</i>	-28	-23	-10	10	42	81	131	167

Sources : BCE et Eurostat

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

3.2 Comptes non financiers de la zone euro (suite)

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

Ressources	2009	2010	2011	T2 2011- T1 2012	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 019	8 212	8 433	8 463	8 477	8 485	8 485	8 486
Taxes nettes de subventions sur les produits	894	943	974	976	974	973	978	976
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	8 914	9 154	9 407	9 439	9 450	9 458	9 463	9 462
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 099	2 203	2 250	2 246	2 232	2 214	2 193	2 180
Rémunération des salariés	4 459	4 520	4 634	4 651	4 663	4 677	4 682	4 691
Taxes nettes de subventions sur la production	997	1 038	1 080	1 089	1 093	1 098	1 112	1 112
Revenus de la propriété	2 950	2 819	3 023	3 040	3 029	3 004	2 965	2 926
Intérêts	1 551	1 337	1 504	1 521	1 513	1 490	1 447	1 404
Autres revenus de la propriété	1 399	1 482	1 519	1 519	1 516	1 514	1 518	1 522
<i>Revenu national net</i>								
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net	7 540	7 761	7 968	7 993	7 998	8 003	8 026	8 032
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 033	1 059	1 117	1 129	1 144	1 158	1 179	1 184
Cotisations sociales	1 675	1 702	1 752	1 761	1 770	1 775	1 784	1 793
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 762	1 807	1 834	1 844	1 855	1 867	1 878	1 890
Autres transferts courants	668	669	678	680	682	685	684	682
Primes nettes d'assurance-dommages	182	182	186	187	188	189	189	188
Indemnités d'assurance-dommages	178	178	180	181	182	182	181	180
Autres	308	309	312	312	312	313	314	314
<i>Revenu disponible net</i>								
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net	7 432	7 650	7 859	7 882	7 884	7 889	7 916	7 919
Dépense de consommation finale								
Dépense de consommation individuelle								
Dépense de consommation collective								
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	56	59	60	60	59	58	58
<i>Épargne nette</i>								
Compte de capital								
Épargne nette	281	333	382	376	367	365	388	389
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 387	1 419	1 467	1 477	1 485	1 493	1 500	1 505
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	193	232	187	181	189	197	210	217
Impôts en capital	34	25	31	30	29	29	26	26
Autres transferts en capital	159	207	155	151	160	168	184	191
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>								

Sources : BCE et Eurostat

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

3.3 Ménages

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

	2009	2010	2011	T2 2011- T1 2012	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013
Revenus, épargne et variations de la valeur nette								
Rémunération des salariés (+)	4 459	4 520	4 634	4 651	4 663	4 677	4 682	4 691
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 441	1 440	1 477	1 482	1 481	1 481	1 478	1 482
Intérêts à recevoir (+)	233	201	229	232	231	228	223	219
Intérêts à payer (-)	146	124	146	146	142	137	130	125
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	726	724	747	758	754	750	747	741
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	842	848	881	891	906	920	935	943
Cotisations sociales nettes (-)	1 672	1 699	1 749	1 757	1 767	1 773	1 782	1 790
Prestations sociales nettes (+)	1 757	1 801	1 829	1 839	1 850	1 862	1 873	1 885
Transferts courants nets à recevoir (+)	72	71	70	69	70	68	70	70
= Revenu disponible brut	6 016	6 076	6 201	6 226	6 223	6 225	6 215	6 221
Dépense de consommation finale (-)	5 156	5 293	5 439	5 463	5 471	5 474	5 479	5 476
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	60	55	58	60	60	58	58	57
= Épargne brute	921	839	820	823	813	809	793	802
Consommation de capital fixe (-)	379	386	396	397	399	400	401	401
Transferts en capital nets à recevoir (+)	10	13	9	7	7	5	5	3
Autres variations de la valeur nette (+)	-126	805	-54	-88	-520	-397	-233	-609
= Variations de la valeur nette	426	1 271	380	345	-99	17	164	-204
Investissement, financement et variations de la valeur nette								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	554	555	576	573	567	561	555	548
Consommation de capital fixe (-)	379	386	396	397	399	400	401	401
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	6	38	124	156	167	170	189	165
Numéraire et dépôts	121	118	118	155	164	175	224	226
Titres d'OPCVM monétaires	-40	-60	-21	-15	-13	-28	-33	-49
Titres de créance ¹⁾	-75	-20	28	16	15	23	-3	-11
Actifs à long terme	471	410	210	220	189	175	131	133
Dépôts	81	58	55	53	45	29	12	9
Titres de créance	0	-7	53	39	-7	-13	-94	-133
Actions et autres participations	160	110	-11	29	53	58	92	114
Actions cotées, non cotées et autres participations	118	101	38	67	88	59	55	35
Titres d'OPCVM	42	9	-50	-38	-35	-1	37	79
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	230	249	113	99	97	101	122	143
Principales rubriques du financement (-)								
Crédits	107	114	86	69	40	19	15	3
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	65	147	81	34	13	1	25	21
Autres variations des actifs (+)								
Actifs non financiers	-410	707	306	13	-344	-967	-884	-1 090
Actifs financiers	250	138	-415	-169	-223	514	595	412
Actions et autres participations	82	45	-347	-267	-286	324	368	314
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	186	124	12	97	96	180	173	150
Flux nets résiduels (+)	40	-77	60	17	-17	-17	-4	32
= Variations de la valeur nette	426	1 271	380	345	-99	17	164	-204
Bilan								
Actifs non financiers (+)	25 291	26 167	26 654	26 472	26 404	26 117	25 923	25 528
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 771	5 813	5 951	5 978	6 029	6 031	6 116	6 132
Numéraire et dépôts	5 474	5 596	5 727	5 755	5 821	5 838	5 948	5 980
Titres d'OPCVM monétaires	247	189	172	166	155	136	120	113
Titres de créance ¹⁾	51	28	52	57	54	57	47	40
Actifs à long terme	11 596	12 121	11 924	12 272	12 187	12 436	12 684	12 832
Dépôts	972	1 029	1 079	1 089	1 101	1 096	1 093	1 096
Titres de créance	1 376	1 318	1 309	1 371	1 309	1 289	1 282	1 200
Actions et autres participations	4 131	4 284	3 920	4 098	4 034	4 222	4 399	4 530
Actions cotées et non cotées et autres participations	2 988	3 062	2 811	2 923	2 868	2 988	3 121	3 196
Titres d'OPCVM	1 143	1 222	1 110	1 175	1 166	1 234	1 278	1 333
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	5 117	5 490	5 615	5 713	5 742	5 830	5 911	6 007
Actifs nets résiduels (+)	294	297	330	294	306	330	290	298
Engagements (-)								
Crédits	5 939	6 115	6 195	6 180	6 193	6 183	6 186	6 161
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	4 976	5 220	5 281	5 269	5 294	5 283	5 291	5 279
= Valeur nette	37 012	38 283	38 663	38 835	38 733	38 731	38 827	38 630

Sources : BCE et Eurostat

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

3.4 Sociétés non financières

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

	2009	2010	2011	T2 2011- T1 2012	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013
Revenus et épargne								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 519	4 669	4 829	4 848	4 857	4 863	4 867	4 863
Rémunération des salariés (-)	2 787	2 827	2 923	2 938	2 950	2 962	2 970	2 975
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	40	34	42	44	47	48	51	51
= Excédent brut d'exploitation (+)	1 691	1 808	1 863	1 866	1 860	1 854	1 846	1 837
Consommation de capital fixe (-)	782	800	830	837	842	847	852	856
= Excédent net d'exploitation (+)	910	1 008	1 033	1 029	1 018	1 006	994	981
Revenus de la propriété à recevoir (+)	528	560	576	574	573	570	563	562
Intérêts à recevoir	168	160	169	169	166	159	151	145
Autres revenus de la propriété à recevoir	360	400	407	405	408	411	412	417
Intérêts et loyers à payer (-)	299	259	295	298	292	285	273	263
= Revenu d'entreprise net (+)	1 139	1 309	1 314	1 306	1 299	1 292	1 284	1 280
Revenus distribués (-)	927	933	980	984	995	994	975	968
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	151	168	188	190	192	193	199	196
Cotisations sociales à recevoir (+)	71	69	73	73	73	73	73	73
Prestations sociales à payer (-)	68	69	69	69	70	70	70	70
Autres transferts nets (-)	47	45	49	49	48	49	48	48
= Épargne nette	16	163	101	86	67	59	65	71
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	70	155	202	185	162	136	113	91
Formation brute de capital fixe (+)	901	933	989	991	988	980	969	950
Consommation de capital fixe (-)	782	800	830	837	842	847	852	856
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	-50	22	43	31	16	3	-3	-3
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	95	34	-28	4	7	32	68	50
Numéraire et dépôts	88	68	6	16	16	39	77	85
Titres d'OPCVM monétaires	38	-32	-46	-29	-24	-12	-2	-5
Titres de créance ¹⁾	-31	-1	12	16	14	5	-7	-30
Actifs à long terme	130	415	480	445	357	288	197	180
Dépôts	0	20	87	80	52	1	15	-16
Titres de créance	24	4	-5	-16	0	-4	-8	-8
Actions et autres participations	96	236	265	258	161	144	96	146
Autres (principalement les prêts intragroupes)	11	156	133	124	144	148	94	58
Actifs nets résiduels (+)	61	2	-22	-36	-12	40	65	66
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	15	160	236	213	165	183	137	100
donc crédits auprès des IFM de la zone euro	-108	-17	73	-2	-43	-89	-143	-123
donc titres de créance	90	66	49	73	90	105	115	103
Actions et autres participations	240	217	226	232	213	181	168	139
Actions cotées	59	31	27	19	15	16	27	11
Actions non cotées et autres participations	181	185	199	213	198	166	142	128
Transferts en capital nets à recevoir (-)	82	66	69	67	68	69	68	71
= Épargne nette	16	163	101	86	67	59	65	71
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 932	1 957	1 931	1 919	1 923	1 933	1 994	1 962
Numéraire et dépôts	1 632	1 695	1 706	1 681	1 697	1 717	1 782	1 766
Titres d'OPCVM monétaires	213	182	134	140	134	130	132	130
Titres de créance ¹⁾	87	80	91	98	91	86	81	66
Actifs à long terme	10 239	10 703	10 679	11 079	10 979	11 311	11 440	11 750
Dépôts	239	249	319	369	367	365	376	369
Titres de créance	228	240	249	253	259	262	257	258
Actions et autres participations	7 145	7 462	7 221	7 556	7 381	7 683	7 841	8 157
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 628	2 753	2 890	2 901	2 972	3 001	2 966	2 967
Actifs nets résiduels	312	147	165	228	171	226	192	255
Passifs								
Endettement	9 213	9 482	9 632	9 670	9 745	9 792	9 729	9 724
donc crédits auprès des IFM de la zone euro	4 708	4 682	4 718	4 684	4 689	4 630	4 496	4 476
donc titres de créance	815	883	886	943	969	1 025	1 047	1 068
Actions et autres participations	12 425	12 977	12 299	12 830	12 442	12 892	13 292	13 717
Actions cotées	3 502	3 799	3 281	3 569	3 331	3 550	3 747	3 891
Actions non cotées et autres participations	8 922	9 179	9 018	9 261	9 111	9 342	9 545	9 827

Sources : BCE et Eurostat

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

3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension

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

	2009	2010	2011	T2 2011- T1 2012	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013
Compte financier, opérations financières								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	47	-6	52	79	67	52	44	25
Numéraire et dépôts	-33	-9	14	29	15	3	16	12
Titres d'OPCVM monétaires	0	-8	14	39	39	39	34	15
Titres de créance ¹⁾	-14	11	24	12	13	10	-6	-1
Actifs à long terme	297	287	140	105	100	109	191	192
Dépôts	14	-4	9	-4	-5	-15	-16	-18
Titres de créance	105	183	47	31	41	75	129	104
Crédits	8	32	11	8	3	16	13	19
Actions cotées	-50	-2	-11	-14	-11	-14	-3	1
Actions non cotées et autres participations	-14	11	14	10	13	4	2	4
Titres d'OPCVM	234	68	70	74	60	44	65	82
Actifs nets résiduels (+)	18	9	-43	-51	-10	-5	-41	-25
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	5	1	3	5	1	3	7	6
Crédits	-4	7	11	3	7	9	-12	4
Actions et autres participations	5	7	3	2	4	3	1	1
Provisions techniques d'assurance	246	281	115	104	109	124	152	178
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	240	262	110	102	100	112	130	151
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	6	19	5	2	9	12	22	27
= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions	16	-4	18	20	36	18	46	2
Compte des autres changements								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	199	117	-105	4	-11	216	171	124
Autres actifs nets	38	-1	25	146	113	153	225	128
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	13	-1	-46	-30	-36	40	66	48
Provisions techniques d'assurance	165	141	13	101	102	187	178	147
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	192	130	12	98	103	190	183	153
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	-28	11	1	3	0	-3	-5	-5
= Autres variations résultant de la valeur financière nette	60	-24	-48	79	36	141	153	57
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	324	323	363	385	376	394	399	405
Numéraire et dépôts	195	190	193	208	195	200	209	219
Titres d'OPCVM monétaires	90	84	96	110	113	121	121	120
Titres de créance ¹⁾	39	49	74	66	68	74	68	66
Actifs à long terme	5 669	6 059	6 065	6 349	6 347	6 556	6 633	6 783
Dépôts	613	607	612	611	609	605	595	592
Titres de créance	2 467	2 637	2 658	2 812	2 821	2 930	2 984	3 032
Crédits	434	467	478	478	477	488	492	496
Actions cotées	399	423	377	387	375	393	408	413
Actions non cotées et autres participations	413	417	420	434	438	440	410	416
Titres d'OPCVM	1 342	1 508	1 519	1 626	1 627	1 699	1 744	1 834
Actifs nets résiduels (+)	222	245	266	257	269	266	254	245
Passifs (-)								
Titres de créance	42	43	46	49	48	50	55	56
Crédits	275	286	295	293	299	309	282	296
Actions et autres participations	437	442	400	431	413	442	466	480
Provisions techniques d'assurance	5 574	5 995	6 122	6 241	6 274	6 369	6 452	6 566
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 795	5 186	5 308	5 413	5 446	5 539	5 621	5 717
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	778	808	814	828	828	829	831	850
= Valeur financière nette	-112	-139	-169	-24	-42	46	30	35

Source : BCE

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



MARCHÉS FINANCIERS

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

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

	Total en euros ¹⁾			Par les résidents de la zone euro			Toutes devises confondues					Données cvs ²⁾	
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			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
Total													
2012													
Mai	17 167,9	919,4	42,8	14 876,2	867,1	42,6	16 821,8	980,5	59,6	4,0	-2,0	4,6	
Juin	17 173,9	933,2	6,5	14 874,2	871,9	-1,2	16 790,4	961,9	-18,3	3,7	13,6	3,0	
Juillet	17 169,2	891,3	-4,4	14 865,8	834,1	-8,0	16 842,5	958,4	29,2	3,9	56,7	2,9	
Août	17 151,3	752,8	-20,2	14 855,4	708,8	-12,7	16 789,3	800,8	-35,9	3,6	-5,5	1,6	
Septembre	17 135,0	810,5	-7,1	14 834,3	758,6	-12,0	16 739,4	844,1	-25,5	3,4	30,6	1,0	
Octobre	17 131,9	817,9	-1,6	14 841,2	778,8	8,5	16 759,2	901,9	28,6	3,1	18,0	1,3	
Novembre	17 163,3	720,7	28,1	14 872,3	681,1	27,8	16 806,6	796,0	47,5	2,8	-25,3	1,1	
Décembre	17 083,8	631,5	-113,7	14 789,7	591,7	-116,8	16 692,4	673,3	-134,2	1,7	-43,9	0,4	
2013													
Janvier	17 074,9	816,5	-8,3	14 786,4	768,3	-2,9	16 668,5	898,2	5,9	1,2	-12,8	-0,5	
Février	17 099,0	680,8	9,4	14 819,8	640,5	18,6	16 733,3	768,9	32,0	0,4	-32,1	-0,8	
Mars	17 035,0	660,0	-61,5	14 802,2	611,0	-15,2	16 729,2	740,1	-19,3	-0,2	-20,2	-1,4	
Avril	.	.	.	14 775,1	697,8	-27,3	16 689,1	835,2	-25,1	-0,3	-30,9	-2,0	
Mai	.	.	.	14 852,5	665,1	80,3	16 789,1	807,9	105,0	-0,1	45,6	-1,1	
	Long terme												
2012													
Mai	15 675,8	233,0	50,4	13 478,1	208,6	49,4	15 180,8	244,3	68,2	4,0	15,3	4,7	
Juin	15 710,1	278,6	35,3	13 515,8	246,2	39,0	15 189,5	261,9	20,6	3,8	13,8	3,4	
Juillet	15 689,9	264,9	-20,2	13 487,4	233,1	-28,3	15 210,0	271,7	-0,1	3,9	38,2	3,0	
Août	15 681,4	147,0	-10,3	13 480,5	126,8	-8,6	15 173,3	142,0	-21,2	3,8	20,6	2,1	
Septembre	15 697,5	256,7	24,2	13 496,4	225,3	23,9	15 173,9	251,2	21,9	4,0	79,5	2,1	
Octobre	15 724,1	237,3	26,9	13 519,4	212,5	23,3	15 205,5	249,8	38,6	3,8	35,8	2,7	
Novembre	15 778,5	219,8	53,6	13 566,1	195,0	46,0	15 262,6	223,2	59,7	3,5	-8,3	2,4	
Décembre	15 739,5	197,2	-60,9	13 525,1	173,3	-63,0	15 196,7	193,0	-75,0	2,6	-27,6	1,8	
2013													
Janvier	15 735,3	257,0	-3,8	13 522,1	226,9	-2,7	15 163,2	259,7	-6,8	2,2	8,0	1,4	
Février	15 770,5	221,8	23,6	13 563,1	196,5	29,2	15 224,2	221,0	33,2	1,4	-26,3	0,8	
Mars	15 694,9	223,7	-72,9	13 542,5	193,6	-17,7	15 213,8	225,3	-22,8	0,8	-24,7	-0,6	
Avril	.	.	.	13 514,1	206,2	-28,7	15 179,4	237,1	-21,0	0,6	-29,1	-1,4	
Mai	.	.	.	13 592,4	223,6	81,3	15 273,1	265,2	98,8	0,8	47,5	-0,7	

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

(montants en milliards d'euros)

- 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 ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
Total												
2011	16 511	5 526	3 262	881	6 217	625	1 000	609	99	62	191	39
2012	16 692	5 428	3 314	998	6 268	684	956	587	82	67	187	32
2012 T2	16 790	5 591	3 270	946	6 285	698	949	584	81	71	183	30
T3	16 739	5 560	3 203	978	6 299	699	868	538	64	63	177	26
T4	16 692	5 428	3 314	998	6 268	684	790	463	74	64	164	25
2013 T1	16 729	5 286	3 303	1 026	6 425	690	802	439	58	61	212	32
2013 Février	16 733	5 355	3 312	1 014	6 373	679	769	434	49	49	214	23
Mars	16 729	5 286	3 303	1 026	6 425	690	740	367	70	69	197	36
Avril	16 689	5 245	3 305	1 039	6 410	691	835	469	53	69	202	43
Mai	16 789	5 205	3 323	1 043	6 532	685	808	405	78	61	230	33
Court terme												
2011	1 599	702	106	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2012	1 496	601	139	81	610	64	702	489	37	52	104	21
2012 T2	1 601	678	120	97	624	83	712	498	33	58	102	20
T3	1 565	667	106	89	626	77	646	455	25	48	100	17
T4	1 496	601	139	81	610	64	568	392	27	46	88	16
2013 T1	1 515	582	150	90	624	68	567	361	24	47	112	23
2013 Février	1 509	592	146	90	621	60	548	357	26	42	106	18
Mars	1 515	582	150	90	624	68	515	307	24	51	105	29
Avril	1 510	581	156	93	613	66	598	398	27	51	97	25
Mai	1 516	575	157	98	625	61	543	329	24	50	113	27
Long terme ²⁾												
2011	14 912	4 823	3 156	802	5 583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15 197	4 826	3 175	916	5 658	621	254	99	45	15	83	12
2012 T2	15 189	4 913	3 151	850	5 661	615	238	86	48	13	81	10
T3	15 174	4 893	3 097	889	5 673	622	222	82	38	16	77	8
T4	15 197	4 826	3 175	916	5 658	621	222	71	47	18	77	9
2013 T1	15 214	4 704	3 152	935	5 801	621	235	78	34	14	100	9
2013 Février	15 224	4 763	3 165	924	5 752	620	221	77	24	7	108	5
Mars	15 214	4 704	3 152	935	5 801	621	225	61	47	18	92	7
Avril	15 179	4 663	3 149	945	5 797	624	237	71	26	18	105	18
Mai	15 273	4 631	3 166	945	5 906	624	265	76	54	12	118	6
dont : long terme à taux fixe												
2011	10 014	2 764	1 142	705	4 994	408	150	54	12	8	70	7
2012	10 568	2 838	1 319	819	5 149	444	164	54	18	15	71	7
2012 T2	10 406	2 877	1 236	754	5 101	438	148	42	21	12	68	6
T3	10 495	2 860	1 269	792	5 132	442	139	37	14	15	68	4
T4	10 568	2 838	1 319	819	5 149	444	142	36	21	17	64	6
2013 T1	10 686	2 790	1 353	836	5 257	450	159	41	19	12	80	7
2013 Février	10 645	2 815	1 346	825	5 209	449	130	33	12	6	76	4
Mars	10 686	2 790	1 353	836	5 257	450	154	28	25	16	83	2
Avril	10 704	2 778	1 374	845	5 254	453	157	33	16	16	78	14
Mai	10 789	2 757	1 395	845	5 338	455	173	37	30	10	91	5
dont : long terme à taux variable												
2011	4 395	1 790	1 860	93	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4 197	1 735	1 757	94	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 T2	4 325	1 769	1 803	91	486	175	77	38	24	1	9	4
T3	4 231	1 768	1 724	93	467	179	72	41	23	1	4	4
T4	4 197	1 735	1 757	94	437	175	69	30	25	1	10	4
2013 T1	4 080	1 662	1 700	96	453	170	60	30	13	1	13	3
2013 Février	4 139	1 698	1 720	95	457	169	80	39	10	1	29	1
Mars	4 080	1 662	1 700	96	453	170	53	22	20	2	4	5
Avril	4 046	1 641	1 677	97	461	171	69	32	7	2	24	4
Mai	4 052	1 631	1 673	97	483	168	78	33	20	2	22	1

Source : BCE

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

2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

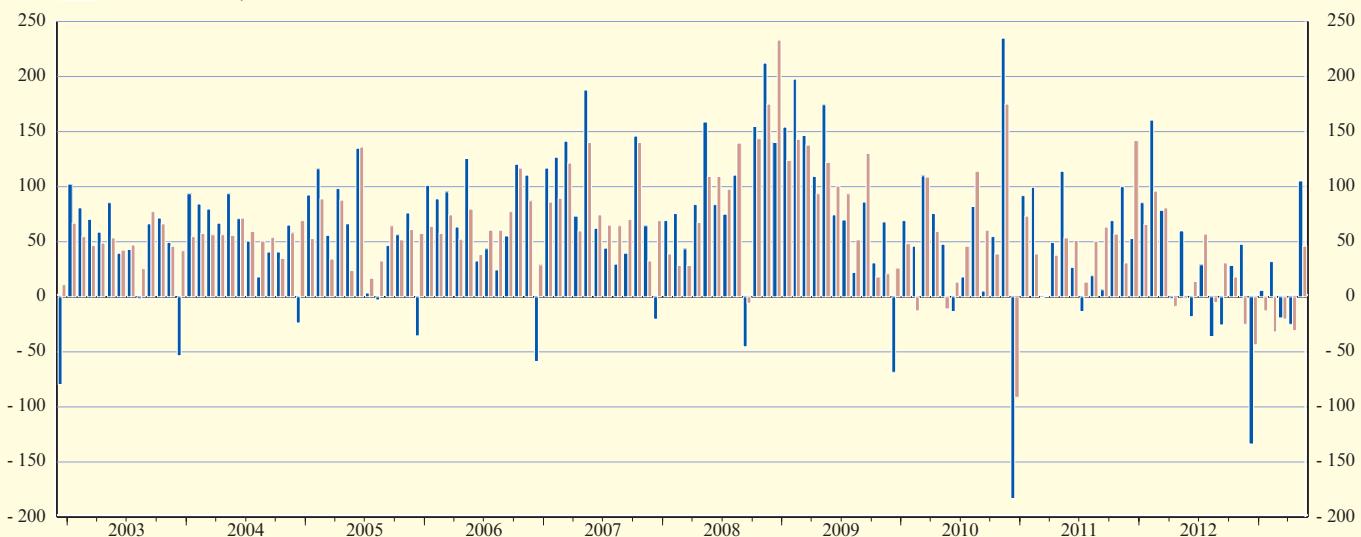
4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments
(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; opérations sur la période en valeur nominale)

2. Émissions nettes

	Données brutes ¹⁾						Données cvs ¹⁾					
	Total	IFM (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
2011	51,2	22,3	-3,6	3,7	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	22,8	-6,5	3,0	10,1	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 T2	13,1	-19,7	-5,9	10,1	27,8	0,7	1,0	-14,2	-8,5	7,7	13,4	2,7
T3	-10,7	-4,6	-21,7	10,5	4,3	0,8	27,3	0,2	-7,8	11,8	20,7	2,3
T4	-19,4	-39,7	26,7	8,1	-9,5	-4,9	-17,1	-28,8	6,1	11,9	2,0	-8,3
2013 T1	6,2	-47,1	-9,1	9,1	51,9	1,5	-21,7	-67,7	0,1	6,5	38,0	1,4
2013 Février	32,0	-46,1	0,0	9,8	73,5	-5,1	-32,1	-85,6	8,0	6,3	47,1	-7,8
Mars	-19,3	-75,2	-11,9	9,0	50,0	8,9	-20,2	-83,2	-7,9	8,4	58,8	3,7
Avril	-25,1	-33,6	4,8	14,9	-13,3	2,2	-30,9	-32,8	-0,8	8,0	-10,0	4,8
Mai	105,0	-36,4	20,3	4,3	122,3	-5,5	45,6	-47,1	14,8	-2,8	86,7	-6,0
	Total											
	Long terme											
2011	47,1	11,6	-2,2	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	32,5	2,1	1,2	9,9	15,1	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 T2	30,1	-7,5	-5,4	5,7	33,6	3,8	6,9	-13,1	-7,3	3,2	21,5	2,7
T3	0,2	-1,8	-17,2	13,1	3,4	2,7	46,1	4,9	-5,5	14,9	26,3	5,5
T4	7,8	-17,3	19,3	10,5	-4,1	-0,7	0,0	-3,8	-0,6	11,9	-6,7	-1,0
2013 T1	1,2	-40,2	-11,3	6,1	46,7	0,0	-14,3	-55,0	-1,2	5,3	38,2	-1,6
2013 Février	33,2	-36,5	-4,6	3,7	75,0	-4,3	-26,3	-70,0	0,4	1,1	49,4	-7,2
Mars	-22,8	-63,3	-16,0	8,5	47,6	0,4	-24,7	-72,1	-8,0	7,6	52,1	-4,3
Avril	-21,0	-33,7	-0,6	12,0	-2,6	3,9	-29,1	-36,0	-5,5	7,8	1,5	3,3
Mai	98,8	-29,4	19,2	-0,4	109,5	-0,2	47,5	-40,5	16,3	-3,6	75,6	-0,2

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)

Émissions nettes
Émissions nettes, données cvs



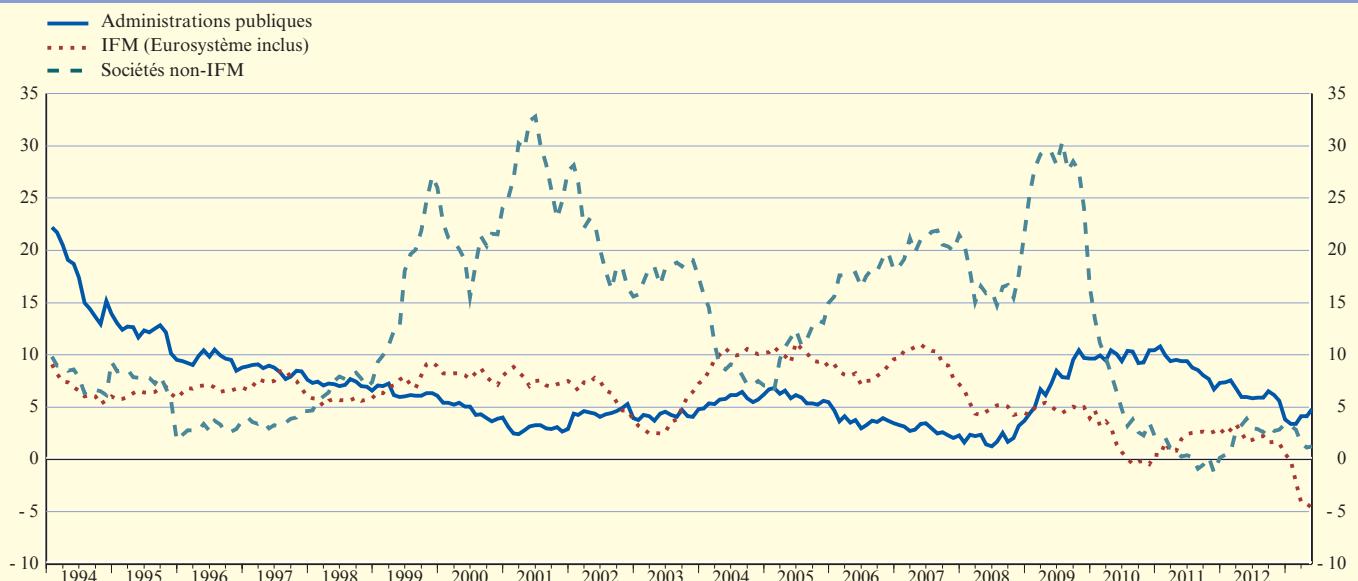
Source : BCE

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

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

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)						
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	
Total													
2012	Mai	4,0	2,9	3,2	9,0	3,8	12,6	4,6	2,3	6,3	11,2	4,0	14,1
	Juin	3,7	3,3	1,4	10,4	3,5	11,7	3,0	0,2	2,7	11,9	2,8	19,2
	Juillet	3,9	4,1	1,1	10,2	3,4	14,7	2,9	1,7	1,4	11,1	2,3	15,4
	Août	3,6	3,6	0,6	10,7	3,3	12,4	1,6	0,5	-1,6	12,2	2,1	9,0
	Septembre	3,4	2,4	0,4	12,3	3,9	10,9	1,0	-1,5	-2,9	13,1	3,3	4,4
	Octobre	3,1	2,0	-0,1	12,4	3,8	10,8	1,3	-0,6	-4,4	13,3	4,2	3,6
	Novembre	2,8	1,1	0,1	12,2	3,9	8,0	1,1	0,0	-5,7	13,3	3,8	2,2
	Décembre	1,7	-1,4	1,1	13,8	2,5	6,1	0,4	-3,1	-0,3	15,6	2,2	-5,1
2013	Janvier	1,2	-2,1	0,9	13,2	2,2	4,6	-0,5	-5,6	0,4	15,5	2,0	-4,8
	Février	0,4	-4,2	0,5	13,1	2,6	0,3	-0,8	-8,6	2,8	14,0	3,1	-7,4
	Mars	-0,2	-5,9	-0,9	12,4	3,6	-0,8	-1,4	-10,2	1,2	11,6	3,8	-5,8
	Avril	-0,3	-6,0	-1,6	12,2	3,5	0,4	-2,0	-11,1	1,2	11,0	2,9	-2,8
	Mai	-0,1	-6,3	-1,3	11,2	4,5	-0,4	-1,1	-12,0	3,2	9,2	5,2	-3,1
Long terme													
2012	Mai	4,0	1,7	3,1	7,0	5,5	10,6	4,7	1,5	5,5	9,1	5,9	11,9
	Juin	3,8	1,9	1,5	8,6	5,4	10,7	3,4	0,9	2,2	10,0	4,4	14,2
	Juillet	3,9	2,2	1,2	9,5	5,3	12,1	3,0	1,3	0,8	10,1	3,6	13,8
	Août	3,8	2,2	0,6	10,5	5,3	11,4	2,1	0,3	-1,4	11,5	3,6	8,6
	Septembre	4,0	1,6	0,6	13,3	6,0	11,8	2,1	-1,0	-2,4	13,4	5,2	8,5
	Octobre	3,8	1,7	-0,1	13,7	5,7	10,7	2,7	0,5	-3,6	16,7	5,9	7,0
	Novembre	3,5	1,6	0,0	13,7	5,2	9,5	2,4	1,7	-5,2	18,6	4,6	7,2
	Décembre	2,6	0,5	0,4	14,9	3,3	9,2	1,8	0,1	-1,2	20,0	2,1	4,5
2013	Janvier	2,2	-0,1	0,3	14,5	2,8	8,6	1,4	-1,4	-0,2	19,2	2,0	3,8
	Février	1,4	-2,2	0,0	13,8	3,3	4,5	0,8	-4,6	1,5	16,2	2,9	0,5
	Mars	0,8	-4,1	-1,4	12,8	4,3	2,9	-0,6	-7,1	-0,3	12,0	3,3	-2,5
	Avril	0,6	-4,2	-2,1	13,8	4,3	3,2	-1,4	-8,7	-0,7	10,7	2,7	-0,4
	Mai	0,8	-4,6	-1,9	13,1	5,0	2,9	-0,7	-10,5	1,7	7,9	5,5	-1,3

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



Source : BCE

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

4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro¹⁾ (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			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques										
	13	14	15	16	17	18	Toutes devises confondues															
2011	6,4	4,8	3,6	6,4	7,8	7,7	-0,8	-1,4	-5,8	-2,1	22,3	16,1										
2012	5,4	4,4	2,2	10,2	5,8	7,3	-0,8	-0,2	-4,8	-1,1	6,6	23,3										
2012 T2	5,2	4,9	1,8	8,1	5,6	6,7	0,4	-0,4	-2,4	-1,8	8,1	25,9										
T3	5,0	4,0	1,2	11,0	5,5	6,9	-0,1	-0,2	-3,5	0,0	6,6	25,5										
T4	5,7	3,5	3,9	15,1	5,9	6,8	-3,3	-0,7	-7,9	-1,4	-2,4	20,3										
2013 T1	4,4	0,8	5,6	15,5	4,3	6,0	-6,4	-4,1	-9,7	-1,4	-7,6	7,8										
2012 Décembre	5,2	3,3	5,2	16,3	4,6	6,6	-5,3	-2,8	-8,7	-2,1	-8,6	16,7										
2013 Janvier	4,8	2,3	5,8	16,0	4,2	7,5	-6,1	-3,0	-9,5	-1,7	-10,4	11,6										
Février	3,9	-0,1	5,3	15,1	4,0	5,1	-6,7	-4,7	-9,9	-1,1	-5,7	3,9										
Mars	3,6	-2,6	6,1	14,3	5,0	4,1	-7,6	-6,3	-10,7	-1,0	-5,0	0,7										
Avril	3,7	-2,6	6,5	15,2	4,8	4,6	-7,8	-6,4	-11,4	0,6	-3,9	0,5										
Mai	3,6	-3,1	6,0	14,0	5,2	5,0	-7,8	-6,4	-12,4	1,7	1,3	-1,6										
	En euros																					
2011	6,5	4,0	3,6	6,7	8,1	7,3	-0,4	0,1	-6,6	-3,0	22,2	15,3										
2012	5,7	5,0	2,0	10,8	5,9	7,2	-0,5	2,1	-6,5	-1,9	6,3	22,9										
2012 T2	5,5	5,4	1,5	8,5	5,7	6,5	0,7	2,0	-4,2	-3,0	7,9	25,3										
T3	5,3	4,9	0,7	11,4	5,5	6,4	0,2	2,6	-5,8	-0,1	6,3	25,5										
T4	5,8	3,9	3,3	16,4	5,9	6,3	-3,3	1,5	-10,0	-1,7	-2,9	20,5										
2013 T1	4,3	0,6	4,4	17,6	4,3	5,3	-6,5	-2,8	-11,0	-1,2	-8,4	7,9										
2012 Décembre	5,2	3,4	4,3	18,0	4,6	5,9	-5,3	-1,0	-10,2	-2,1	-9,2	16,9										
2013 Janvier	4,7	2,3	4,6	18,3	4,2	6,4	-6,3	-1,7	-11,0	-1,6	-11,2	11,4										
Février	3,7	-0,6	4,1	17,3	4,0	4,7	-6,9	-3,7	-11,4	-1,1	-6,4	4,2										
Mars	3,5	-3,3	4,9	16,6	4,9	3,6	-7,4	-5,1	-11,2	0,3	-5,7	0,4										
Avril	3,7	-3,0	5,1	17,5	4,8	4,6	-7,6	-5,3	-11,9	2,7	-4,6	-0,3										
Mai	3,5	-3,8	4,2	15,8	5,1	4,9	-7,4	-5,8	-12,3	3,5	0,8	-1,9										

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)

— Administrations publiques
- - - IFM (Eurosystème inclus)
- - - Sociétés non-IFM



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 euro¹⁾

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

1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières			
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2011	Mai	4 758,4	105,0	1,5	475,8	7,4	356,2	4,1	3 926,5	0,4	
	Juin	4 703,3	105,5	1,7	491,5	10,2	350,5	4,6	3 861,3	0,4	
	Juillet	4 485,9	105,7	1,9	458,6	12,1	325,5	4,9	3 701,7	0,4	
	Août	3 958,3	105,9	2,1	382,9	13,4	281,6	4,9	3 293,9	0,4	
	Septembre	3 724,7	105,9	2,0	350,5	13,1	264,1	5,8	3 110,1	0,3	
	Octobre	4 017,0	105,9	1,7	360,5	9,9	287,6	5,8	3 369,0	0,3	
	Novembre	3 866,3	106,0	1,5	329,8	8,9	271,2	4,6	3 265,3	0,3	
	Décembre	3 878,2	106,1	1,6	339,3	9,3	270,4	4,9	3 268,5	0,4	
	2012	Janvier	4 091,3	106,3	1,7	375,5	11,4	297,7	4,0	3 418,2	0,4
	Février	4 257,4	106,3	1,5	394,7	10,7	310,9	3,1	3 551,9	0,3	
	Mars	4 241,3	106,4	1,5	373,1	11,3	310,7	2,8	3 557,5	0,3	
	Avril	4 068,4	106,5	1,4	327,3	10,7	291,6	3,1	3 449,5	0,2	
2013	Mai	3 762,9	106,5	1,5	280,9	10,0	259,8	3,4	3 222,1	0,4	
	Juin	3 925,6	106,6	1,1	317,6	7,7	279,9	2,8	3 328,0	0,3	
	Juillet	4 051,7	106,8	1,0	309,9	5,8	287,1	2,8	3 454,7	0,3	
	Août	4 176,4	106,8	0,9	349,7	4,6	304,3	3,3	3 522,5	0,3	
	Septembre	4 242,3	106,9	0,9	365,0	4,9	319,2	2,8	3 558,1	0,4	
	Octobre	4 309,6	107,0	1,0	383,6	5,0	329,5	2,9	3 596,5	0,4	
	Novembre	4 397,5	106,9	0,9	395,7	5,5	337,8	2,4	3 664,0	0,3	
	Décembre	4 497,8	107,2	1,0	402,4	4,9	352,9	2,4	3 742,5	0,5	
	Janvier	4 644,2	107,3	0,9	441,6	2,7	365,5	2,5	3 837,1	0,6	
	Février	4 629,2	107,1	0,8	416,1	2,7	359,1	2,7	3 854,0	0,4	
	Mars	4 632,6	106,9	0,5	381,0	2,2	363,4	2,6	3 888,3	0,1	
	Avril	4 732,0	106,8	0,3	411,4	0,9	383,7	2,7	3 936,9	0,1	
	Mai	4 853,2	107,0	0,5	443,6	1,9	396,5	2,5	4 013,1	0,1	

G19 Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

- IFM
- Institutions financières autres que les IFM
- - - Sociétés non financières



Source : BCE

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

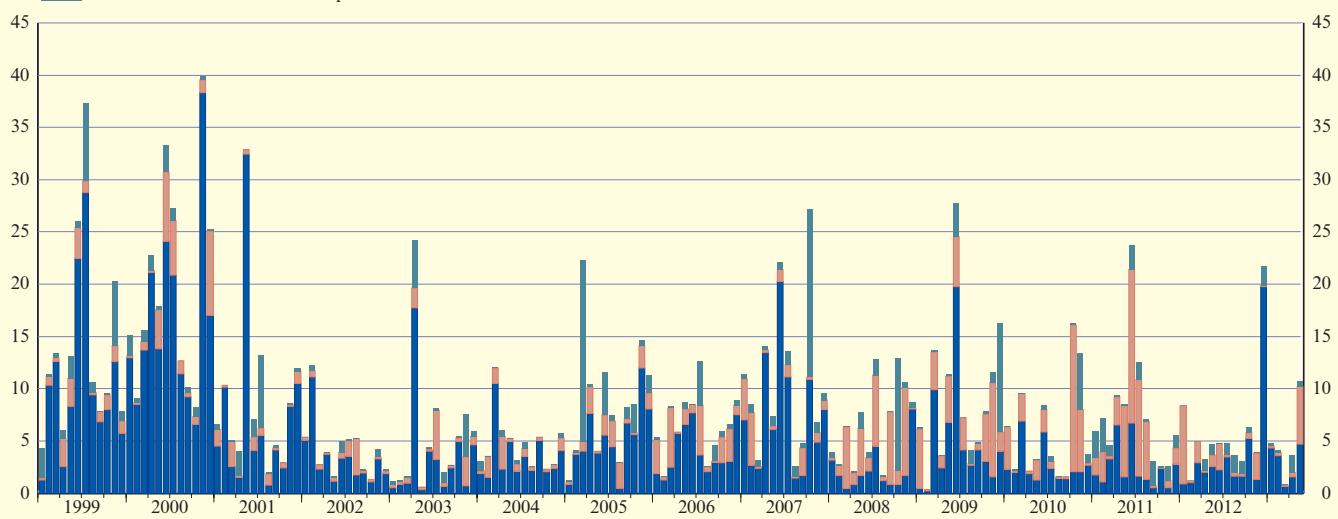
4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro
(montants en milliards d'euros ; valeurs de marché)

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	
2011	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	12,5	0,7	11,8	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
	Août	7,1	1,0	6,1	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,8	0,5
	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	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
	Novembre	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,6	1,5	-1,0
	Décembre	5,5	1,1	4,4	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,1	1,7
	2012	Janvier	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	-0,1	0,9	0,3	0,6
	Février	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1	
	Mars	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
	Avril	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
	Mai	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
	Juin	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
	Juillet	4,7	0,3	4,4	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2
	Août	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
	Septembre	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
	Octobre	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
	Novembre	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
	Décembre	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	10,8	8,9
	2013	Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	4,3	0,2	4,1
	Février	4,2	11,4	-7,2	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,6	11,4	-7,8
	Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
	Avril	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
	Mai	10,8	1,8	8,9	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	4,7	1,8	2,9

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

Sociétés non financières
IFM
Institutions financières autres que les IFM



Source : BCE

4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro¹⁾

(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 à vue	Dépôts des sociétés non financières			Pensions		
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis ²⁾			Dépôts à terme					
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2012	Juillet	0,45	2,80	2,89	2,62	1,70	1,86	0,47	1,14	2,01	2,53		
	Août	0,44	2,66	2,76	2,51	1,68	1,82	0,46	1,10	2,12	2,42		
	Septembre	0,42	2,80	2,83	2,43	1,65	1,78	0,46	1,11	2,37	2,53		
	Octobre	0,41	2,74	2,56	2,50	1,62	1,73	0,45	1,05	2,18	2,21		
	Novembre	0,40	2,73	2,46	2,35	1,61	1,65	0,43	1,03	2,03	2,21		
	Décembre	0,39	2,73	2,59	2,25	1,59	1,59	0,42	1,08	1,92	2,16		
2013	Janvier	0,37	2,61	2,37	2,42	1,53	1,53	0,39	1,09	2,00	2,16		
	Février	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,48	0,40	1,05	1,99	2,08		
	Mars	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99		
	Avril	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,36	0,38	0,96	1,70	1,90		
	Mai	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,30	0,38	0,83	1,86	1,98		
	Juin	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,27	0,38	0,88	1,65	1,77		

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit ³⁾	Prêts à la consommation					Prêts au logement				Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes		
			Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG ⁴⁾	Par périodes de fixation initiale du taux				TAEG ⁴⁾	Par périodes de fixation initiale du taux		
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	Juillet	8,15	17,01	5,76	6,26	7,82	7,37	3,09	3,40	3,31	3,62	3,58	3,64	4,45
	Août	8,12	16,96	5,79	6,28	7,67	7,37	2,94	3,33	3,21	3,52	3,48	3,43	4,45
	Septembre	8,14	16,96	5,78	6,18	7,62	7,25	2,92	3,27	3,21	3,49	3,45	3,23	4,48
	Octobre	8,04	16,97	5,62	6,13	7,67	7,15	2,88	3,24	3,15	3,49	3,42	3,24	4,25
	Novembre	7,96	16,95	5,62	6,09	7,67	7,13	2,87	3,18	3,14	3,40	3,35	3,33	4,23
	Décembre	7,94	16,93	5,35	6,05	7,55	6,94	2,87	3,25	3,25	3,45	3,41	3,15	4,12
2013	Janvier	7,97	17,06	5,76	6,11	7,88	7,26	2,87	3,17	3,03	3,35	3,34	3,19	4,06
	Février	7,97	17,04	5,89	6,03	7,83	7,25	2,88	3,17	3,05	3,35	3,35	3,16	4,07
	Mars	7,95	17,06	5,86	5,98	7,75	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16
	Avril	7,93	17,08	5,73	5,92	7,75	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97
	Mai	7,91	17,08	6,00	6,09	7,71	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11
	Juin	7,84	17,05	5,84	6,02	7,57	7,07	2,82	2,99	2,87	3,16	3,28	3,10	4,08

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	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	Juillet	4,29	4,86	5,17	4,58	4,56	4,13	4,12	2,23	3,31	3,62	3,13	3,19	3,50
	Août	4,20	4,84	4,95	4,31	4,50	3,92	3,88	2,05	2,96	3,08	3,21	3,16	3,01
	Septembre	4,18	4,69	4,75	4,26	4,45	3,88	3,93	2,15	2,57	2,93	2,73	2,95	3,06
	Octobre	4,21	4,74	4,89	4,29	4,31	3,79	3,94	2,12	2,91	3,30	3,01	2,93	3,20
	Novembre	4,17	4,65	4,82	4,16	4,31	3,79	3,78	2,11	2,68	3,76	3,26	2,90	2,91
	Décembre	4,18	4,62	4,55	4,24	4,24	3,68	3,51	2,17	2,79	2,84	3,32	2,79	3,01
2013	Janvier	4,21	4,68	4,70	4,03	4,16	3,62	3,68	2,09	2,88	3,32	4,29	2,92	3,02
	Février	4,20	4,70	4,69	4,05	4,25	3,70	3,66	2,02	2,85	3,13	4,42	2,93	3,14
	Mars	4,16	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,00	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
	Avril	4,15	4,78	4,73	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,77	3,21	4,16	3,00	2,94
	Mai	4,10	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
	Juin	4,12	4,60	4,56	4,04	4,24	3,57	3,41	2,05	2,60	3,00	2,96	2,71	3,12

Source : BCE

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

2) Pour cette catégorie d'instruments, les ménages et les sociétés non financières sont fusionnés et affectés au secteur des ménages ; en effet, les encours correspondant aux sociétés non financières sont négligeables comparés à ceux du secteur des ménages dans l'ensemble des États membres participants.

3) Les facilités de remboursement différé sur cartes de crédit (crédits accordés à un taux d'intérêt de 0% au cours de la période de facturation) sont exclues de cette catégorie d'instrument.

4) Le taux annuel effectif global (TAEG) correspond au coût total d'un prêt. Ce coût total comprend, outre le taux d'intérêt, tous les autres coûts afférents au prêt tels que les frais de recherche de renseignements, frais administratifs, frais de préparation des documents et garanties.

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

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

	Dépôts des ménages						Dépôts des sociétés non financières			Pensions	
	Dépôts à vue ²⁾	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis ^{2), 3)}		Dépôts à vue ²⁾	Dépôts à terme				
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2012 Juillet	0,45	2,72	2,78	1,70	1,86	0,47	1,89	3,04	2,47		
Août	0,44	2,70	2,78	1,68	1,82	0,46	1,84	3,01	2,46		
Septembre	0,42	2,69	2,79	1,65	1,78	0,46	1,82	3,02	2,61		
Octobre	0,41	2,67	2,74	1,62	1,73	0,45	1,78	2,95	2,55		
Novembre	0,40	2,66	2,75	1,61	1,65	0,43	1,79	2,96	2,54		
Décembre	0,39	2,64	2,73	1,59	1,59	0,42	1,80	2,91	2,65		
2013 Janvier	0,37	2,58	2,71	1,53	1,53	0,39	1,75	2,88	2,32		
Février	0,36	2,58	2,75	1,39	1,48	0,40	1,72	2,93	1,99		
Mars	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,18		
Avril	0,34	2,47	2,70	1,36	1,36	0,38	1,60	2,83	1,99		
Mai	0,33	2,41	2,67	1,31	1,30	0,38	1,57	2,79	1,62		
Juin	0,32	2,36	2,67	1,30	1,27	0,38	1,51	2,75	1,74		

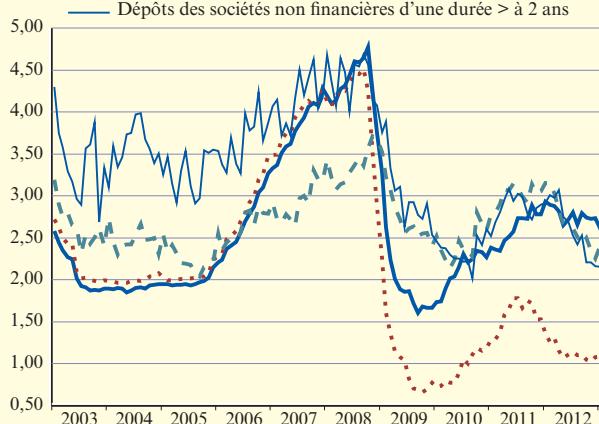
5. Taux d'intérêt appliqués aux prêts (encours)

	Prêts aux ménages						Prêts aux sociétés non financières				
	Prêts au logement d'une durée			Prêts à la consommation et autres prêts d'une durée			D'une durée				
	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2012 Juillet	3,77	3,55	3,72	7,78	6,26	5,08	3,89	3,47	3,40		
Août	3,73	3,52	3,67	7,77	6,23	5,05	3,81	3,41	3,36		
Septembre	3,71	3,51	3,67	7,80	6,30	5,03	3,78	3,40	3,34		
Octobre	3,64	3,45	3,61	7,75	6,25	4,97	3,76	3,29	3,26		
Novembre	3,53	3,42	3,60	7,59	6,23	4,95	3,72	3,30	3,25		
Décembre	3,49	3,39	3,56	7,75	6,18	4,92	3,71	3,28	3,22		
2013 Janvier	3,46	3,36	3,52	7,76	6,21	4,89	3,73	3,26	3,17		
Février	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19		
Mars	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,68	3,25	3,16		
Avril	3,49	3,33	3,49	7,73	6,19	4,88	3,66	3,25	3,15		
Mai	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,65	3,24	3,13		
Juin	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,61	3,24	3,14		

G21 Nouveaux dépôts à terme

(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)

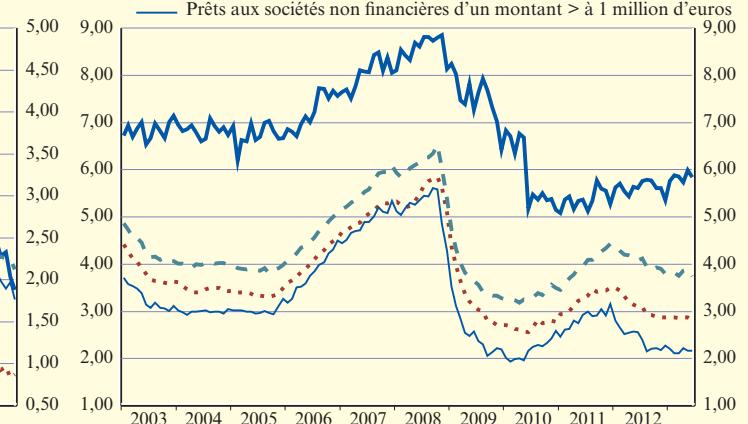
- Dépôts des ménages d'une durée ≤ à 1 an
- Dépôts des sociétés non financières d'une durée ≤ à 1 an
- - - Dépôts des ménages d'une durée > à 2 ans
- Dépôts des sociétés non financières d'une durée > à 2 ans



G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an

(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)

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



Source : BCE

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

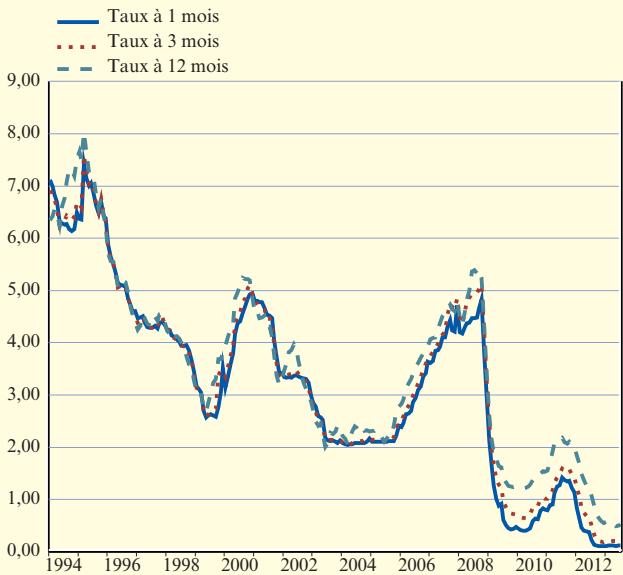
4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	Zone euro ^{1), 2)}					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5		
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
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2012 T2	0,34	0,39	0,69	0,98	1,28	0,47	0,20
T3	0,13	0,16	0,36	0,63	0,90	0,43	0,19
T4	0,08	0,11	0,20	0,37	0,60	0,32	0,19
2013 T1	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
T2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
2012 Juillet	0,18	0,22	0,50	0,78	1,06	0,45	0,20
Août	0,11	0,13	0,33	0,61	0,88	0,43	0,19
Septembre	0,10	0,12	0,25	0,48	0,74	0,39	0,19
Octobre	0,09	0,11	0,21	0,41	0,65	0,33	0,19
Novembre	0,08	0,11	0,19	0,36	0,59	0,31	0,19
Décembre	0,07	0,11	0,19	0,32	0,55	0,31	0,18
2013 Janvier	0,07	0,11	0,20	0,34	0,58	0,30	0,17
Février	0,07	0,12	0,22	0,36	0,59	0,29	0,16
Mars	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
Avril	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
Mai	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Juin	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Juillet	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16

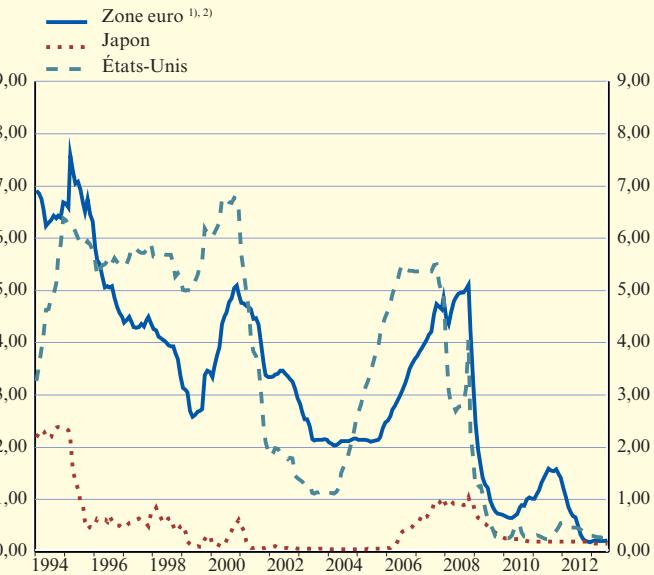
G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro ^{1), 2)}

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE

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

4.7 Courbes des taux de la zone euro ¹⁾

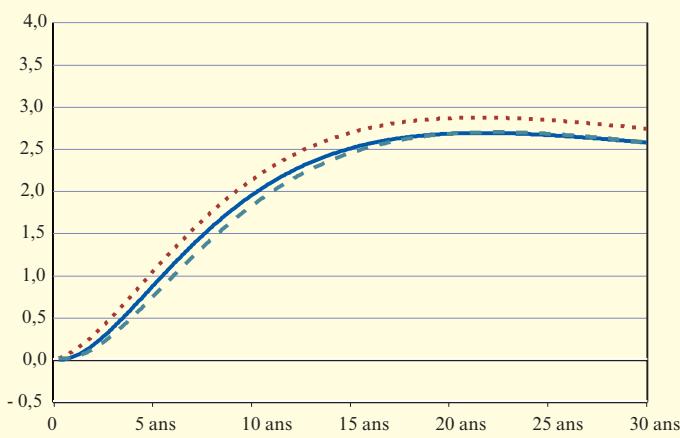
(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2012 T2	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
T3	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75
T4	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 T1	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
T2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
2012 Juillet	0,00	-0,09	-0,02	0,71	1,25	1,87	1,87	1,89	-0,11	0,26	2,12	3,52
Août	0,03	-0,05	0,01	0,75	1,29	1,91	1,88	1,90	-0,08	0,30	2,17	3,55
Septembre	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75
Octobre	0,01	-0,01	0,09	0,78	1,31	1,95	1,94	1,86	0,02	0,39	2,13	3,72
Novembre	0,04	-0,02	0,04	0,65	1,15	1,80	1,76	1,76	-0,03	0,27	1,91	3,60
Décembre	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 Janvier	0,07	0,15	0,32	0,99	1,45	2,02	1,95	1,71	0,28	0,70	2,18	3,62
Février	0,03	0,01	0,10	0,74	1,24	1,88	1,86	1,78	0,05	0,38	1,99	3,72
Mars	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
Avril	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
Mai	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Juin	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Juillet	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59

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

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)

— Juillet 2013
··· Juin 2013
- - - Mai 2013



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

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

— 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.

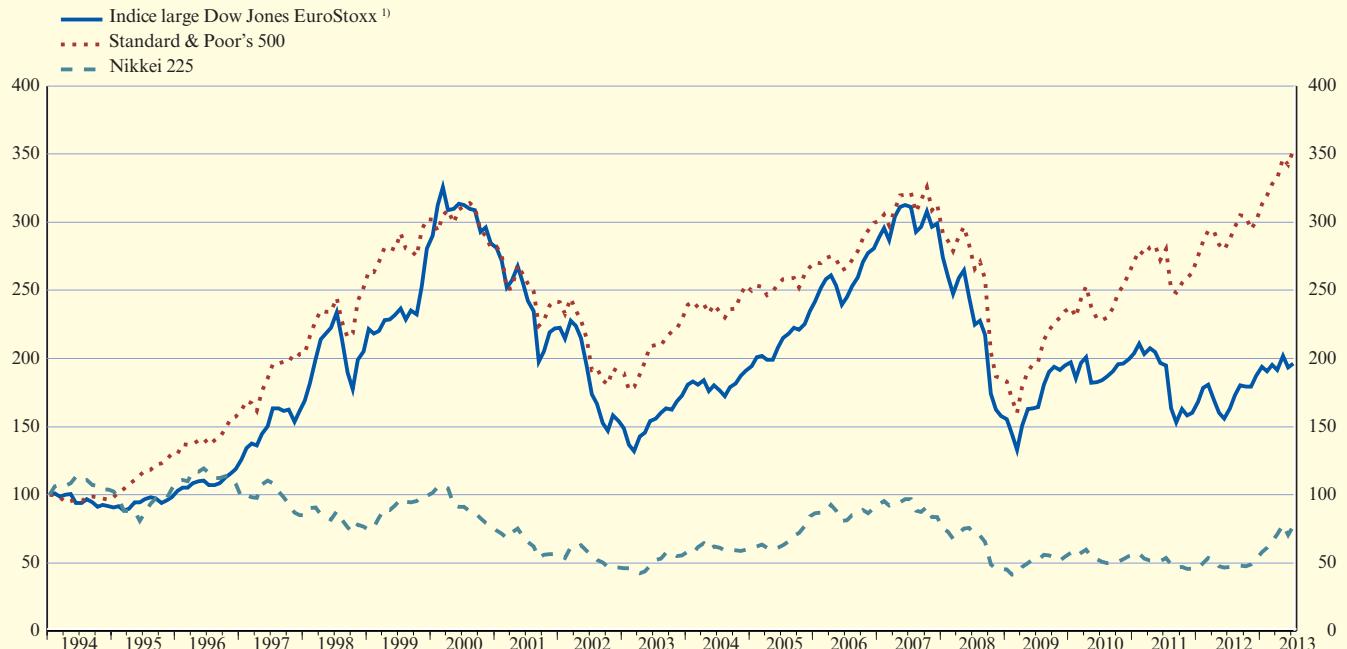
4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx ¹⁾												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
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		
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6		
2012	T2	224,0	2 226,2	472,5	140,8	370,7	285,3	108,2	311,6	207,4	223,4	261,9	493,2	1 349,7	9 026,5	
	T3	238,7	2 400,9	505,9	152,7	392,3	307,8	117,2	327,7	215,9	234,0	265,6	548,5	1 400,9	8 886,4	
	T4	252,0	2 543,3	536,8	163,6	407,4	310,5	133,0	347,7	231,6	232,0	245,4	570,7	1 418,1	9 208,6	
2013	T1	268,2	2 676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1 514,0	11 457,6	
	T2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3	
2012	Juillet	226,5	2 258,4	479,1	145,8	379,4	290,4	106,5	313,9	204,4	224,3	257,3	534,2	1 359,8	8 760,7	
	Août	240,5	2 424,5	509,4	154,6	399,7	313,0	116,8	330,3	220,8	231,8	265,7	552,5	1 403,4	8 949,9	
	Septembre	250,1	2 530,7	531,4	158,2	398,1	321,0	129,5	339,8	223,0	247,2	274,6	559,7	1 443,4	8 948,6	
	Octobre	248,7	2 503,5	528,4	159,1	398,3	311,7	130,2	340,2	219,9	241,9	255,9	567,6	1 437,8	8 827,4	
	Novembre	248,7	2 514,0	526,1	162,8	403,8	308,0	131,2	343,7	230,6	226,9	239,0	563,3	1 394,5	9 059,9	
	Décembre	259,7	2 625,6	559,5	170,0	422,7	312,0	138,5	361,5	246,8	225,8	240,2	583,1	1 422,3	9 814,4	
2013	Janvier	269,1	2 715,3	568,4	176,4	434,1	319,7	148,6	373,9	255,3	228,5	251,7	588,6	1 480,4	10 750,9	
	Février	264,7	2 630,4	561,0	180,7	439,1	301,4	143,2	372,7	256,0	218,5	231,1	586,7	1 512,3	11 336,4	
	Mars	270,8	2 680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1 550,8	12 244,0	
	Avril	265,9	2 636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1 570,7	13 224,1	
	Mai	280,2	2 785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1 639,8	14 532,4	
	Juin	268,3	2 655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1 618,8	13 106,6	
	Juillet	272,4	2 686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1 668,7	14 317,5	

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 harmonisé¹⁾

	Indice : 2005 = 100	Total		Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)							Pour mémoire : prix administrés ²⁾		
		Total	Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie	Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transformés	Produits alimen- taires non transformés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
% du total en 2012	100,0	100,0	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3	87,9	12,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,6
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2012 T2	115,9	2,5	1,8	3,0	1,8	0,5	0,6	0,7	0,3	1,0	0,5	2,3	3,5
T3	115,7	2,5	1,7	3,1	1,8	0,5	0,4	1,1	0,1	1,2	0,5	2,3	4,0
T4	116,7	2,3	1,6	2,7	1,7	0,4	0,7	1,5	0,3	-0,1	0,3	2,0	4,1
2013 T1	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,1
T2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,5	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,2
2013 Février	116,1	1,8	1,4	2,1	1,5	0,2	0,2	-0,3	0,1	1,2	0,1	1,7	3,1
Mars	117,5	1,7	1,6	1,7	1,8	0,1	0,2	0,3	0,1	-0,6	0,3	1,5	3,1
Avril	117,4	1,2	1,1	1,2	1,1	-0,3	0,1	0,5	0,0	-1,0	-0,5	1,0	2,3
Mai	117,5	1,4	1,3	1,4	1,5	0,2	0,2	0,8	0,0	-1,2	0,5	1,3	2,2
Juin	117,6	1,6	1,3	1,7	1,4	0,2	0,2	0,9	0,0	0,1	0,2	1,5	2,1
Juillet ³⁾	117,0	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4

	Biens			Services						Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Loyers	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Logement	Transports						
% du total en 2012	19,4	12,0	7,3	38,3	27,4	11,0	10,3	6,0	7,2	3,1	14,7	7,1		
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
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		
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0		
2012 T2	3,0	3,5	2,3	2,9	1,3	7,2	1,7	1,4	2,7	-3,1	2,2	2,0		
T3	3,0	2,7	3,4	3,2	1,3	8,0	1,9	1,5	3,0	-3,1	2,2	1,9		
T4	3,1	2,4	4,3	2,5	1,1	6,3	1,8	1,5	3,1	-3,8	2,1	1,9		
2013 T1	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7		
T2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9		
2013 Février	2,7	2,3	3,5	1,7	0,8	3,9	1,8	1,5	3,0	-4,8	2,5	0,7		
Mars	2,7	2,2	3,5	1,2	1,0	1,7	1,8	1,5	3,0	-5,0	3,4	0,8		
Avril	2,9	2,1	4,2	0,5	0,8	-0,4	1,7	1,3	2,4	-4,8	1,5	0,8		
Mai	3,2	2,1	5,1	0,5	0,8	-0,2	1,6	1,4	2,8	-4,2	2,2	1,0		
Juin	3,2	2,1	5,0	1,0	0,7	1,6	1,6	1,3	2,4	-4,6	2,4	0,9		
Juillet ³⁾	3,5	3,5	3,5	0,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6		

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

2) Ces statistiques expérimentales ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>)

3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie

5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier résidentiel

	Total (indice : 2010 = 100)	Secteur manufacturier	Prix à la production hors construction							Construction ¹⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾		
			Total	Industrie hors construction et énergie			Énergie						
				Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
% du total en 2010	100,0	100,0	75,4	68,1	27,5	18,7	21,9	2,2	19,7	31,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
											12		
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,8	-5,4	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-10,9	0,3	-3,4	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,3	0,4	0,7	0,4	5,5	2,0	1,2	
2011	105,8	5,8	5,4	3,9	5,9	1,5	3,3	1,9	3,4	11,0	3,3	1,3	
2012	108,9	2,9	2,1	1,4	0,8	1,0	2,5	1,6	2,6	6,4	1,6	-1,7	
2012 T1	108,3	4,0	3,0	1,8	1,3	1,2	2,9	2,1	3,0	9,3	2,0	-0,5	
T2	108,7	2,7	1,7	1,2	0,4	1,1	2,1	1,7	2,2	6,1	1,8	-1,2	
T3	109,3	2,6	1,9	1,1	0,3	0,9	2,3	1,5	2,4	6,0	1,4	-2,8	
T4	109,4	2,4	2,0	1,6	1,4	0,8	2,5	1,1	2,6	4,2	1,3	-2,2	
2013 T1	109,7	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,1	0,7	2,3	1,2	1,0	-2,9	
2012 Décembre	109,2	2,3	1,7	1,7	1,6	0,9	2,4	1,0	2,6	3,6	—	—	
2013 Janvier	109,6	1,7	1,2	1,5	1,3	0,8	2,3	0,8	2,5	2,2	—	—	
Février	109,8	1,3	1,0	1,3	0,8	0,8	2,1	0,6	2,3	1,6	—	—	
Mars	109,6	0,6	0,2	1,0	0,4	0,7	1,9	0,6	2,1	-0,3	—	—	
Avril	108,8	-0,2	-0,5	0,6	-0,3	0,6	1,8	0,7	1,9	-2,1	—	—	
Mai	108,6	-0,1	-0,2	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,7	2,0	-1,8	—	—	

3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole ³⁾ (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total	Déflateur du PIB				Exporta- tions ⁶⁾	Importa- tions ⁶⁾		
		Pondération fondée sur les importations ⁴⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ⁵⁾					Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires		
		Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires										
% 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	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	107,2	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,3	-3,5	-6,3		
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,5	1,7	0,7	0,9	3,1	5,0		
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,3	1,2	2,1	2,5	0,8	2,1	3,6	5,7		
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,8	1,3	1,7	2,1	1,0	1,1	1,5	2,4		
2012 T2	84,6	-1,1	-3,4	0,1	1,1	4,1	-1,2	110,6	1,3	1,7	2,1	1,2	1,1	1,4	2,3		
T3	87,3	5,3	10,4	2,7	7,8	16,0	1,6	111,0	1,3	1,7	2,1	1,3	0,9	1,6	2,4		
T4	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,3	1,3	1,5	1,8	0,4	0,7	1,2	1,6		
2013 T1	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,0	1,6	1,4	1,3	1,5	0,5	0,1	-0,4		
T2	79,0	-5,2	-4,0	-5,8	-4,3	-2,0	-6,2	—	—	—	—	—	—	—	—		
2013 Janvier	84,2	-3,7	-3,4	-3,9	-1,6	0,2	-3,1	—	—	—	—	—	—	—	—		
Février	86,7	-3,6	-3,4	-3,7	-2,4	-1,3	-3,2	—	—	—	—	—	—	—	—		
Mars	84,2	-1,6	-0,4	-2,2	-0,7	1,2	-2,2	—	—	—	—	—	—	—	—		
Avril	79,3	-3,5	-3,1	-3,7	-2,0	0,3	-3,8	—	—	—	—	—	—	—	—		
Mai	79,2	-4,8	-3,3	-5,5	-4,0	-1,5	-6,0	—	—	—	—	—	—	—	—		
Juin	78,3	-7,3	-5,7	-8,2	-6,9	-4,8	-8,6	—	—	—	—	—	—	—	—		

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 (livraison à terme à un mois)

4) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006. Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.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 : 2005 = 100)	Total	Par activité économique									Administration publique, enseignement, santé et action sociale	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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾													
2011	110,5	0,9	-2,9	0,0	0,9	0,8	2,1	0,6	4,2	2,9	0,4	1,3	
2012	112,3	1,6	2,1	2,6	2,5	1,6	2,9	1,1	0,6	1,9	0,5	2,2	
2012 T2	112,1	1,5	1,5	2,7	1,7	1,0	2,1	0,7	1,2	1,5	0,7	1,5	
T3	112,4	1,9	3,1	2,4	2,2	1,9	2,8	1,0	0,7	2,7	1,1	2,5	
T4	113,0	1,6	3,5	2,7	3,9	2,0	4,3	1,0	-0,9	2,0	-0,5	2,9	
2013 T1	113,9	2,0	0,7	3,6	2,2	1,4	3,2	0,8	-1,0	2,3	1,2	1,5	
Rémunération par tête													
2011	114,3	2,1	2,0	3,3	3,9	1,6	2,6	1,3	2,3	2,9	1,1	1,7	
2012	116,2	1,7	1,3	2,6	2,9	1,5	2,1	1,3	1,1	2,1	0,9	1,8	
2012 T2	116,1	1,8	1,3	2,9	2,7	1,6	2,1	0,9	0,7	2,3	1,0	1,7	
T3	116,5	1,9	1,1	2,8	3,2	1,7	2,1	1,1	0,5	2,2	1,4	1,4	
T4	116,8	1,4	1,1	2,8	3,4	1,4	1,9	1,5	1,4	1,5	0,1	1,7	
2013 T1	117,8	1,8	1,9	2,9	2,9	1,1	1,3	1,9	0,8	1,9	1,5	0,7	
Productivité par personne employée ²⁾													
2011	103,4	1,2	5,0	3,3	3,0	0,9	0,5	0,7	-1,8	0,1	0,7	0,4	
2012	103,5	0,1	-0,8	-0,1	0,5	0,0	-0,8	0,2	0,5	0,2	0,4	-0,4	
2012 T2	103,6	0,3	-0,1	0,2	1,0	0,6	0,0	0,2	-0,5	0,8	0,3	0,2	
T3	103,6	0,0	-1,9	0,3	1,0	-0,2	-0,7	0,1	-0,2	-0,5	0,3	-1,1	
T4	103,3	-0,2	-2,3	0,1	-0,5	-0,6	-2,3	0,5	2,3	-0,4	0,6	-1,2	
2013 T1	103,5	-0,2	1,2	-0,6	0,7	-0,3	-1,9	1,1	1,7	-0,4	0,3	-0,8	
Rémunération par heure travaillée													
2011	115,8	1,9	0,5	2,4	4,4	1,8	2,5	1,1	1,6	2,7	1,0	1,7	
2012	118,6	2,4	3,1	3,6	4,7	2,2	2,1	1,4	1,6	2,2	1,0	2,5	
2012 T2	118,8	2,6	2,4	4,1	4,9	2,4	1,8	0,9	0,3	2,2	1,3	2,5	
T3	118,9	2,6	2,4	4,0	5,1	2,5	1,9	1,1	0,5	2,2	1,7	1,9	
T4	119,5	2,1	3,6	3,9	4,9	2,1	2,1	2,1	3,9	1,9	0,0	2,7	
2013 T1	121,1	3,1	3,8	4,8	5,8	2,3	1,9	3,3	3,8	2,6	2,3	2,0	
Productivité horaire du travail ²⁾													
2011	105,4	1,2	5,8	2,5	3,1	1,0	0,4	0,6	-2,5	-0,1	0,6	0,4	
2012	106,1	0,7	-0,2	0,9	1,8	0,6	-0,7	0,2	1,2	0,4	0,6	0,3	
2012 T2	106,5	1,1	0,2	1,3	2,8	1,3	0,0	0,2	-0,2	0,9	0,6	1,0	
T3	106,2	0,5	-1,7	1,5	2,5	0,2	-1,0	0,0	0,5	-0,5	0,5	-0,5	
T4	106,3	0,6	-1,6	1,2	0,7	0,2	-1,8	1,0	4,1	0,2	0,6	-0,1	
2013 T1	107,0	1,1	1,1	1,3	3,3	0,6	-1,1	2,3	3,8	0,7	1,2	0,7	

5. Indices de coûts de main-d'œuvre³⁾

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ⁴⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	106,5	2,1	2,0	2,8	3,1	2,6	2,5	2,0
2012	108,2	1,5	1,7	1,2	2,4	2,3	1,9	2,1
2012 T2	112,0	1,7	1,9	1,3	2,8	2,8	2,2	2,2
T3	105,7	1,7	1,9	1,2	2,8	2,4	1,9	2,2
T4	114,4	1,3	1,4	0,9	2,7	2,1	1,7	2,2
2013 T1	102,1	1,6	1,7	1,4	3,3	1,8	1,3	2,0

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (tableau 4 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 8 du tableau 5 de la section 5.1)

1) Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié

2) PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées)

3) Indices de coûts horaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, hors agriculture, sylviculture et pêche. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.

4) Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails)

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. PIB et composantes de la dépense

	Total	PIB					Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Demande intérieure			Variation des stocks ²⁾	Total	Solde extérieur ¹⁾	
			Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾
Prix courants (montants en milliards d'euros)									
2009	8 922,3	8 804,1	5 134,2	1 988,2	1 730,7	-49,1	118,2	3 285,4	3 167,2
2010	9 174,6	9 053,9	5 272,2	2 016,7	1 740,4	24,5	120,7	3 768,7	3 648,0
2011	9 425,0	9 292,9	5 414,3	2 030,9	1 800,9	46,8	132,1	4 149,3	4 017,2
2012	9 489,8	9 240,5	5 455,3	2 043,5	1 741,2	0,5	249,3	4 327,8	4 078,5
2012 T1	2 368,8	2 321,1	1 364,4	510,3	444,6	1,7	47,7	1 067,0	1 019,3
T2	2 372,9	2 312,6	1 361,2	511,5	436,4	3,5	60,3	1 082,0	1 021,7
T3	2 378,2	2 307,9	1 363,9	511,2	433,7	-1,0	70,4	1 096,8	1 026,4
T4	2 371,1	2 299,2	1 363,5	510,5	428,3	-3,0	71,9	1 085,6	1 013,7
2013 T1	2 379,2	2 301,8	1 365,2	515,1	420,5	1,0	77,3	1 073,8	996,5
en pourcentage du PIB									
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,3	0,0	2,6	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)									
glissement trimestriel en pourcentage									
2012 T1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-1,3	—	—	0,8	0,0
T2	-0,2	-0,7	-0,5	-0,3	-1,8	—	—	1,5	0,3
T3	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,8	—	—	0,8	0,2
T4	-0,6	-0,7	-0,6	0,0	-1,5	—	—	-0,9	-1,2
2013 T1	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	-1,9	—	—	-0,9	-1,2
variations annuelles en pourcentage									
2009	-4,4	-3,8	-1,0	2,6	-12,7	—	—	-12,4	-11,1
2010	2,0	1,3	1,0	0,8	-0,3	—	—	11,2	9,7
2011	1,5	0,6	0,2	-0,1	1,4	—	—	6,3	4,2
2012	-0,6	-2,2	-1,3	-0,4	-4,3	—	—	2,7	-0,8
2012 T1	-0,1	-1,6	-1,1	-0,2	-2,8	—	—	2,6	-0,9
T2	-0,5	-2,3	-1,2	-0,4	-4,1	—	—	3,7	-0,5
T3	-0,7	-2,5	-1,6	-0,4	-4,5	—	—	3,2	-0,8
T4	-0,9	-2,3	-1,5	-0,5	-5,3	—	—	2,2	-0,6
2013 T1	-1,1	-2,2	-1,3	-0,5	-5,9	—	—	0,5	-1,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage									
2012 T1	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,3	—	—
T2	-0,2	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,5	—	—
T3	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,3	—	—
T4	-0,6	-0,7	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,1	—	—
2013 T1	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage									
2009	-4,4	-3,7	-0,6	0,5	-2,7	-0,9	-0,7	—	—
2010	2,0	1,3	0,6	0,2	-0,1	0,6	0,7	—	—
2011	1,5	0,6	0,1	0,0	0,3	0,2	0,9	—	—
2012	-0,6	-2,1	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,6	—	—
2012 T1	-0,1	-1,6	-0,7	0,0	-0,5	-0,4	1,5	—	—
T2	-0,5	-2,3	-0,7	-0,1	-0,8	-0,7	1,8	—	—
T3	-0,7	-2,4	-0,9	-0,1	-0,8	-0,6	1,8	—	—
T4	-0,9	-2,2	-0,8	-0,1	-1,0	-0,2	1,3	—	—
2013 T1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,1	-1,1	-0,3	1,0	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Elles ne sont pas entièrement compatibles avec la section 3.1, le tableau 1 de la section 7.1, le tableau 3 de la section 7.2 ou les tableaux 1 ou 3 de la section 7.5.

2) Incluant les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique

	Total	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)										Taxes moins subventions sur les produits
		Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2009	8 028,4	124,0	1 461,4	531,7	1 537,8	369,8	421,3	902,0	803,9	1 581,6	295,0	893,9
2010	8 232,7	135,9	1 568,6	499,5	1 579,5	369,2	438,8	912,3	819,1	1 610,0	299,8	941,9
2011	8 451,4	144,8	1 642,0	505,7	1 627,8	368,7	436,8	942,9	847,4	1 629,5	305,7	973,6
2012	8 511,8	150,3	1 647,7	493,2	1 641,5	364,9	431,7	959,3	865,9	1 645,5	311,8	977,9
2012 T1	2 125,9	36,9	410,8	125,4	409,2	92,3	109,8	237,5	215,6	410,8	77,5	242,9
T2	2 128,3	37,0	412,0	124,0	409,0	91,6	108,9	239,6	216,2	412,6	77,4	244,6
T3	2 132,8	37,6	414,6	122,7	410,5	91,1	107,1	240,6	217,3	412,9	78,4	245,4
T4	2 125,9	38,6	411,1	121,1	412,7	90,1	106,0	241,6	216,9	409,3	78,6	245,2
2013 T1	2 138,3	38,8	411,8	120,3	412,4	89,2	109,6	242,8	218,0	416,5	78,9	240,9
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2012	100,0	1,8	19,4	5,8	19,3	4,3	5,1	11,3	10,2	19,3	3,7	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
glissement trimestriel en pourcentage												
2012 T1	-0,1	-1,6	0,4	-1,5	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,1
T2	-0,1	-0,5	-0,2	-1,3	-0,2	0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,3	-0,4	-0,7
T3	-0,1	-1,4	0,2	-1,2	-0,4	0,0	-0,2	0,2	0,2	-0,1	0,3	-0,2
T4	-0,5	-0,3	-1,7	-1,6	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,5	0,4	0,2	-1,1
2013 T1	-0,2	0,8	-0,4	-0,9	0,2	-0,5	0,1	-0,4	0,2	-0,5	-0,4	-0,6
variations annuelles en pourcentage												
2009	-4,4	1,2	-13,4	-8,1	-4,5	2,9	0,4	0,4	-7,9	1,5	-0,6	-4,2
2010	2,1	-3,1	8,9	-5,6	2,2	2,0	0,4	-0,6	1,5	1,2	0,1	1,5
2011	1,7	2,8	3,4	-1,0	1,7	1,8	0,3	1,3	2,7	0,9	0,4	0,2
2012	-0,5	-2,4	-1,1	-4,3	-0,8	0,7	-0,6	0,8	0,9	0,1	0,2	-1,7
2012 T1	0,0	-0,1	-0,8	-3,8	0,1	1,3	-0,2	1,0	1,9	0,2	0,5	-1,4
T2	-0,3	-1,7	-1,0	-3,7	-0,4	1,3	-0,3	0,7	1,0	0,0	0,2	-2,0
T3	-0,6	-3,4	-0,8	-4,1	-1,1	0,8	-1,0	0,7	0,7	-0,2	0,3	-1,5
T4	-0,8	-3,7	-1,3	-5,4	-1,6	-0,3	-0,7	0,9	0,0	0,3	0,2	-2,0
2013 T1	-1,0	-1,3	-2,1	-4,9	-1,2	-0,8	-0,2	0,4	-0,2	0,0	-0,4	-2,6
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2012 T1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T4	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
2013 T1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-0,9	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	—
2010	2,1	0,0	1,6	-0,4	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	—
2011	1,7	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	—
2012	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	—
2012 T1	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	—
T2	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	—
T3	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	—
T4	-0,8	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	—
2013 T1	-1,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

5.2 Production et demande

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

3. Production industrielle

	Total	Industrie hors construction										Construction
		Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total Secteur manufacturier	Total	Industrie hors construction et énergie		Énergie					
					Biens intermé- diaires	Biens d'équipement						
% du total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	4,0	100,0	7,3	7,7	7,7	10,0	8,9	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,8
2011	2,1	103,2	3,2	4,4	4,5	3,8	8,2	0,8	0,6	0,8	-4,7	-2,1
2012	-3,0	100,8	-2,4	-2,6	-2,7	-4,3	-1,1	-2,4	-4,5	-2,1	-0,2	-5,4
2012 T2	-3,0	101,1	-2,3	-2,7	-2,9	-4,4	-1,2	-2,8	-4,4	-2,5	2,1	-6,2
T3	-2,7	101,2	-2,2	-2,3	-2,5	-4,2	-0,8	-2,2	-5,3	-1,8	0,0	-4,7
T4	-3,3	99,2	-3,1	-3,4	-3,6	-4,8	-3,3	-2,0	-5,0	-1,6	-0,3	-4,3
2013 T1	-2,9	99,3	-2,4	-2,8	-3,0	-3,7	-3,7	-0,9	-4,6	-0,5	0,0	-5,6
2013 Janvier	-3,8	98,9	-2,5	-2,8	-2,8	-3,9	-3,9	0,2	-7,3	1,3	-1,0	-10,1
Février	-2,4	99,1	-3,3	-2,5	-2,7	-2,9	-3,9	-0,6	-5,0	-0,1	-6,7	2,2
Mars	-2,5	100,0	-1,5	-3,0	-3,3	-4,1	-3,2	-2,3	-1,9	-2,5	8,7	-7,6
Avril	-1,8	100,5	-0,6	-0,5	-0,7	-2,5	1,4	-0,4	-4,8	0,4	-0,6	-6,8
Mai	-1,8	100,2	-1,3	-1,5	-1,6	-2,6	-0,9	-0,7	-6,2	0,1	0,2	-5,1
	glissement mensuel en pourcentage (données cvs)											
2013 Janvier	-0,9	—	-0,5	-0,7	-0,5	0,1	-1,8	-0,3	-2,0	-0,3	0,1	-3,1
Février	0,4	—	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,9	-1,4	0,9	-1,5	1,7	0,6
Mars	0,2	—	0,9	0,3	0,4	0,1	1,1	0,2	1,6	0,0	3,8	-1,8
Avril	0,6	—	0,5	1,0	0,8	0,1	2,5	0,2	-1,9	0,7	-1,4	1,0
Mai	-0,4	—	-0,3	-0,4	-0,2	0,4	-1,5	0,3	-2,3	0,6	0,1	-0,3

4. Entrées de commandes et chiffre d'affaires dans l'industrie, ventes au détail et nouvelles immatriculations de voitures particulières

	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie ¹⁾	Ventes au détail y compris carburants										Nouvelles immatriculations de voitures particulières		
		Industrie manufacturière		Industrie manufacturière (à prix courants)		Prix courants	Prix constants							
		Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Total	Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants	Total (cvs) ; milliers ²⁾	Total		
% du total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	40,1	51,1	9,4	11,9	8,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	100,0	17,7	100,0	10,3	2,1	100,0	0,6	0,3	1,4	2,2	0,2	-3,0	843	-8,5
2011	108,6	8,6	109,2	9,1	1,8	99,7	-0,3	-1,0	0,5	1,3	-0,2	-3,3	838	-1,1
2012	104,5	-3,7	108,7	-0,5	0,5	98,0	-1,8	-1,3	-1,7	-4,2	-2,6	-5,1	744	-11,0
2012 T3	104,7	-2,9	109,2	-0,7	0,8	98,2	-1,4	-0,8	-1,5	-2,7	-2,0	-4,4	721	-12,7
T4	103,3	-2,2	107,2	-1,7	-0,8	96,8	-2,7	-2,0	-2,8	-4,7	-4,4	-5,4	709	-14,2
2013 T1	103,0	-2,2	106,8	-2,6	-1,1	97,1	-1,8	-1,6	-2,0	-3,9	-4,4	-3,4	688	-11,3
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	708	-7,2
2013 Février	102,6	-2,2	106,5	-2,9	-0,9	97,1	-1,7	-2,5	-1,7	0,1	-3,6	-2,5	698	-8,8
Mars	103,9	-2,2	107,3	-2,7	-1,5	96,9	-2,0	-0,5	-3,2	-9,8	-5,5	-1,9	700	-10,9
Avril	102,4	-2,5	107,2	-1,7	-0,6	96,7	-1,0	-2,5	0,3	2,8	-3,8	0,3	710	-6,5
Mai	103,6	-1,8	.	.	0,5	97,7	-0,1	-1,5	0,8	.	-1,9	-1,9	704	-8,0
Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	711	-7,2
	glissement mensuel en pourcentage (données cvs)													
2013 Février	—	0,1	—	-0,1	-0,2	—	-0,3	-0,3	-0,7	0,3	-1,1	-0,9	—	4,8
Mars	—	1,2	—	0,7	-0,1	—	-0,2	0,8	-0,8	-4,5	-0,9	1,0	—	0,3
Avril	—	-1,4	—	-0,1	-0,3	—	-0,2	-1,3	0,8	2,4	-0,1	0,4	—	1,5
Mai	—	1,1	—	.	1,1	—	1,0	0,9	0,9	.	-1,9	—	-1,0	
Juin	—	.	—	.	.	—	.	.	.	.	.	—	1,0	

Sources : Eurostat sauf les colonnes 1 et 2 (qui représentent des statistiques empiriques de la BCE reposant sur des données nationales) et les colonnes 13 et 14 du tableau 4 (qui représentent les calculs de la BCE à partir de données de l'ACEA – Association des constructeurs européens d'automobiles)

1) Pour plus de détails, cf. G. J. de Bondt, H. C. Dieder, S. Muzikarova et I. Vincze, *Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders*, Occasional Paper n° 149 de la BCE, juin 2013

2) Les chiffres annuels et trimestriels correspondent à la moyenne des données mensuelles pour la période de référence.

5.2 Production et demande

(soldes d'opinions¹⁾, sauf indication contraire ; données cvs)

5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique ²⁾ (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier					Indicateur de confiance des consommateurs							
		Indicateur de confiance des chefs d'entreprise				Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)	Total ⁴⁾	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 ⁴⁾	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2009	80,7	-28,7	-56,6	14,8	-14,9	71,0	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7			
2010	101,1	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,1	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0			
2011	101,8	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,5	-7,4	-18,1	23,2	-9,1			
2012	90,4	-11,7	-24,3	6,8	-4,0	78,6	-22,3	-11,2	-27,6	38,4	-12,0			
2012	T2	92,3	-10,5	-21,9	6,5	-3,0	79,1	-19,5	-10,3	-24,2	32,3	-10,9		
	T3	87,4	-14,9	-28,6	8,1	-8,1	77,7	-23,8	-11,8	-30,4	40,7	-12,4		
	T4	86,8	-15,4	-32,0	6,8	-7,4	77,4	-26,2	-12,9	-31,7	46,3	-13,7		
2013	T1	90,1	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,7	-11,4	-27,3	42,6	-13,3		
	T2	89,8	-12,6	-30,9	6,1	-0,9	77,9	-20,9	-10,2	-24,9	35,9	-12,8		
2013	Février	90,5	-11,1	-27,7	5,1	-0,4	—	-23,6	-11,2	-26,4	43,1	-13,6		
	Mars	90,1	-12,2	-30,2	6,0	-0,4	—	-23,5	-11,3	-26,6	42,0	-14,0		
	Avril	88,6	-13,7	-33,5	6,3	-1,4	77,5	-22,2	-10,9	-26,4	37,9	-13,7		
	Mai	89,5	-13,0	-30,9	6,2	-1,9	—	-21,8	-10,3	-26,8	36,5	-13,7		
	Juin	91,3	-11,2	-28,4	5,9	0,7	—	-18,8	-9,5	-21,5	33,3	-11,0		
	Juillet	92,5	-10,6	-27,8	5,6	1,5	78,3	-17,4	-8,9	-20,9	30,4	-9,4		
	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				Indicateur de confiance dans le secteur des services						
	Total ⁴⁾	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total ⁴⁾	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Total ⁴⁾	Climat des affaires	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois			
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22			
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-16,1	-21,2	-18,0	-9,3			
2010	-28,7	-39,4	-18,2	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,0	1,5	3,1	7,3			
2011	-26,2	-33,9	-18,5	-5,4	-5,6	11,1	0,6	5,3	2,2	5,3	8,3			
2012	-28,4	-34,9	-22,0	-15,2	-18,9	14,2	-12,6	-6,9	-11,9	-7,8	-1,1			
2012	T2	-26,9	-32,0	-21,7	-14,4	-18,1	14,8	-10,4	-4,5	-10,1	-4,8	1,3		
	T3	-29,4	-36,6	-22,2	-16,8	-21,8	14,5	-14,1	-10,6	-15,8	-11,7	-4,2		
	T4	-32,7	-40,2	-25,2	-16,0	-21,3	11,4	-15,4	-11,1	-15,4	-13,0	-5,0		
2013	T1	-29,1	-37,0	-21,2	-16,2	-24,4	10,7	-13,6	-7,8	-12,7	-9,0	-1,8		
	T2	-31,9	-38,8	-24,9	-16,6	-24,7	11,1	-13,9	-10,0	-14,6	-13,4	-2,0		
2013	Février	-29,2	-37,3	-21,2	-16,1	-24,9	10,2	-13,3	-8,5	-14,4	-9,7	-1,5		
	Mars	-29,9	-37,9	-21,9	-17,1	-25,2	10,5	-15,6	-7,1	-11,2	-7,9	-2,1		
	Avril	-31,1	-38,7	-23,5	-18,4	-26,4	12,1	-16,8	-11,1	-16,0	-14,8	-2,7		
	Mai	-33,0	-39,8	-26,2	-16,7	-25,9	11,0	-13,2	-9,3	-13,2	-12,9	-1,7		
	Juin	-31,5	-38,0	-25,1	-14,6	-21,9	10,2	-11,6	-9,6	-14,7	-12,5	-1,5		
	Juillet	-32,6	-41,3	-23,8	-13,7	-20,6	10,5	-10,1	-7,8	-11,6	-10,6	-1,2		

Source : Commission européenne (DG Affaires économiques et financières)

- Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives
- L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans les secteurs des services, de la construction et du commerce de détail ; l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.

5.3 Marché du travail¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. Emploi

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Personnes employées													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2012	146 197	125 044	21 153	4 991	22 922	9 489	35 931	4 076	4 053	1 322	18 225	34 365	10 822
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2012	100,0	85,5	14,5	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	-0,5	-0,5	-0,4	-1,0	-2,9	-3,8	-0,6	-1,4	-0,9	-0,1	1,6	1,0	0,8
2011	0,3	0,4	-0,4	-2,1	0,1	-3,8	0,8	1,3	-0,4	3,1	2,7	0,3	0,0
2012	-0,7	-0,7	-0,3	-1,6	-1,1	-4,8	-0,8	1,5	-0,7	0,4	0,7	-0,3	0,6
2012 T2	-0,8	-0,8	-0,6	-1,5	-1,1	-4,7	-1,0	1,3	-0,5	1,2	0,2	-0,3	0,1
T3	-0,6	-0,8	0,2	-1,5	-1,1	-5,1	-0,9	1,5	-1,1	0,9	1,2	-0,5	1,3
T4	-0,7	-0,8	-0,3	-1,4	-1,4	-5,0	-1,0	2,1	-1,2	-1,3	0,5	-0,3	1,4
2013 T1	-1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-1,5	-5,5	-1,0	1,1	-1,2	-1,4	0,2	-0,3	0,4
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T2	-0,1	0,0	-0,5	0,3	-0,4	-0,8	-0,1	0,5	-0,7	0,6	0,3	0,0	-0,2
T3	-0,1	-0,1	0,1	-0,6	0,0	-1,7	-0,1	-0,3	-0,8	-1,2	0,8	-0,1	0,7
T4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-0,6	-1,6	-0,4	1,1	0,2	0,6	-0,2	-0,1	-0,1
2013 T1	-0,5	-0,5	-0,1	-1,5	-0,5	-1,6	-0,3	-0,2	0,0	-1,4	-0,7	-0,2	0,0
Heures travaillées													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2012	230 222	185 189	45 033	10 036	36 090	16 552	59 918	6 562	6 416	2 029	28 410	49 005	15 204
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2012	100,0	80,4	19,6	4,4	15,7	7,2	26,0	2,9	2,8	0,9	12,3	21,3	6,6
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	0,0	0,1	-0,4	-1,2	-0,4	-3,9	-0,3	-0,8	-0,4	0,9	2,5	1,0	0,5
2011	0,3	0,6	-0,7	-2,8	0,9	-3,9	0,6	1,4	-0,3	3,8	2,8	0,4	0,0
2012	-1,3	-1,3	-1,0	-2,2	-2,0	-6,1	-1,4	1,4	-0,8	-0,4	0,5	-0,5	-0,1
2012 T2	-1,5	-1,5	-1,3	-1,9	-2,3	-6,4	-1,6	1,3	-0,6	1,0	0,1	-0,6	-0,8
T3	-1,2	-1,4	-0,1	-1,7	-2,3	-6,4	-1,3	1,8	-1,0	0,2	1,2	-0,7	0,7
T4	-1,5	-1,5	-1,5	-2,1	-2,5	-6,1	-1,8	1,6	-1,7	-3,0	-0,2	-0,3	0,3
2013 T1	-2,2	-2,2	-2,0	-2,4	-3,3	-8,0	-1,8	0,3	-2,4	-3,3	-0,8	-1,1	-1,1
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T2	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	-1,5	-2,5	-0,4	-0,1	-1,2	0,3	-0,2	-0,5	-1,0
T3	0,1	0,0	0,5	-0,7	0,0	-1,6	0,2	0,6	-0,1	-0,2	0,8	0,1	1,2
T4	-0,7	-0,5	-1,3	-0,5	-0,7	-2,0	-1,0	0,2	-0,6	-1,8	-0,6	0,1	-0,7
2013 T1	-0,9	-1,0	-0,6	-0,7	-1,2	-2,2	-0,6	-0,3	-0,6	-1,7	-0,9	-0,9	-0,7
Heures travaillées par personne employée													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2012	1 575	1 481	2 129	2 011	1 574	1 744	1 668	1 610	1 583	1 535	1 559	1 426	1 405
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	0,5	0,6	0,0	-0,2	2,5	-0,1	0,2	0,6	0,5	1,1	0,8	0,1	-0,3
2011	0,0	0,2	-0,2	-0,7	0,7	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,7	0,2	0,1	0,0
2012	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-1,3	-0,7	-0,1	-0,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,7
2012 T2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-1,2	-1,8	-0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,9
T3	-0,6	-0,7	-0,3	-0,2	-1,2	-1,4	-0,4	0,3	0,1	-0,6	0,0	-0,2	-0,6
T4	-0,8	-0,7	-1,2	-0,8	-1,1	-1,2	-0,8	-0,5	-0,5	-1,7	-0,7	0,0	-1,1
2013 T1	-1,2	-1,3	-1,0	0,1	-1,9	-2,6	-0,8	-0,8	-1,2	-2,0	-1,0	-0,8	-1,5
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T2	-0,7	-0,8	0,0	-0,9	-1,1	-1,7	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,8
T3	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	0,4	0,9	0,7	1,0	0,1	0,2	0,5
T4	-0,3	-0,2	-0,9	0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-0,8	-2,4	-0,4	0,2	-0,6
2013 T1	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6

Sources : Calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

5.3 Marché du travail

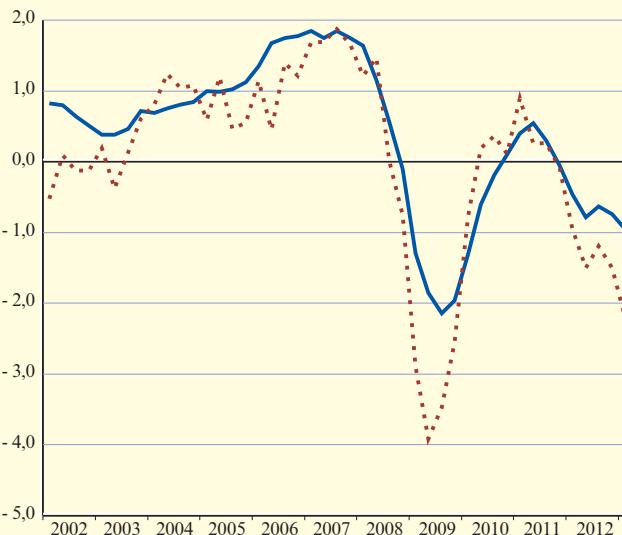
(données cvs, sauf indication contraire)

2. Chômage et taux d'emplois vacants ¹⁾

	Chômage										Taux d'emplois vacants ²⁾	
	Total		Par âge ³⁾				Par sexe ⁴⁾					
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes			
% du total en 2010	100,0		79,4		20,6		54,0		46,0			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2009	15,054	9,6	11,767	8,4	3,287	20,3	8,146	9,4	6,908	9,8	1,4	
2010	15,933	10,1	12,652	8,9	3,281	20,9	8,605	10,0	7,328	10,3	1,5	
2011	16,036	10,2	12,823	9,0	3,213	20,9	8,546	9,9	7,489	10,5	1,7	
2012	18,072	11,4	14,583	10,1	3,489	23,1	9,706	11,2	8,366	11,6	1,6	
2012 T2	17,924	11,3	14,461	10,1	3,464	22,9	9,652	11,1	8,273	11,4	1,7	
T3	18,338	11,5	14,810	10,3	3,529	23,4	9,857	11,4	8,482	11,7	1,4	
T4	18,780	11,8	15,193	10,5	3,587	23,8	10,077	11,7	8,703	12,0	1,6	
2013 T1	19,133	12,0	15,540	10,8	3,593	24,0	10,271	11,9	8,861	12,2	1,5	
T2	19,265	12,1	15,734	10,9	3,531	23,8	10,326	12,0	8,939	12,3	—	
2013 Janvier	19,098	12,0	15,473	10,7	3,626	24,2	10,255	11,9	8,843	12,2	—	
Février	19,137	12,0	15,536	10,8	3,602	24,1	10,282	11,9	8,856	12,2	—	
Mars	19,163	12,1	15,611	10,8	3,551	23,9	10,277	11,9	8,885	12,2	—	
Avril	19,240	12,1	15,697	10,9	3,544	23,9	10,302	11,9	8,938	12,3	—	
Mai	19,290	12,1	15,766	10,9	3,524	23,8	10,338	12,0	8,951	12,3	—	
Juin	19,266	12,1	15,740	10,9	3,526	23,9	10,337	12,0	8,929	12,3	—	

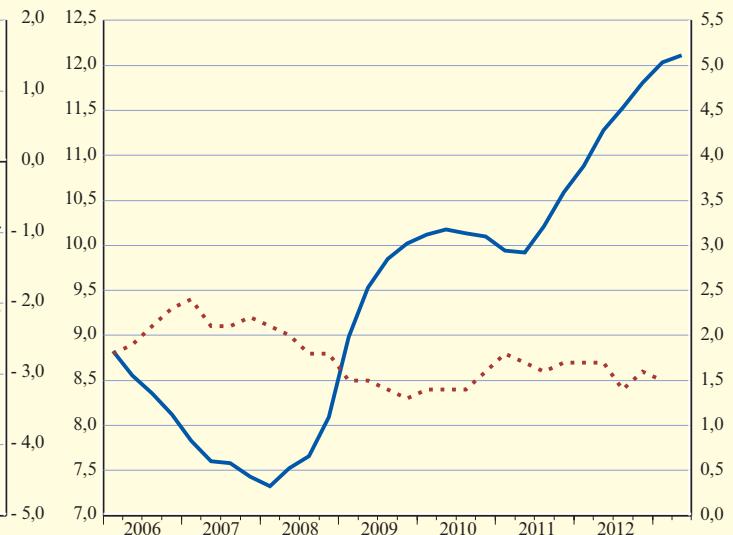
G28 Emploi – Personnes employées et heures travaillées
(variations annuelles en pourcentage)

— Emploi en termes de personnes employées
- - - - - Emploi en termes d'heures travaillées



G29 Chômage et taux d'emplois vacants ²⁾

— 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.

6 FINANCES PUBLIQUES

6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédeant¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes												Recettes en capital	Pour mémoire : prélevements obligatoires ²⁾				
		Impôts directs			Ménages			Sociétés			Impôts indirects			Cotisations sociales		Cessions			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6					
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7					
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3					
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3					
2008	45,1	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9					
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6					
2010	44,8	44,5	11,5	8,9	2,5	12,9	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4					
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9					
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,2	0,3	41,8					

2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes								Dépenses en capital				Pour mémoire : dépenses primaires ³⁾		
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Prés-tations sociales	Subventions	Versées par les institutions de l'UE	Investis-ments	Transferts en capital	Effectuées par les institutions de l'UE	13			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14		
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3		
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3		
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	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	47,3	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2		
2009	51,3	47,0	11,1	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4		
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,8	0,0	48,1		
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5		
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,9		

3. Zone euro – déficit/excédeant, déficit/excédeant primaire et consommation des administrations publiques

	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques ⁴⁾								Consommation collective	Consommation individuelle
	Total	Admi-nistrations centrale	Admi-nistrations d'États fédérés	Admi-nistrations locales	Admi-nistrations de sécurité sociale		Total	Rémuné-ration des salariés	Consom-mation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consom-mation de capital fixe	Cessions (négatif)	11	12	13	14
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3		
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5		
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5		
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3		
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7		
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7		
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6		
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4		
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4		

4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+)⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	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
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,9	-15,6	-11,2	-7,5	-5,5	-6,1	-0,8	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,2	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,1	0,2	-30,8	-10,7	-9,7	-7,1	-4,5	-5,3	-0,9	-3,6	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,2	-13,4	-9,5	-9,4	-5,3	-3,8	-6,3	-0,2	-2,8	-4,5	-2,5	-4,4	-6,4	-5,1	-0,8
2012	-3,9	0,2	-0,3	-7,6	-10,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,3	-0,8	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-4,0	-4,3	-1,9

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives au déficit/à l'excédent des pays

1) Les recettes, les dépenses et le déficit/excédeant 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 règlements opérés dans le cadre de swaps et de contrats de garantie de taux.

6.2 Dette¹⁾

(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – dette par instruments financiers et par secteurs détenteurs

	Total	Instruments financiers					Secteurs détenteurs					Autres créanciers ³⁾	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres		Titres à long terme	Total	Créanciers résidents ²⁾					
				à court terme	à long terme			IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9		10	
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1			
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9			
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5			
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7			
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6			
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0			
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6			
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	40,5	24,3	10,6	5,6	44,9			
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,8	24,7	11,3	6,9	44,5			
2012	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	46,6	26,5	12,4	7,7	44,0			

2. Zone euro – dette par émetteurs, échéances et devises

	Total	Émis par ⁴⁾				Échéance		Durée résiduelle				Devises							
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	Taux d'intérêt variable	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises						
						1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9						
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	61,9	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0						
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1						
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7						
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5						
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,3	1,0						
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2						
2010	85,4	69,2	8,3	5,9	1,9	13,0	72,3	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2						
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,0	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7						
2012	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,7	78,9	7,0	20,6	32,1	37,9	88,7	2,0						

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
2009	95,7	74,5	7,2	64,8	129,7	53,9	79,2	116,4	58,5	15,3	66,4	60,8	69,2	83,7	35,0	35,6	43,5
2010	95,5	82,4	6,7	92,1	148,3	61,5	82,4	119,3	61,3	19,2	67,4	63,1	72,0	94,0	38,6	41,0	48,6
2011	97,8	80,4	6,2	106,4	170,3	69,3	85,8	120,8	71,1	18,3	70,3	65,5	72,5	108,3	46,9	43,3	49,0
2012	99,6	81,9	10,1	117,6	156,9	84,2	90,2	127,0	85,8	20,8	72,1	71,2	73,4	123,6	54,1	52,1	53,0

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays

- 1) Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État

6.3 Variation de la dette¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs				Autres créanciers ⁶⁾
	Besoin de financement ²⁾	Effets de valorisation ³⁾	Autres variations de volume ⁴⁾	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux ⁵⁾	IFM	Autres institutions financières	12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,5	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,4	1,0	1,0	0,8
2012	4,0	5,4	-1,4	0,0	0,2	2,1	-0,5	2,2	4,1	2,0	1,2	-0,2

2. Zone euro – ajustement dette-déficit

Variation de la dette	Déficit (-) / excédent (+)	Total	Ajustement dette-déficit ⁷⁾								Autres ⁸⁾		
			Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques										
			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres ⁹⁾	Actions et autres titres de participation	Privatisations	Dotations en capital	Effets liés aux taux de change			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	-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	
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	
2009	7,3	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	
2012	4,0	-3,7	0,2	1,4	0,3	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,3	-1,4	0,0	

Source : BCE

- Les données sont en partie des estimations. La variation annuelle de la dette nominale brute consolidée est exprimée en pourcentage du PIB, soit $[dette(t) - dette(t-1)] / PIB(t)$. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal).
- Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB
- Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés).
- Hors produits financiers dérivés

6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédeant trimestriels ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes trimestrielles

	Total	1	Recettes courantes					Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ²⁾	10
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	8	9		
2007	T1	42,2	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	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
	T3	43,6	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
	T4	49,2	48,7	14,8	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,6
2008	T1	42,4	42,1	10,9	12,3	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,2
	T2	45,3	45,0	12,9	12,4	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
	T3	43,4	43,0	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,8	48,3	13,9	13,4	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,9
2009	T1	42,5	42,3	10,4	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,2
	T2	45,4	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
	T3	42,8	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,7
	T4	48,7	47,8	13,0	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,5
2010	T1	42,2	42,0	10,1	12,2	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,1
	T2	45,1	44,7	11,9	12,6	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,2
	T3	43,0	42,6	10,9	12,5	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,9
	T4	48,5	47,8	13,2	13,4	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,3
2011	T1	42,9	42,7	10,6	12,5	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,7
	T2	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
	T3	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
	T4	49,2	48,2	13,3	13,4	16,7	2,8	1,0	0,4	0,4	43,8
2012	T1	43,3	43,2	10,9	12,6	15,4	2,4	1,0	0,2	0,2	39,1
	T2	46,2	45,8	12,6	12,8	15,6	2,5	1,4	0,3	0,3	41,3
	T3	44,7	44,3	11,9	12,6	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
	T4	50,6	49,9	14,2	13,9	16,9	2,8	1,0	0,7	0,3	45,3
2013	T1	43,9	43,7	11,2	12,6	15,7	2,5	1,0	0,2	0,3	39,7

2. Zone euro – dépenses et déficit/excédeant trimestriels

	Total	Dépenses courantes							Dépenses en capital			Déficit (-)/ Excédent (+)	Déficit (-)/ excédent (+) primaire	
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants		Prestations sociales	Subventions	Investissemens	Transferts en capital			
						6	7			9	10	11	12	13
2007	T1	44,9	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,6	0,3
	T2	45,0	41,6	10,0	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
	T3	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
	T4	49,3	44,7	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,9
2008	T1	45,4	41,8	9,9	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	0,0
	T2	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
	T3	45,7	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
	T4	51,4	46,7	11,2	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,4
2009	T1	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-6,9	-4,1
	T2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
	T3	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
	T4	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-6,0	-3,2
2010	T1	50,4	46,5	10,8	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-8,2	-5,5
	T2	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,5	-1,5
	T3	50,4	45,2	10,3	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,2	2,6	2,6	-7,4	-4,7
	T4	53,4	48,7	11,4	6,6	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-4,9	-2,0
2011	T1	48,5	45,4	10,4	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	1,0	-5,6	-2,7
	T2	48,5	45,3	10,6	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
	T3	48,0	44,6	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,4	-1,5
	T4	52,6	48,7	11,2	6,5	3,2	27,7	23,6	1,5	3,9	2,5	1,7	-3,4	-0,2
2012	T1	48,1	45,5	10,3	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,8	-1,8
	T2	49,1	45,8	10,5	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-3,0	0,3
	T3	48,5	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,4	1,2	3,6	2,2	1,4	-3,9	-1,0
	T4	53,9	48,8	11,0	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,0	2,3	2,8	-3,3	-0,1
2013	T1	48,8	46,1	10,4	4,9	2,8	27,9	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,9	-2,1

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

1) Les recettes, les dépenses et le déficit/excédeant sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations entre le budget de l'UE et les entités n'appartenant pas au secteur des administrations publiques ne sont pas incluses. Autrement, et hormis les différents délais de transmission des données, les données trimestrielles sont cohérentes avec les données annuelles.

2) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

6.5 Dette trimestrielle et variation de la dette¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers

		Total	Instruments financiers				
			Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	
		1	2	3	4	5	
2010	T2	82,9	2,4	13,5	7,8	59,2	
	T3	83,0	2,4	13,4	7,9	59,3	
	T4	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	
2011	T1	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2	
	T2	87,2	2,4	15,0	7,5	62,3	
	T3	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4	
	T4	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	
2012	T1	88,2	2,5	15,8	7,6	62,3	
	T2	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4	
	T3	89,9	2,5	16,5	7,2	63,6	
	T4	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	
2013	T1	92,3	2,6	16,9	7,0	65,7	

2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-) / excédent (+)	Total	Ajustement dette-déficit							Pour mémoire : besoin de financement	
				Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques								
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres	Actions et autres titres de participation	Effets de valorisation et autres variations en volume	Autres		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2010	T2	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
	T3	2,7	-7,4	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,8	2,8
	T4	11,6	-4,9	6,7	5,6	-0,4	1,6	4,4	0,0	0,0	1,1	11,6
2011	T1	6,9	-5,6	1,3	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,4	6,7
	T2	6,0	-3,3	2,8	2,6	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,1	5,9
	T3	0,7	-4,4	-3,6	-3,7	-3,7	-0,4	0,2	0,2	0,5	-0,4	0,3
	T4	3,2	-3,4	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,5	3,3
2012	T1	5,1	-4,8	0,3	3,8	4,2	0,0	-0,4	0,0	-3,9	0,4	8,9
	T2	7,1	-3,0	4,1	3,8	1,6	1,1	0,4	0,7	-0,5	0,8	7,6
	T3	0,6	-3,9	-3,3	-1,3	-1,7	0,6	-0,4	0,1	0,0	-2,0	0,6
	T4	3,0	-3,3	-0,2	-0,7	-2,9	0,5	0,1	1,6	-1,3	1,8	4,4
2013	T1	6,4	-4,9	1,5	1,6	1,7	-0,2	-0,3	0,4	-0,2	0,1	6,6

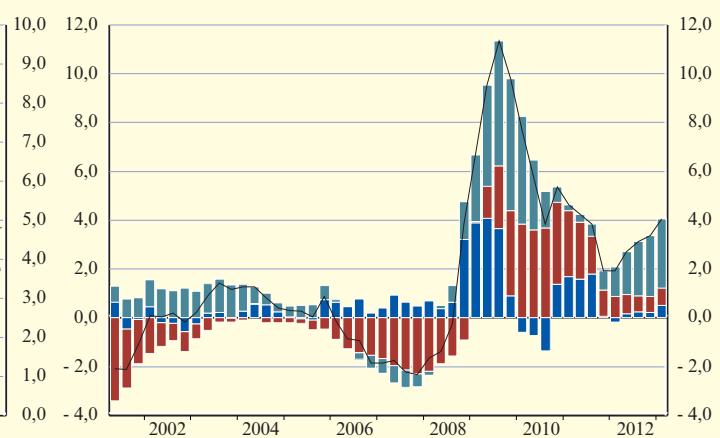
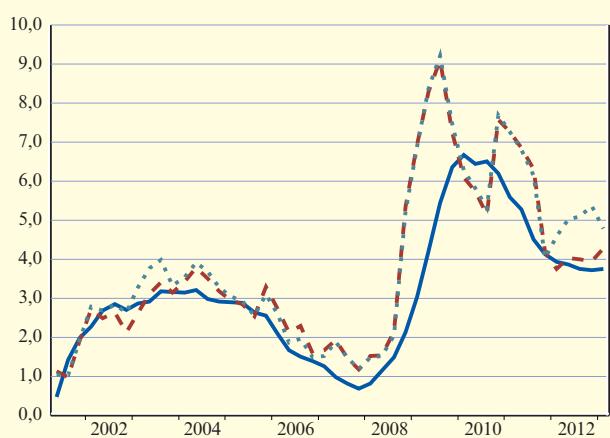
G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette (somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

— Déficit
— Variation de la dette
- - - Besoin de financement

G31 Dette au sens de Maastricht

(variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)

■ Ajustement dette-déficit
■ Déficit/excédent primaire
■ Écart croissance/taux d'intérêt
— Variation du ratio dette/PIB



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

1) Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.



BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

7.1 État récapitulatif de la balance des paiements¹⁾ (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier						Erreurs et omissions
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	3,5	17,2	56,5	38,9	-109,2	5,7	9,2	9,1	-88,8	119,5	18,4	-29,5	-10,5	-18,3
2011	14,9	6,8	73,2	42,1	-107,2	11,2	26,0	-42,7	-118,7	252,5	-5,3	-161,0	-10,2	16,6
2012	122,4	98,9	92,2	38,5	-107,2	15,1	137,5	-146,8	-64,1	90,4	17,8	-176,8	-14,1	9,3
2012 T1	-2,8	6,8	16,6	12,5	-38,7	3,2	0,4	2,0	-3,6	-76,8	-5,3	89,8	-2,1	-2,4
T2	18,3	25,7	26,3	-8,6	-25,1	1,4	19,8	-19,5	-15,2	96,7	-8,0	-84,0	-9,0	-0,3
T3	40,8	30,3	27,0	13,0	-29,4	4,0	44,9	-41,6	-4,9	-14,8	2,8	-24,6	-0,1	-3,2
T4	66,1	36,2	22,3	21,6	-14,0	6,4	72,5	-87,8	-40,4	85,3	28,3	-158,0	-3,0	15,3
2013 T1	32,5	32,5	18,9	22,7	-41,6	1,7	34,2	-37,8	-23,6	10,7	9,3	-34,1	0,0	3,5
2012 Mai	-2,8	7,4	8,9	-10,8	-8,2	1,4	-1,4	-0,4	3,5	30,1	-7,5	-25,0	-1,5	1,7
Juin	18,2	13,9	9,9	2,1	-7,7	-0,2	18,0	-16,7	-16,1	63,2	-2,2	-57,0	-4,5	-1,3
Juillet	21,8	14,5	9,9	5,2	-7,9	0,7	22,4	-17,5	2,5	4,8	-1,7	-23,6	0,5	-5,0
Août	8,8	5,6	7,9	5,9	-10,6	1,6	10,5	-7,7	12,6	-19,1	6,2	-5,9	-1,6	-2,8
Septembre	10,2	10,2	9,1	1,9	-11,0	1,7	11,9	-16,4	-20,0	-0,5	-1,7	4,9	1,0	4,5
Octobre	15,0	10,5	7,0	6,4	-8,8	2,4	17,4	-19,0	-7,7	60,4	10,3	-79,3	-2,6	1,5
Novembre	22,4	14,0	5,7	7,5	-4,8	2,3	24,7	-34,3	11,1	18,3	7,4	-70,0	-1,0	9,6
Décembre	28,6	11,8	9,5	7,6	-0,3	1,7	30,4	-34,5	-43,8	6,6	10,6	-8,7	0,7	4,1
2013 Janvier	-4,2	-2,3	4,7	6,7	-13,2	0,1	-4,0	-3,9	-10,0	24,7	5,0	-18,8	-4,8	7,9
Février	11,9	11,9	6,4	9,2	-15,6	1,2	13,1	-9,0	11,0	-18,4	3,0	-7,2	2,6	-4,1
Mars	24,8	22,9	7,8	6,8	-12,7	0,4	25,2	-24,9	-24,6	4,4	1,2	-8,1	2,2	-0,3
Avril	16,6	16,3	7,5	2,4	-9,5	1,3	17,9	-18,5	-6,9	1,5	-3,4	-9,7	-0,1	0,6
Mai	9,5	17,1	8,0	-7,0	-8,6	2,3	11,8	-17,0	0,4	29,8	-7,1	-39,5	-0,6	5,2
							flux cumulés sur 12 mois							
2013 Mai	183,7	146,3	93,6	54,7	-110,9	15,6	199,3	-219,3	-91,6	175,7	27,7	-322,9	-8,2	20,1
							flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB							
2013 Mai	1,9	1,5	1,0	0,6	-1,2	0,2	2,1	-2,3	-1,0	1,9	0,3	-3,4	-0,1	0,2

G32 Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes
(données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

— Solde du compte de transactions courantes



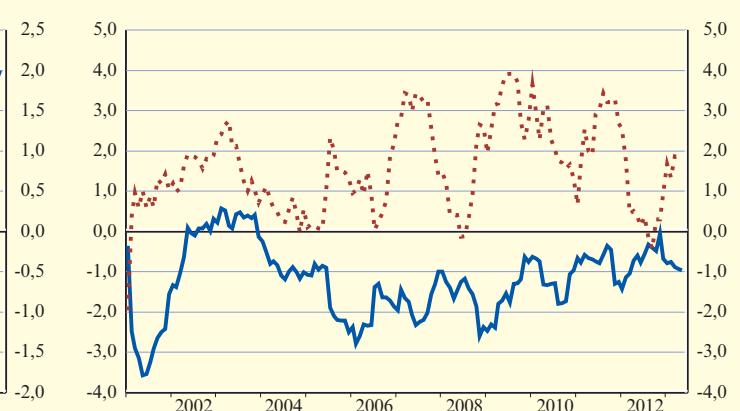
Source : BCE

1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

G33 Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille
(flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

— Solde net des investissements directs

... Solde net des investissements de portefeuille



7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

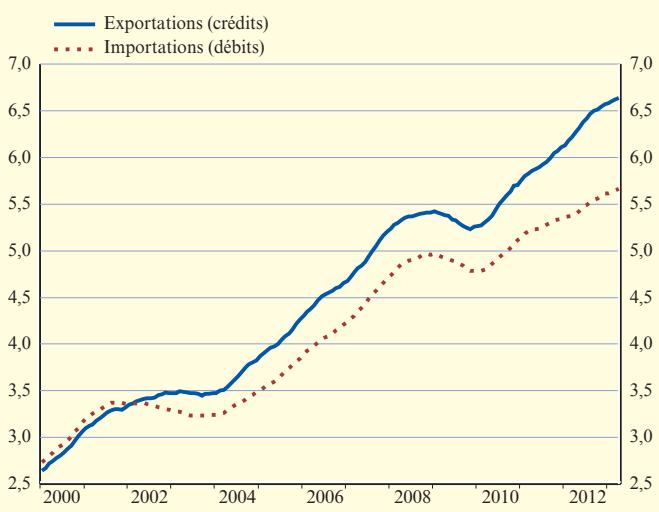
1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

	Compte de transactions courantes												Compte de capital		
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants					
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	2 710,8	2 707,3	3,5	1 576,9	1 559,6	543,9	487,5	502,8	463,9	87,1	6,3	196,3	27,1	20,3	14,7
2011	2 985,1	2 970,2	14,9	1 787,9	1 781,1	581,5	508,4	521,2	479,	94,5	6,6	201,7	27,8	25,4	14,2
2012	3 150,0	3 027,6	122,4	1 918,3	819,4	626,0	533,8	507,6	469,1	98,1	6,8	205,3	26,2	29,0	13,9
2012 T1	756,4	759,3	-2,8	468,1	461,4	140,6	124,0	121,6	109,0	26,1	1,6	64,8	6,3	5,4	2,2
T2	791,5	773,1	18,3	480,5	454,8	156,8	130,4	133,0	141,6	21,2	1,6	46,3	6,6	5,8	4,3
T3	789,7	748,9	40,8	480,1	449,8	167,2	140,2	125,1	112,2	,3	1,9	46,7	6,6	7,0	2,9
T4	812,4	746,3	66,1	489,5	453,3	161,5	139,2	127,9	106,3	33,5	1,7	47,5	6,7	10,8	4,4
2013 T1	764,3	731,8	32,5	471,0	438,5	145,0	126,1	120,4	97,6	28,0	1,6	69,6	5,9	5,8	4,2
2013 Mars	269,2	244,4	24,8	167,5	144,6	51,3	43,5	44,1	37,3	6,3	—	19,0	—	2,1	1,8
Avril	265,1	248,5	16,6	165,4	149,1	50,9	43,4	42,2	39,9	6,5	—	16,1	—	2,3	0,9
Mai	266,5	257,0	9,5	162,8	145,7	52,3	44,3	44,4	51,4	6,9	—	15,6	—	3,1	0,8
	données cvs														
2012 T3	794,8	759,5	35,3	484,7	455,7	157,4	135,0	127,7	117,2	24,9	—	51,7	—	—	—
T4	794,1	750,6	43,5	483,7	451,5	158,6	135,3	126,2	112,5	25,6	—	51,3	—	—	—
2013 T1	792,8	735,6	57,2	483,5	440,2	158,7	132,9	125,5	108,0	25,0	—	54,5	—	—	—
2013 Mars	267,9	244,8	23,1	162,3	144,1	54,6	44,8	42,5	37,1	8,5	—	18,8	—	—	—
Avril	268,2	244,5	23,8	163,3	145,4	53,1	44,9	43,6	38,4	8,2	—	15,7	—	—	—
Mai	264,9	245,3	19,6	162,9	144,8	52,7	46,3	42,1	37,1	7,3	—	17,1	—	—	—
	flux cumulés sur 12 mois														
2013 Mai	3 179,7	2 990,2	189,5	1 938,7	1 790,0	633,7	540,0	508,2	452,7	99,1	—	207,5	—	—	—
	flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2013 Mai	33,5	31,5	2,0	20,4	18,8	6,7	5,7	5,3	4,8	1,0	—	2,2	—	—	—

G34 Balance des paiements de la zone euro : biens
(données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



G35 Balance des paiements de la zone euro : services
(données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital
(en milliards d'euros)

2. Revenus
(flux)

	Rémunération des salariés		Revenus d'investissements																	
			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	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16				
2010	25,1	12,4	477,7	451,5	245,8	48,6	154,7	45,2	23,4	24,3	28,8	84,0	102,1	123,8	77,6	64,7				
2011	27,1	13,0	494,1	466,1	248,9	25,6	154,0	53,2	24,7	23,0	35,3	97,6	103,3	127,0	81,9	64,6				
2012	28,6	13,2	478,9	455,9	233,4	51,1	153,7	24,1	25,5	24,0	42,4	104,1	98,5	118,8	79,2	55,3				
2012 T1	6,9	2,5	114,7	106,5	55,4	23,1	36,8	17,5	5,7	5,4	8,9	16,8	24,2	32,3	20,6	15,3				
T2	7,2	3,5	125,8	138,1	59,1	-0,4	44,2	8,0	6,3	5,8	15,6	45,4	24,7	28,7	20,1	14,1				
T3	7,1	3,9	118,0	108,2	56,9	15,7	38,7	13,9	6,7	5,5	9,9	21,2	24,9	29,8	19,5	13,0				
T4	7,5	3,3	120,4	103,0	61,9	12,7	34,1	-15,3	6,9	7,3	8,0	20,7	24,7	27,9	18,9	12,9				
2013 T1	7,1	2,4	113,3	95,2	57,3	24,5	32,4	15,5	6,2	5,3	7,5	17,6	24,6	28,2	17,6	11,7				

3. Ventilation géographique
(flux cumulés)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro						Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays	
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE ¹⁾	Institutions de l'UE										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Crédit																	
Compte de transactions courantes	3 157,9	1 001,0	54,6	90,9	481,8	309,3	64,3	62,4	46,8	151,6	39,4	72,2	123,7	251,4	420,3	989,2	
Biens	1 921,2	590,8	35,3	57,2	253,3	244,8	0,2	32,9	23,1	117,7	29,4	44,7	90,6	134,7	227,3	630,0	
Services	630,4	190,1	12,3	17,4	118,9	34,7	6,8	10,3	10,5	22,1	7,4	15,3	21,4	62,1	95,5	195,8	
Revenus	506,3	155,2	6,1	14,0	98,4	26,7	10,1	18,8	12,3	11,1	2,4	11,3	11,2	45,2	90,3	148,4	
Revenus d'investissements	477,5	147,5	5,3	13,9	96,7	25,9	5,7	18,7	12,2	11,1	2,4	11,3	11,1	30,2	88,7	144,3	
Transferts courants	100,0	65,0	1,0	2,3	11,2	3,2	47,3	0,4	0,9	0,7	0,2	0,8	0,5	9,4	7,1	15,1	
Compte de capital	29,4	25,4	0,0	0,0	2,4	0,7	22,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	0,4	2,4	
Débit																	
Compte de transactions courantes	3 000,1	947,6	48,8	88,8	419,6	279,9	110,3	38,1	31,4	—	34,6	95,2	155,9	210,5	395,3	—	
Biens	1 796,5	507,2	29,9	50,4	201,0	225,8	0,0	28,7	13,9	201,9	26,0	46,1	137,8	107,4	149,4	578,2	
Services	535,9	154,2	9,0	14,6	91,3	39,0	0,3	5,6	7,1	15,5	6,8	9,7	11,1	48,3	110,4	167,1	
Revenus	457,7	160,2	8,8	21,9	114,9	9,9	4,6	2,4	8,3	—	0,9	38,8	6,2	45,0	128,8	—	
Revenus d'investissements	444,6	153,1	8,7	21,8	113,3	4,6	4,6	2,4	8,1	—	0,7	38,7	6,0	44,5	127,6	—	
Transferts courants	210,1	126,0	1,1	1,9	12,3	5,3	105,4	1,3	2,0	4,1	1,0	0,6	0,9	9,9	6,6	57,6	
Compte de capital	15,9	4,0	0,1	0,1	3,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,6	3,5	6,8	
Net																	
Compte de transactions courantes	157,8	53,5	5,8	2,1	62,2	29,4	-46,0	24,3	15,4	—	4,8	-23,0	-32,2	40,9	25,0	—	
Biens	124,7	83,6	5,4	6,8	52,2	19,0	0,2	4,2	9,1	-84,2	3,4	-1,3	-47,2	27,3	77,9	51,8	
Services	94,5	35,9	3,3	2,8	27,6	4,3	6,4	4,7	3,4	6,6	0,6	5,7	10,2	13,8	-14,9	28,7	
Revenus	48,6	-4,9	-2,8	-7,9	-16,5	16,8	5,4	16,3	4,0	—	1,5	-27,5	5,1	0,3	-38,4	—	
Revenus d'investissements	32,9	-5,6	-3,5	-7,9	-16,6	21,3	1,1	16,4	4,1	—	1,7	-27,4	5,1	-14,3	-38,9	—	
Transferts courants	-110,1	-61,1	-0,1	0,4	-1,2	-2,1	-58,1	-0,9	-1,1	-3,4	-0,7	0,2	-0,3	-0,5	0,5	-42,6	
Compte de capital	13,5	21,4	0,0	0,0	-0,9	0,2	22,0	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,4	-3,1	-4,4	

Source : BCE

1) à l'exception de la Croatie

7.3 Compte financier

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

1. État récapitulatif du compte financier

	Total ¹⁾			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11	12	13	14
Encours (position extérieure)															
2009	13 739,1	15 225,6	-1 486,4	154,0	170,6	-16,7	4 412,8	3 532,5	4 340,9	6 863,8	-1,3	4 527,2	4 829,3	459,6	
2010	15 216,8	16 479,1	-1 262,3	165,9	179,6	-13,8	4 946,7	3 908,6	4 907,3	7 470,9	-32,6	4 807,6	5 099,5	587,8	
2011	15 843,0	17 152,6	-1 309,6	168,1	182,0	-13,9	5 564,7	4 392,0	4 762,6	7 628,4	-24,3	4 876,7	5 132,3	663,4	
2012	T3	16 469,2	17 596,5	-1 127,3	173,7	185,6	-11,9	5 645,1	4 254,9	5 187,8	8 122,4	-21,2	4 923,7	5 219,2	733,8
	T4	16 587,8	17 827,3	-1 239,6	174,8	187,9	-13,1	5 830,0	4 421,6	5 266,7	8 316,4	-19,5	4 821,2	5 089,3	689,4
2013	T1	16 993,9	18 171,3	-1 177,4	179,1	191,6	-12,4	5 919,9	4 457,6	5 523,6	8 558,5	-31,4	4 894,0	5 155,2	687,8
Variation des encours															
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4	
2010	1 477,7	1 253,5	224,2	16,1	13,7	2,4	533,9	376,1	566,4	607,1	-31,2	280,4	270,2	128,2	
2011	626,2	673,6	-47,3	6,6	7,1	-0,5	618,0	483,3	-144,7	157,5	8,3	69,1	32,8	75,6	
2012	744,7	674,7	70,1	7,8	7,1	0,7	265,4	29,7	504,1	688,0	4,8	-55,5	-43,0	26,0	
2012	T4	118,5	230,8	-112,3	4,9	9,5	-4,6	185,0	166,7	78,8	194,0	1,7	-102,5	-130,0	-44,4
2013	T1	406,1	344,0	62,1	17,5	14,8	2,7	89,8	36,0	256,9	242,1	-11,9	72,8	65,9	-1,5
Flux															
2009	-89,4	-74,4	-15,0	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	342,8	-19,0	-514,7	-703,1	-4,6	
2010	657,7	666,8	-9,1	7,2	7,3	-0,1	362,4	273,6	134,2	253,7	-18,4	169,0	139,5	10,5	
2011	583,2	540,6	42,7	6,2	5,7	0,5	447,0	328,4	-55,9	196,6	5,3	176,6	15,6	10,2	
2012	429,9	283,0	146,8	4,5	3,0	1,5	268,4	204,3	184,1	274,5	-17,8	-19,0	-195,8	14,1	
2012	T3	68,8	27,2	41,6	2,9	1,2	1,8	52,6	47,7	40,0	25,2	-2,8	-21,0	-45,7	0,1
	T4	-3,5	-91,3	87,8	-0,1	-3,8	3,6	70,0	29,6	79,7	165,0	-28,3	-127,9	-285,9	3,0
2013	T1	227,0	189,2	37,8	9,8	8,1	1,6	65,9	42,3	105,6	116,3	-9,3	64,7	30,6	0,0
2013	Janvier	118,0	114,1	3,9	-	-	-	16,2	6,2	30,5	55,3	-5,0	71,5	52,7	4,8
	Février	100,7	91,7	9,0	-	-	-	24,8	35,8	43,8	25,3	-3,0	37,7	30,5	-2,6
	Mars	8,2	-16,7	24,9	-	-	-	24,9	0,3	31,3	35,7	-1,2	-44,5	-52,6	-2,2
	Avril	139,4	120,9	18,5	-	-	-	12,9	6,1	41,9	43,4	3,4	81,2	71,4	0,1
	Mai	-15,3	-32,3	17,0	-	-	-	0,1	0,5	17,9	47,6	7,1	-41,0	-80,5	0,6
Autres variations															
2009	593,6	462,0	131,6	6,7	5,2	1,5	144,1	-13,4	417,6	554,1	18,2	-76,3	-78,7	90,0	
2010	819,9	586,7	233,3	8,9	6,4	2,5	171,5	102,5	432,2	353,5	-12,8	111,4	130,7	117,7	
2011	43,0	133,0	-90,0	0,5	1,4	-1,0	170,9	154,9	-88,8	-39,2	3,0	-107,5	17,2	65,4	
2012	314,9	391,6	-76,7	3,3	4,1	-0,8	-3,0	-174,6	320,0	413,5	22,6	-36,5	152,8	11,8	
Autres variations résultant des évolutions de taux de change															
2009	-49,3	-56,1	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,5	.	-11,6	-27,2	-2,7	
2010	537,3	325,5	211,8	5,9	3,5	2,3	165,6	50,1	199,0	115,1	.	159,8	160,3	12,9	
2011	221,9	172,3	49,6	2,4	1,8	0,5	64,0	23,0	87,9	60,1	.	62,4	89,1	7,6	
2012	-	-	188,7	-	-	2,0	-	-	-	-	.	-	-	16,7	
Autres variations résultant des évolutions de prix															
2009	634,8	492,7	142,1	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,4	18,2	.	.	45,8	
2010	300,8	153,8	147,0	3,3	1,7	1,6	47,0	2,1	165,1	151,8	-12,8	.	.	101,5	
2011	-442,5	-250,9	-191,6	-4,7	-2,7	-2,0	-95,5	0,0	-409,2	-250,9	3,0	.	.	59,3	
2012	-	-	568,0	-	-	6,0	-	-	-	-	22,6	.	.	30,0	
Autres variations résultant d'autres ajustements															
2009	8,4	25,5	-17,1	0,1	0,3	-0,2	2,0	-48,3	24,0	124,6	.	-64,4	-50,8	46,9	
2010	-18,2	107,4	-125,6	-0,2	1,2	-1,4	-41,2	50,3	68,1	86,6	.	-48,4	-29,5	3,3	
2011	263,6	211,6	52,0	2,8	2,2	0,6	202,4	131,9	232,5	151,5	.	-169,9	-71,9	-1,5	
2012	-820,6	-407,8	-412,8	-8,6	-4,3	-4,3	-201,3	-217,9	-391,2	182,3	.	-215,0	-372,2	-13,1	
Taux de croissance des encours															
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,7	-0,2	3,9	.	-0,2	3,3	1,0	
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,8	2,4	5,6	.	-10,1	-12,5	-1,3	
2010	4,6	4,3	-	.	.	.	7,9	7,5	3,0	3,6	.	3,7	2,8	2,0	
2011	3,9	3,3	-	.	.	.	9,1	8,5	-1,2	2,6	.	3,8	0,4	1,6	
2012	T3	2,5	1,7	-	.	.	6,4	7,3	1,2	0,2	.	-0,8	-0,6	2,7	
	T4	2,7	1,7	-	.	.	4,8	4,7	3,8	3,5	.	-0,4	-3,8	2,1	
2013	T1	2,2	1,0	-	.	.	4,5	3,8	3,1	4,3	.	-0,8	-6,5	1,8	

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours (position extérieure)														
2010	4 946,7	3 825,3	275,3	3 550,0	1 121,4	17,0	1 104,4	3 908,6	2 940,6	90,4	2 850,3	968,0	14,7	953,2
2011	5 564,7	4 230,1	287,6	3 942,5	1 334,6	13,5	1 321,0	4 392,0	3 337,2	92,6	3 244,6	1 054,7	11,2	1 043,5
2012 T4	5 830,0	4 376,0	289,1	4 086,9	1 454,1	13,5	1 440,6	4 421,6	3 154,5	108,3	3 046,2	1 267,1	11,3	1 255,8
2013 T1	5 919,9	4 461,4	283,8	4 177,6	1 458,5	14,6	1 443,9	4 457,6	3 203,5	110,8	3 092,7	1 254,1	12,2	1 241,9
Flux														
2010	362,4	231,2	21,2	210,0	131,2	1,6	129,6	273,6	294,8	8,8	286,0	-21,2	-7,7	-13,5
2011	447,0	380,7	22,5	358,2	66,3	-3,5	69,8	328,4	332,5	5,1	327,4	-4,1	-0,9	-3,3
2012	268,4	208,0	-1,1	209,1	60,4	0,3	60,1	204,3	201,2	6,6	194,6	3,1	0,6	2,5
2012 T3	52,6	30,7	1,5	29,1	21,9	0,1	21,8	47,7	38,0	2,0	36,0	9,7	1,7	8,0
T4	70,0	58,9	-0,2	59,1	11,2	0,2	11,0	29,6	52,7	1,3	51,4	-23,2	-0,6	-22,6
2013 T1	65,9	58,5	-0,9	59,4	7,4	1,1	6,4	42,3	41,1	3,3	37,8	1,2	0,7	0,5
2013 Janvier	16,2	29,7	-0,1	29,8	-13,5	0,7	-14,2	6,2	15,4	0,9	14,5	-9,2	1,2	-10,4
Février	24,8	21,8	0,0	21,8	3,0	0,3	2,8	35,8	15,1	1,1	14,0	20,7	0,2	20,6
Mars	24,9	7,1	-0,8	7,8	17,8	0,1	17,7	0,3	10,6	1,2	9,3	-10,3	-0,6	-9,6
Avril	12,9	10,5	2,0	8,5	2,4	-0,6	3,1	6,1	2,2	0,5	1,6	3,9	1,4	2,5
Mai	0,1	8,8	0,2	8,6	-8,7	-0,9	-7,8	0,5	3,1	-0,1	3,2	-2,6	0,1	-2,7
Taux de croissance														
2010	7,9	6,4	8,9	6,2	13,2	10,6	13,3	7,5	11,0	11,1	11,0	-2,5	-37,9	-1,8
2011	9,1	10,1	8,4	10,2	6,0	-21,4	6,4	8,5	11,3	5,7	11,5	-0,6	-7,6	-0,5
2012 T3	6,4	7,2	-0,5	7,8	3,7	4,6	3,7	7,3	8,8	7,3	8,9	2,3	16,0	2,2
T4	4,8	4,9	-0,4	5,3	4,4	1,4	4,5	4,7	6,3	7,2	6,2	0,5	6,0	0,5
2013 T1	4,5	4,7	-0,1	5,1	3,9	2,0	3,9	3,8	5,6	8,1	5,5	-0,6	19,1	-0,7

G36 Position extérieure de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)

Position extérieure

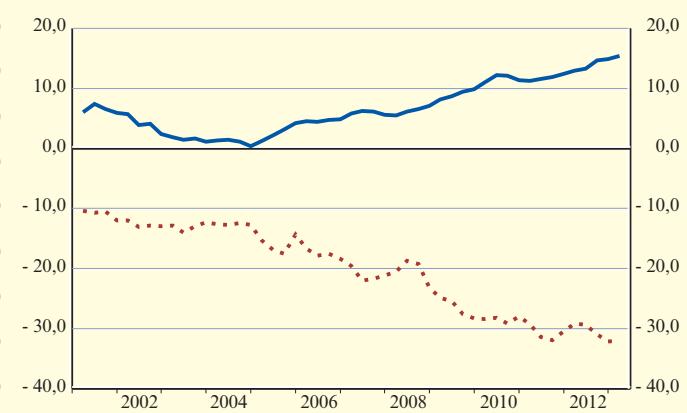


Source : BCE

G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)

Investissements directs
Investissements de portefeuille



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						Instruments du marché monétaire					
		Actions			Titres de créance			Instruments du marché monétaire											
		Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Administrations publiques	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Administrations publiques	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Administrations publiques			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
Encours (position extérieure)																			
2010	4 907,3	1 907,7	81,2	3,6	1 826,5	47,6	2 579,3	807,6	15,6	1 771,7	74,5	420,3	316,3	41,7	104,0	0,2			
2011	4 762,6	1 703,4	62,5	3,1	1 640,8	39,6	2 592,9	725,7	16,0	1 867,2	94,2	466,3	300,6	57,5	165,7	0,5			
2012 T4	5 266,7	1 947,5	70,7	2,8	1 876,7	42,4	2 852,4	674,9	15,6	2 177,5	97,8	466,8	288,0	53,8	178,8	1,5			
2013 T1	5 523,6	2 141,8	88,2	3,1	2 053,5	48,3	2 915,8	655,7	16,6	2 260,1	98,3	466,0	279,9	51,1	186,0	0,5			
Flux																			
2010	134,2	77,3	4,1	-0,2	73,2	1,7	103,0	-126,3	-0,8	229,3	51,5	-46,1	-64,9	-11,7	18,8	-1,9			
2011	-55,9	-70,8	-15,7	-0,2	-55,1	-7,3	-15,7	-55,1	0,3	39,4	-3,0	30,6	24,3	10,5	6,4	0,2			
2012	184,1	58,3	4,9	0,1	53,4	0,0	123,4	-39,5	-0,9	162,8	-8,0	2,5	-18,0	2,3	20,5	0,2			
2012 T3	40,0	4,4	-1,7	0,0	6,0	0,8	34,4	-10,0	-0,4	44,4	0,0	1,1	-2,6	2,8	3,7	-0,2			
T4	79,7	59,7	10,1	0,0	49,6	0,9	38,5	7,1	0,5	31,5	-3,5	-18,5	-20,6	5,6	2,1	0,3			
2013 T1	105,6	62,1	13,9	0,1	48,3	3,4	35,0	-15,6	1,1	50,6	0,7	8,5	4,5	0,6	3,9	-0,2			
2013 Janvier	30,5	17,6	0,9	0,0	16,6	—	10,6	-7,5	0,9	18,0	—	2,4	-0,5	2,7	3,0	—			
Février	43,8	17,3	0,6	0,0	16,8	—	17,7	-5,7	-0,3	23,4	—	8,7	4,9	1,3	3,8	—			
Mars	31,3	27,2	12,4	0,1	14,9	—	6,7	-2,4	0,4	9,1	—	-2,7	0,2	-3,4	-2,8	—			
Avril	41,9	17,3	-0,1	0,0	17,4	—	5,7	-9,8	-6,4	15,5	—	18,8	11,3	15,5	7,6	—			
Mai	17,9	9,1	4,6	0,0	4,6	—	5,5	-0,9	0,1	6,4	—	3,3	3,8	1,1	-0,5	—			
Taux de croissance																			
2010	3,0	4,9	5,6	-5,1	4,8	4,8	4,1	-13,6	-4,9	14,7	124,1	-10,3	-17,9	-25,4	22,3	-91,7			
2011	-1,2	-4,1	-20,3	-6,0	-3,4	-15,9	-0,6	-7,0	2,2	2,2	-3,1	7,5	8,0	26,6	6,1	120,7			
2012 T3	1,2	-2,3	-20,3	-5,9	-1,5	-4,7	2,1	-9,3	-17,0	6,6	-6,3	9,5	7,6	-5,0	11,5	-21,6			
T4	3,8	3,2	8,0	2,8	3,0	-0,2	4,6	-5,5	-5,5	8,5	-7,8	0,6	-5,5	3,4	12,4	37,9			
2013 T1	3,1	5,2	21,4	5,8	4,6	13,0	3,6	-6,6	4,8	7,2	-6,0	-6,7	-12,0	12,8	3,4	55,1			

4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total	Actions						Titres de créance						Instruments du marché monétaire					
		Actions			Titres de créance			Instruments du marché monétaire											
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	Administrations publiques	Total	IFM	Non-IFM	Administrations publiques				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
Encours (position extérieure)																			
2010	7 470,9	3 175,5	665,8	2 509,7	3 841,4	1 189,9	2 651,5	1 648,3	454,0	69,5	384,6	347,4							
2011	7 628,4	3 042,7	556,9	2 485,7	4 142,3	1 273,5	2 868,7	1 772,1	443,5	87,2	356,2	316,5							
2012 T4	8 316,4	3 499,3	539,4	2 959,8	4 353,0	1 181,4	3 171,6	1 963,4	464,2	90,6	373,6	301,0							
T1	8 558,5	3 648,9	523,6	3 125,3	4 415,9	1 184,9	3 231,0	2 009,6	493,7	94,5	399,2	326,3							
Flux																			
2010	253,7	123,1	-13,1	136,2	175,1	55,8	119,3	186,8	-44,5	15,0	-59,5	-38,9							
2011	196,6	78,7	19,5	59,2	165,4	78,5	87,0	89,1	-47,5	2,2	-49,7	-37,5							
2012	274,5	154,4	-18,3	172,8	120,4	-52,7	173,2	154,8	-0,3	3,4	-3,8	-25,5							
2012 T3	25,2	21,8	-4,8	26,6	45,0	-8,4	53,3	60,0	-41,6	-16,8	-24,9	-12,6							
T4	165,0	95,7	-10,4	106,1	44,0	-5,1	49,1	32,0	25,3	8,1	17,2	-7,3							
2013 T1	116,3	51,9	-7,8	59,7	31,3	-1,1	32,4	45,4	33,2	13,7	19,5	24,5							
2013 Janvier	55,3	29,5	-8,7	38,2	16,6	8,5	8,0	—	9,2	-0,3	9,5	—							
Février	25,3	7,4	3,8	3,6	4,0	2,8	1,2	—	14,0	11,3	2,7	—							
Mars	35,7	15,0	-2,9	17,9	10,7	-12,4	23,1	—	9,9	2,7	7,3	—							
Avril	43,4	11,6	-1,6	13,2	27,9	0,8	27,1	—	3,9	5,0	-1,1	—							
Mai	47,6	44,9	2,0	42,8	-2,0	-1,8	-0,2	—	4,8	1,8	3,0	—							
Taux de croissance																			
2010	3,6	4,3	-2,0	6,2	4,9	4,9	4,8	12,4	-8,8	18,5	-13,4	-9,8							
2011	2,6	2,5	3,1	2,2	4,4	6,9	3,3	5,5	-9,1	5,2	-12,1	-10,9							
2012 T3	0,2	1,9	3,1	1,3	1,1	-5,8	4,2	6,5	-17,2	-8,7	-19,3	-22,9							
T4	3,5	4,8	-3,4	6,5	2,9	-4,2	6,0	8,7	-0,1	3,5	-1,0	-7,7							
2013 T1	4,3	5,0	-6,2	7,3	3,7	-2,6	6,3	9,9	4,9	14,6	2,5	-2,2							

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

	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			
Encours (position extérieure)															
2010	4 807,6	32,9	32,2	0,7	2 972,0	2 932,7	39,4	161,9	7,6	115,4	19,8	1 640,7	213,3	1 279,5	441,6
2011	4 876,7	35,7	35,4	0,3	3 067,6	3 006,6	61,0	162,8	6,7	116,4	30,2	1 610,6	228,4	1 214,6	506,9
2012 T4	4 821,2	40,1	39,9	0,3	2 923,3	2 853,2	70,1	166,2	5,1	121,4	29,2	1 691,5	263,0	1 227,3	580,9
2013 T1	4 894,0	33,0	32,7	0,3	2 954,5	2 884,5	70,0	152,4	5,1	107,4	23,5	1 754,1	262,4	1 249,9	606,1
Flux															
2010	169,0	-2,9	-2,8	0,0	10,1	1,3	8,9	41,5	-0,3	41,1	4,9	120,3	8,7	87,8	53,6
2011	176,6	-2,7	-2,8	0,1	50,4	20,6	29,9	4,4	-0,2	4,2	10,3	124,4	8,1	91,2	47,7
2012	-19,0	10,7	10,7	0,0	-121,3	-130,5	9,2	4,7	-1,6	6,4	-1,0	86,8	8,9	61,7	28,4
2012 T3	-21,0	6,2	6,2	0,0	-40,5	-47,5	7,0	-9,0	-1,5	-7,7	-4,9	22,4	-7,0	15,0	11,2
T4	-127,9	5,8	5,8	0,0	-114,5	-107,2	-7,3	18,4	0,1	17,9	4,2	-37,7	-1,1	-23,3	-24,5
2013 T1	64,7	-6,9	-6,9	0,0	11,8	12,6	-0,8	-11,0	-0,2	-11,0	-5,1	70,8	0,4	44,0	26,2
2013 Janvier	71,5	-1,6	—	—	60,6	—	—	-8,9	—	—	-6,2	21,4	—	—	11,1
Février	37,7	1,3	—	—	-9,6	—	—	-0,8	—	—	2,8	46,7	—	—	2,8
Mars	-44,5	-6,6	—	—	-39,3	—	—	-1,3	—	—	-1,7	2,7	—	—	12,4
Avril	81,2	-3,1	—	—	65,0	—	—	1,4	—	—	1,9	17,9	—	—	22,2
Mai	-41,0	-5,2	—	—	-1,7	—	—	-3,1	—	—	-1,3	-31,1	—	—	-11,9
Taux de croissance															
2010	3,7	-12,7	-12,5	-9,9	0,4	0,1	23,6	33,9	-3,1	53,7	32,8	7,8	4,2	7,3	13,0
2011	3,8	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,6	3,0	-3,2	4,2	51,5	7,8	3,8	7,4	11,1
2012 T3	-0,8	-8,1	-8,2	-1,0	-5,0	-5,6	28,1	5,1	-24,4	9,4	47,0	7,1	4,7	7,8	7,6
T4	-0,4	31,2	31,5	-0,7	-3,9	-4,3	15,6	3,1	-23,5	5,8	-3,3	5,5	4,3	5,2	5,9
2013 T1	-0,8	5,2	5,2	-1,0	-4,6	-5,1	25,0	3,1	-25,1	5,3	-1,9	5,8	-2,1	6,6	5,0

6. Autres investissements : engagements

	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	
Encours (position extérieure)															
2010	5 099,5	269,1	266,1	3,0	3 491,0	3 445,0	46,0	148,0	0,0	141,8	6,2	1 191,5	202,7	842,1	146,7
2011	5 132,3	411,3	408,5	2,8	3 208,3	3 140,6	67,6	223,9	0,1	217,1	6,8	1 288,8	224,0	871,7	193,2
2012 T4	5 089,3	428,9	428,0	0,9	2 958,0	2 875,1	83,0	227,4	0,1	219,8	7,5	1 475,0	230,2	1 013,3	231,5
2013 T1	5 155,2	398,6	397,8	0,9	2 977,2	2 893,6	83,6	224,3	0,1	217,5	6,8	1 555,0	233,9	1 046,4	274,7
Flux															
2010	139,5	9,4	6,8	2,6	-8,7	-14,6	5,9	65,1	0,0	64,6	0,5	73,7	15,9	31,6	26,2
2011	15,6	135,1	135,3	-0,2	-289,1	-327,7	38,7	74,1	0,0	74,1	0,0	95,4	10,4	65,2	19,9
2012	-195,8	19,0	20,9	-1,8	-238,7	-255,9	17,2	4,4	0,0	3,4	1,0	19,5	4,6	3,2	11,7
2012 T3	-45,7	21,0	21,3	-0,3	-89,5	-93,2	3,7	-4,5	0,0	-4,7	0,2	27,4	-3,5	15,6	15,2
T4	-285,9	-0,2	0,2	-0,3	-216,4	-219,1	2,7	-5,6	0,0	-5,9	0,3	-63,8	1,1	-42,6	-22,2
2013 T1	30,6	-33,2	-33,2	0,0	0,6	1,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,1	-0,3	63,6	2,2	25,8	35,6
2013 Janvier	52,7	-22,2	—	—	34,8	—	—	1,8	—	—	—	38,3	—	—	—
Février	30,5	-10,3	—	—	13,5	—	—	-1,9	—	—	—	29,3	—	—	—
Mars	-52,6	-0,7	—	—	-47,6	—	—	-0,3	—	—	—	-4,0	—	—	—
Avril	71,4	-1,1	—	—	54,6	—	—	-1,7	—	—	—	19,6	—	—	—
Mai	-80,5	-11,3	—	—	-59,6	—	—	-0,5	—	—	—	-9,0	—	—	—
Taux de croissance															
2010	2,8	3,6	2,6	—	-0,2	-0,3	15,5	78,8	—	83,7	5,8	6,4	8,8	3,7	17,8
2011	0,4	50,4	51,0	—	-8,3	-9,6	89,7	50,5	—	52,6	0,2	8,2	5,1	7,9	13,7
2012 T3	-0,6	36,6	37,4	—	-7,4	-8,2	37,1	9,1	—	8,9	19,0	7,2	1,7	8,2	5,8
T4	-3,8	4,8	5,2	—	-7,4	-8,1	25,6	2,0	—	1,6	15,4	1,5	2,1	0,3	6,5
2013 T1	-6,5	18,3	19,0	—	-12,5	-13,3	31,5	-1,4	—	-1,7	11,0	1,5	-0,2	0,2	8,7

Source : BCE

7.3 Compte financier

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

7. Avoirs de réserve¹⁾

	Total	Avoirs de réserve						Pour mémoire										
		Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises						Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme				
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Titres			Produits financiers dérivés							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
Encours (position extérieure)																		
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5	
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9	
2012 T3	733,8	476,4	346,827	53,8	34,2	168,9	5,4	8,2	155,2	0,2	136,1	18,9	0,2	0,5	39,9	-39,5	56,2	
T4	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0	
2013 T1	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1	
2013 Mai	621,4	371,7	346,696	51,5	31,3	166,1	4,4	8,2	153,5	0,2	133,4	20,0	0,1	0,7	26,1	-30,1	54,4	
Juin	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,5	7,6	151,6	0,2	133,9	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2	
Flux																		
2010	10,5	0,0	—	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	—	—	—	
2011	10,2	0,1	—	-1,6	12,9	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	—	—	—	
2012	14,1	0,0	—	-0,3	3,4	10,3	0,8	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	—	—	—	
2012 T3	0,1	0,0	—	0,0	2,4	-2,4	-0,5	-0,2	-1,7	-0,3	1,2	-2,6	0,0	0,1	—	—	—	
T4	3,0	0,0	—	0,3	-1,5	4,2	0,6	1,0	2,4	0,0	-0,5	2,9	0,1	0,1	—	—	—	
2013 T1	0,0	0,0	—	-0,5	0,3	0,2	-1,1	0,8	0,9	0,0	-0,8	1,7	-0,5	0,0	—	—	—	
Taux de croissance																		
2009	-1,3	-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	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,6	-5,2	10,3	-24,5	—	—	—	—	—	—
2011	1,6	0,0	—	-3,0	82,3	-1,2	-30,0	-52,7	6,9	27,4	14,3	-45,2	—	—	—	—	—	—
2012 T3	2,7	0,0	—	-1,7	30,0	6,8	-6,1	-25,4	9,7	-53,5	6,9	41,2	—	—	—	—	—	—
T4	2,1	0,0	—	-0,5	11,1	6,6	15,1	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,8	—	—	—	—	—	—
2013 T1	1,8	0,0	—	-0,9	7,5	6,2	-4,1	30,5	5,6	-50,1	-0,4	68,3	—	—	—	—	—	—

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			
		Encours (position extérieure)						Encours en pourcentage du PIB						
2009	10 341,7	4 469,0	525,7	3 523,2	176,9	184,9	1 462,1	1 966,1	253,4	4 579,8	2 080,3	—	—	
2010	10 919,2	4 696,9	454,0	3 841,4	202,7	201,9	1 522,3	2 143,7	271,0	4 750,4	2 231,8	—	—	
2011	11 421,3	4 637,9	443,5	4 142,3	224,0	270,4	1 703,3	2 312,6	411,3	4 569,0	2 425,2	—	—	
2012 T3	11 939,1	4 661,4	434,6	4 324,5	230,5	327,3	1 960,8	2 453,3	432,0	4 504,5	2 588,4	—	—	
T4	11 947,9	4 536,2	464,2	4 353,0	230,2	322,9	2 041,5	2 491,7	428,9	4 229,9	2 755,9	—	—	
2013 T1	12 096,5	4 555,3	493,7	4 415,9	233,9	366,0	2 031,7	2 560,2	398,6	4 256,6	2 849,3	—	—	
Encours en pourcentage du PIB														
2009	115,9	50,1	5,9	39,5	2,0	2,1	16,4	22,0	2,8	51,3	23,3	—	—	
2010	119,1	51,2	5,0	41,9	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,3	—	—	
2011	121,2	49,2	4,7	44,0	2,4	2,9	18,1	24,5	4,4	48,5	25,7	—	—	
2012 T3	125,9	49,2	4,6	45,6	2,4	3,5	20,7	25,9	4,6	47,5	27,3	—	—	
T4	125,9	47,8	4,9	45,9	2,4	3,4	21,5	26,3	4,5	44,6	29,0	—	—	
2013 T1	127,3	47,9	5,2	46,5	2,5	3,9	21,4	26,9	4,2	44,8	30,0	—	—	

Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

7.3 Compte financier

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

9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)						Canada	Chine	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays														
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE ¹⁾	Institutions de l'UE									1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2011																					Encours (position extérieure)								
Investissements directs	1 172,7	260,7	-10,6	-13,0	11,4	274,1	-1,3	84,4	73,2	-22,1	125,2	40,0	-146,5	-0,3	758,2														
À l'étranger	5 564,7	1 541,1	28,7	142,2	1 049,2	321,1	0,0	183,8	85,1	74,5	526,0	1 082,9	487,1	0,0	1 584,3														
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	4 230,1	1 128,4	23,9	78,5	776,0	249,9	0,0	146,2	68,4	53,7	394,6	743,1	402,2	0,0	1 293,5														
Autres opérations	1 334,6	412,8	4,7	63,7	273,2	71,1	0,0	37,5	16,6	20,8	131,4	339,8	84,9	0,0	290,7														
Dans la zone euro	4 392,0	1 280,4	39,2	155,2	1 037,8	47,0	1,3	99,4	11,9	96,6	400,8	1 042,9	633,5	0,4	826,0														
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	3 337,2	1 052,4	26,1	142,6	855,5	27,0	1,2	83,4	6,3	76,9	236,0	789,1	370,2	0,1	722,7														
Autres opérations	1 054,7	228,0	13,2	12,6	182,2	20,0	0,0	16,0	5,6	19,7	164,8	253,8	263,3	0,3	103,3														
Investissements de portefeuille – avoirs	4 762,6	1 536,9	84,5	199,5	1 005,5	99,4	148,0	100,7	52,5	208,0	124,3	1 557,1	384,9	35,2	763,0														
Actions	1 703,4	341,8	10,9	41,6	275,9	13,2	0,1	39,1	48,7	90,4	102,0	553,1	215,8	1,4	311,0														
Titres de créance	3 059,2	1 195,1	73,6	157,9	729,6	86,2	147,9	61,6	3,9	117,6	22,2	1 004,0	169,1	33,8	452,0														
Obligations	2 592,9	1 050,8	68,5	124,8	629,5	83,8	144,2	56,8	2,7	46,3	15,4	828,0	155,1	32,7	405,1														
Instruments du marché monétaire	466,3	144,3	5,1	33,0	100,1	2,4	3,7	4,8	1,2	71,3	6,9	175,9	13,9	1,0	46,9														
Autres investissements	-255,6	-287,7	45,5	-30,0	-154,0	71,4	-220,6	-10,1	-13,5	10,9	-75,1	63,8	82,5	-71,6	45,2														
Avoirs	4 876,7	2 159,9	92,3	91,0	1 777,6	182,7	16,3	26,8	46,1	99,5	257,4	763,5	588,8	36,7	898,0														
Administrations publiques	162,8	63,9	1,5	4,1	44,3	1,3	12,7	1,8	3,2	2,3	1,0	8,5	2,4	30,4	49,3														
IFM	3 103,3	1 497,4	71,9	49,7	1 225,7	147,2	2,9	14,7	20,9	80,2	130,1	473,3	439,6	5,7	441,4														
Autres secteurs	1 610,6	598,7	19,0	37,2	507,7	34,2	0,7	10,2	22,0	17,0	126,3	281,6	146,8	0,6	407,4														
Engagements	5 132,3	2 447,6	46,8	121,0	1 931,6	111,3	236,9	36,8	59,6	88,6	332,5	699,7	506,3	108,3	852,8														
Administrations publiques	223,9	118,2	0,1	0,4	53,5	0,1	64,1	0,1	0,1	0,1	1,2	33,2	1,4	66,6	3,1														
IFM	3 619,5	1 758,6	36,4	84,8	1 436,3	86,2	115,0	24,8	30,8	61,4	256,7	416,0	414,0	38,8	618,3														
Autres secteurs	1 288,8	570,8	10,3	35,8	441,8	25,0	57,8	11,9	28,8	27,0	74,6	250,4	91,0	3,0	231,4														
T2 2012 à T1 2013																					Flux cumulés								
Investissements directs	84,1	46,1	-7,6	-11,0	50,1	14,6	0,0	-8,1	6,1	-1,6	5,5	-39,3	14,7	0,1	60,8														
À l'étranger	254,4	113,5	1,7	14,5	81,8	15,4	0,0	5,1	7,2	4,3	-2,5	34,9	-4,9	0,0	96,7														
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	200,8	119,4	1,9	16,4	88,2	12,9	0,0	7,9	6,0	1,7	-7,1	29,0	-17,1	0,0	61,0														
Autres opérations	53,5	-5,9	-0,1	-1,9	-6,4	2,6	0,0	-2,8	1,2	2,7	4,7	5,9	12,1	0,0	35,7														
Dans la zone euro	170,2	67,4	9,3	25,5	31,8	0,9	0,0	13,2	1,1	6,0	-7,9	74,2	-19,6	0,0	35,9														
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	178,3	35,3	11,0	18,8	3,8	1,8	0,0	16,4	0,9	6,7	7,3	91,1	-0,7	0,0	21,3														
Autres opérations	-8,1	32,1	-1,7	6,7	28,0	-0,9	0,0	-3,2	0,2	-0,7	-15,3	-16,9	-18,9	0,0	14,6														
Investissements de portefeuille – avoirs	165,2	-37,5	7,0	7,4	-72,2	7,3	13,0	7,3	3,0	12,4	-6,7	68,5	-14,2	-1,4	133,7														
Actions	99,6	30,9	1,4	3,2	25,4	0,9	0,0	3,3	3,0	10,6	3,7	30,9	-11,1	0,0	28,4														
Titres de créance	65,5	-68,4	5,6	4,2	-97,6	6,5	13,0	4,0	0,0	1,8	-10,3	37,6	-3,1	-1,4	105,3														
Obligations	100,0	-40,1	3,7	3,2	-68,6	7,7	13,9	1,6	0,1	-4,1	-1,6	39,8	-1,9	-1,8	108,0														
Instruments du marché monétaire	-34,5	-28,3	1,8	1,0	-29,0	-1,3	-0,9	2,4	0,0	5,9	-8,8	-2,3	-1,1	0,4	-2,7														
Autres investissements	300,7	251,1	-20,7	9,9	291,5	-22,9	-6,7	4,1	32,6	-20,7	0,0	17,4	-4,4	-17,1	37,8														
Avoirs	-40,2	-17,4	-5,2	10,2	-4,5	-17,3	-0,6	5,0	3,0	-23,3	8,1	-11,5	-34,6	0,5	30,0														
Administrations publiques	4,6	2,8	1,3	0,2	1,2	-0,4	0,6	0,1	-0,1	-1,3	0,4	0,7	0,6	0,1	1,2														
IFM	-140,8	-54,9	-9,0	6,0	-34,0	-16,6	-1,3	0,3	6,2	-18,9	10,5	-28,3	-44,6	0,4	-11,5														
Autres secteurs	96,0	34,7	2,6	4,1	28,3	-0,3	0,1	4,7	-3,2	-3,1	-2,9	16,1	9,4	0,0	40,3														
Engagements	-340,9	-268,4	15,6	0,3	-296,0	5,6	6,1	1,0	-29,6	-2,6	8,1	-28,9	-30,2	17,6	-7,8														
Administrations publiques	-3,1	-20,8	0,1	0,3	-27,1	0,0	5,8	0,3	0,0	0,0	-0,1	-3,6	-0,1	-20,0	1,2														
IFM	-365,3	-234,2	12,6	1,9	-250,0	3,6	-2,4	-5,8	-29,5	-4,6	-8,4	-36,7	-36,9	-3,0	-6,1														
Autres secteurs	27,5	-13,4	2,8	-1,9	-19,0	2,0	2,7	6,5	-0,1	2,0	16,6	11,4	6,8	0,6	-2,9														

Source : BCE

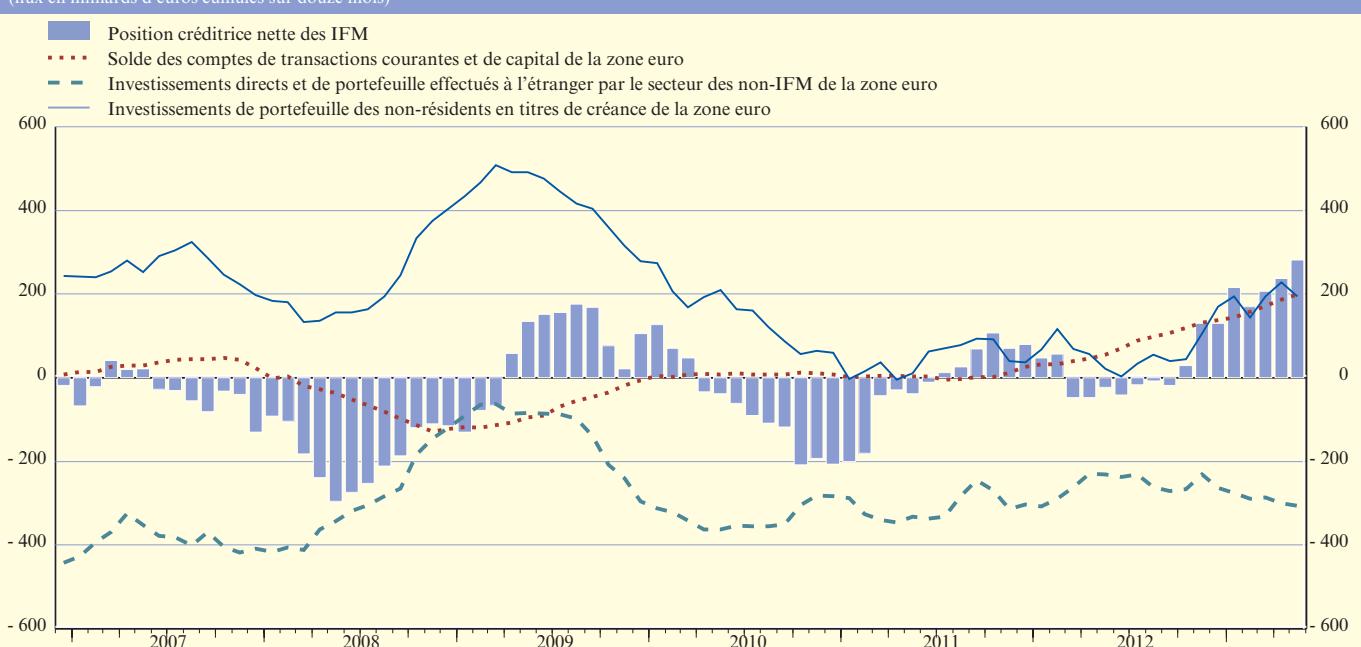
1) À l'exception de la Croatie

7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements ¹⁾ (flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM												Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions		
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM													
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements							
			Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs	Engagements		Actions	Titres de créance	Actions	Titres de créance	Avoirs	Engagements			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2010	-207,0	7,8	-339,3	272,2	-73,0	-248,0	136,2	59,8	-160,9	138,6	18,3	-18,8				
2011	80,0	26,0	-428,0	324,1	55,1	-45,8	59,2	37,3	-128,8	169,6	-5,3	16,6				
2012	130,3	137,5	-269,2	197,0	-53,4	-183,3	172,8	169,4	-91,5	23,9	17,8	9,3				
2012 T1	-45,2	0,4	-80,7	74,9	-16,8	-84,8	30,5	27,1	-50,7	62,7	-5,3	-2,4				
T2	13,7	19,8	-67,5	49,2	19,1	-16,7	9,6	47,6	-46,7	7,7	-8,0	-0,3				
T3	48,0	44,9	-50,9	44,0	-6,0	-48,2	26,6	28,5	-13,3	22,8	2,8	-3,2				
T4	113,8	72,5	-70,1	28,8	-49,6	-33,6	106,1	66,2	19,2	-69,4	28,3	15,3				
2013 T1	31,8	34,2	-65,8	38,4	-48,3	-54,5	59,7	51,8	-59,8	63,2	9,3	3,5				
2012 Mai	24,1	-1,4	-18,4	21,0	8,3	-7,3	0,0	36,8	-29,4	20,3	-7,5	1,7				
Juin	14,3	18,0	-22,3	5,1	12,5	0,2	15,7	19,1	-22,3	-8,2	-2,2	-1,3				
Juillet	12,8	22,4	-15,8	20,0	3,5	-19,2	-0,2	10,8	-28,4	26,2	-1,7	-5,0				
Août	25,5	10,5	-24,4	38,2	-0,2	-15,6	3,2	3,4	10,3	-3,3	6,2	-2,8				
Septembre	9,7	11,9	-10,7	-14,1	-9,4	-13,4	23,7	14,2	4,8	-0,1	-1,7	4,5				
Octobre	8,8	17,4	-11,7	6,2	-8,7	-12,3	41,6	5,1	-27,1	-13,6	10,3	1,5				
Novembre	66,4	24,7	-15,6	23,1	-8,3	-21,2	24,9	37,8	-6,9	-9,1	7,4	9,6				
Décembre	38,6	30,4	-42,9	-0,5	-32,6	-0,1	39,6	23,3	53,2	-46,6	10,6	4,1				
2013 Janvier	43,1	-4,0	-15,7	4,1	-16,6	-21,0	38,2	17,5	-12,5	40,1	5,0	7,9				
Février	-33,1	13,1	-24,6	34,6	-16,8	-27,2	3,6	4,0	-46,0	27,4	3,0	-4,1				
Mars	21,7	25,2	-25,6	-0,3	-14,9	-6,3	17,9	30,4	-1,4	-4,3	1,2	-0,3				
Avril	4,9	17,9	-11,6	4,1	-17,4	-23,1	13,2	26,1	-19,3	17,9	-3,4	0,6				
Mai	69,4	11,8	-0,8	0,5	-4,6	-5,9	42,8	2,8	34,1	-9,5	-7,1	5,2				
	flux cumulés sur 12 mois															
2013 Mai	282,2	199,3	-221,5	120,9	-113,4	-165,0	264,2	194,5	-61,4	16,8	27,7	20,1				

G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur ¹⁾

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE

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

7.5 Échanges de biens

1. Valeurs et volumes par groupes de produits¹⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufac- turés	Total			Pour mémoire :			
			Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation		Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation	Produits manufac- turés	Pétrole		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2011	13,0	13,3	1 746,0	880,4	353,1	474,3	1 426,8	1 762,6	1 129,2	241,1	367,6	1 104,9	324,3
2012	7,4	1,8	1 870,7	928,0	384,4	515,9	1 524,7	1 791,8	1 147,9	244,7	368,1	1 092,2	360,4
2012 T2	8,1	1,4	467,4	230,7	96,6	129,0	382,5	448,9	287,8	62,3	91,2	275,7	89,5
T3	7,5	0,5	474,0	233,4	96,6	131,9	386,6	449,0	285,8	61,9	92,8	273,9	90,2
T4	5,7	1,0	466,2	230,8	96,4	129,1	379,4	439,9	281,2	58,8	91,8	268,7	89,9
2013 T1	1,3	-5,1	474,9	235,0	95,6	133,0	384,7	436,1	278,0	58,8	90,5	268,5	86,5
2012 Décembre	-3,1	-5,3	153,6	75,5	32,0	42,7	125,1	143,8	91,9	19,3	30,2	88,8	28,9
2013 Janvier	5,4	1,9	156,9	78,1	31,4	44,2	127,7	148,0	93,4	20,7	30,5	91,4	29,8
Février	-1,1	-6,9	157,1	77,6	31,2	44,2	125,2	144,9	93,6	19,0	30,0	86,5	29,1
Mars	0,1	-9,9	161,0	79,3	33,0	44,6	131,8	143,2	91,0	19,0	29,9	90,6	27,6
Avril	8,9	1,6	159,3	77,8	32,9	44,3	127,6	144,1	91,6	20,0	30,1	87,9	28,5
Mai	-0,1	-5,7	155,6	..	..	..	130,6	140,9	..	..	..	89,5	..
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2011	7,5	3,5	148,5	143,3	153,4	155,5	145,3	126,4	119,5	136,2	144,6	133,5	102,6
2012	3,3	-3,0	153,0	145,9	160,6	161,1	150,2	122,4	116,0	129,9	137,9	127,3	103,5
2012 T2	3,6	-3,1	153,3	145,3	161,9	161,8	151,0	123,3	116,6	132,5	138,5	129,5	103,1
T3	2,9	-5,4	154,0	146,3	159,1	163,4	151,2	121,5	114,9	129,3	136,4	125,9	104,8
T4	2,4	-2,3	151,9	144,7	160,7	160,3	149,0	120,4	114,3	125,4	136,6	124,7	104,6
2013 T1	0,2	-4,5	155,4	147,9	159,0	166,9	151,7	120,3	114,3	123,8	135,8	125,5	101,5
2012 Novembre	2,1	-3,3	153,7	146,2	164,9	161,4	150,1	120,9	114,7	123,6	135,0	124,0	104,8
Décembre	-6,0	-7,3	149,8	141,7	158,9	158,4	146,7	118,3	112,7	122,1	133,9	123,0	102,0
2013 Janvier	3,6	1,8	153,7	147,3	156,9	165,5	150,6	122,9	115,7	131,6	137,0	128,1	105,7
Février	-1,3	-6,3	154,5	146,9	155,7	167,0	148,7	119,7	114,8	121,7	135,6	121,8	100,6
Mars	-1,4	-8,9	157,9	149,6	164,4	168,2	155,9	118,4	112,3	118,0	134,7	126,6	98,1
Avril	8,4	3,0	156,7	147,3	163,2	167,2	150,8	119,9	114,7	122,7	135,1	122,1	104,6

2. Prix²⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) ³⁾						Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						Pour mémoire : produits manufac- turés	
	Total (indice : 2010 = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufac- turés (indice : 2010 = 100)	Total						
		Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation	Énergie			Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consom- mation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	104,3	4,3	5,7	1,3	1,5	23,0	3,9	108,4	8,4	5,3	-0,7	3,5	25,5	3,8
2012	107,2	2,8	1,3	1,8	2,2	9,8	2,7	111,7	3,1	0,9	1,4	2,8	7,2	1,8
2012 T3	107,8	3,1	0,7	2,1	2,5	11,0	3,0	112,4	3,5	1,0	2,4	3,7	7,4	2,3
T4	107,2	1,9	0,8	1,2	2,0	3,7	1,9	110,8	1,1	0,7	0,4	2,2	2,0	1,1
2013 T1	107,0	0,2	-0,4	0,4	1,4	-4,1	0,1	110,7	-1,1	-0,9	-0,2	1,0	-3,8	-0,3
2012 Décembre	106,7	1,2	0,7	0,9	1,7	0,1	1,2	110,2	0,3	0,4	-0,2	1,7	0,4	0,6
2013 Janvier	106,9	0,4	-0,1	0,3	1,4	-1,7	0,3	110,5	-0,5	-0,4	-0,9	0,8	-1,5	-0,4
Février	107,0	0,2	-0,5	0,2	1,2	-2,1	0,2	110,9	-0,9	-1,1	-0,4	0,9	-2,9	-0,4
Mars	107,1	-0,1	-0,6	0,6	1,4	-8,1	0,0	110,8	-1,9	-1,2	0,8	1,3	-6,8	-0,1
Avril	106,6	-0,7	-1,1	0,6	1,4	-11,5	-0,6	109,5	-2,8	-1,8	0,0	1,0	-8,8	-0,7
Mai	106,4	-0,7	..	..	..	..	..	108,9	-2,7	..	..	..	..	..

Source : Eurostat

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

7.5 Échanges de biens

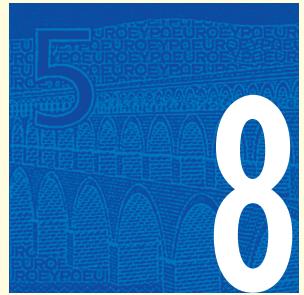
(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; cvs)

3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
		Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE ¹⁾					Chine	Japon				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exports (FAB)															
2011	1 746,0	32,9	60,5	213,5	241,6	79,9	109,2	56,8	200,6	405,6	115,7	39,4	112,3	84,6	148,7
2012	1 870,7	34,0	59,1	230,7	245,2	90,1	116,5	59,4	223,5	439,4	120,7	44,7	126,2	97,3	149,4
2011 T4	447,5	8,3	14,3	54,1	60,5	20,7	28,3	13,5	52,4	106,2	30,7	10,5	28,6	22,4	38,2
2012 T1	463,1	8,4	15,0	56,5	61,2	22,1	29,4	14,6	55,4	108,6	31,4	10,6	31,2	23,6	37,0
T2	467,4	8,6	14,9	57,4	61,4	22,8	29,2	14,6	56,0	109,0	30,3	11,4	31,4	24,4	37,7
T3	474,0	8,5	14,9	58,3	61,7	22,7	29,2	15,0	58,3	110,4	29,8	11,6	31,2	24,5	39,5
T4	466,2	8,6	14,3	58,5	60,9	22,4	28,7	15,2	53,9	111,4	29,1	11,2	32,4	24,8	35,1
2013 T1	474,9	8,6	14,5	58,5	61,8	23,3	28,3	15,7	55,7	111,3	29,6	11,0	34,3	25,0	38,2
2012 Décembre	153,6	2,9	4,5	19,4	19,7	7,0	9,1	4,9	17,6	37,4	9,5	3,5	11,0	8,3	11,7
2013 Janvier	156,9	2,9	5,1	19,5	20,9	8,0	9,8	5,4	18,3	37,0	10,2	3,7	11,5	8,2	10,2
Février	157,1	2,8	4,6	18,9	20,3	7,6	8,9	5,1	17,7	35,4	9,3	3,5	11,5	7,9	16,3
Mars	161,0	2,8	4,7	20,1	20,5	7,6	9,6	5,2	19,7	38,8	10,1	3,8	11,2	9,0	11,7
Avril	159,3	2,8	4,8	18,9	19,9	7,6	9,2	5,1	18,4	36,7	10,0	3,5	11,0	8,1	16,6
Mai	155,6	.	.	.	.	7,8	9,3	5,4	18,8	37,4	10,0	3,6	11,2	8,6	.
part en pourcentage du total des exportations															
2012	100,0	1,8	3,2	12,3	13,1	4,8	6,2	3,2	11,9	23,5	6,5	2,4	6,7	5,2	8,0
Importations (CAF)															
2011	1 762,6	29,9	53,2	166,8	226,8	138,8	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,1	91,2	115,8
2012	1 791,8	29,0	52,8	168,3	229,9	143,2	80,9	33,8	150,4	538,8	213,7	48,5	157,0	92,6	115,2
2011 T4	439,9	7,6	12,8	42,1	57,4	35,5	20,4	8,5	35,8	136,0	52,7	12,9	31,2	23,6	29,1
2012 T1	454,0	7,2	13,2	42,5	57,4	37,6	20,1	8,4	37,8	138,1	53,5	12,6	39,6	23,8	28,3
T2	448,9	7,3	13,1	41,4	57,0	35,0	19,7	8,4	37,7	137,1	55,7	12,5	38,5	23,1	30,6
T3	449,0	7,3	13,7	42,8	57,9	33,7	21,2	8,4	39,1	132,9	53,4	12,1	39,3	23,2	29,6
T4	439,9	7,2	12,9	41,7	57,6	36,8	19,9	8,6	35,8	130,7	51,1	11,2	39,5	22,5	26,7
2013 T1	436,1	7,4	13,2	41,6	58,1	38,8	20,2	8,8	35,5	127,6	51,8	10,7	38,5	21,2	25,3
2012 Décembre	143,8	2,2	4,1	14,0	18,9	12,2	6,3	2,9	11,6	43,4	17,4	3,6	12,7	7,5	8,1
2013 Janvier	148,0	2,5	4,3	14,2	19,5	13,3	7,0	2,9	11,9	44,3	17,6	3,7	13,4	7,2	7,5
Février	144,9	2,4	4,3	13,6	18,9	12,8	6,3	2,9	11,7	41,3	16,6	3,5	12,9	6,9	10,7
Mars	143,2	2,5	4,6	13,8	19,6	12,8	6,8	2,9	11,9	42,0	17,6	3,6	12,2	7,1	7,0
Avril	144,1	2,3	4,4	12,9	18,9	12,2	6,3	2,9	12,3	42,4	16,5	3,5	12,5	6,6	10,4
Mai	140,9	.	.	.	.	11,5	7,1	2,9	12,6	43,1	17,9	3,7	11,7	6,8	.
part en pourcentage du total des importations															
2012	100,0	1,6	2,9	9,4	12,8	8,0	4,5	1,9	8,4	30,1	11,9	2,7	8,8	5,2	6,4
Solde															
2011	-16,6	3,0	7,3	46,6	14,7	-58,9	27,5	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	32,9
2012	78,9	5,0	6,4	62,3	15,3	-53,1	35,5	25,6	73,2	-99,4	-93,0	-3,8	-30,8	4,7	34,2
2011 T4	7,6	0,7	1,4	12,0	3,0	-14,7	7,9	5,1	16,6	-29,8	-22,0	-2,5	-2,5	-1,2	9,2
2012 T1	9,1	1,1	1,8	14,1	3,9	-15,5	9,3	6,2	17,6	-29,5	-22,1	-2,0	-8,5	-0,2	8,7
T2	18,5	1,3	1,8	16,0	4,3	-12,2	9,4	6,2	18,3	-28,1	-25,4	-1,2	-7,1	1,4	7,1
T3	25,0	1,2	1,2	15,5	3,8	-11,0	8,0	6,6	19,2	-22,5	-23,5	-0,6	-8,1	1,3	9,9
T4	26,3	1,4	1,5	16,8	3,3	-14,4	8,8	6,6	18,1	-19,3	-22,0	0,0	-7,1	2,3	8,5
2013 T1	38,8	1,2	1,2	16,8	3,7	-15,5	8,1	6,9	20,2	-16,3	-22,2	0,3	-4,2	3,9	12,9
2012 Décembre	9,8	0,7	0,4	5,4	0,9	-5,2	2,8	2,0	6,1	-6,0	-7,9	-0,1	-1,7	0,9	3,6
2013 Janvier	8,9	0,5	0,8	5,3	1,4	-5,2	2,8	2,5	6,4	-7,2	-7,5	0,0	-1,9	1,0	2,7
Février	12,2	0,4	0,3	5,3	1,4	-5,2	2,5	2,2	6,0	-5,9	-7,2	0,0	-1,4	1,0	5,5
Mars	17,8	0,3	0,1	6,2	0,9	-5,1	2,8	2,3	7,8	-3,2	-7,5	0,3	-1,0	1,9	4,7
Avril	15,2	0,5	0,4	6,0	1,0	-4,6	3,0	2,2	6,1	-5,7	-6,5	-0,1	-1,5	1,5	6,2
Mai	14,6	.	.	.	.	-3,7	2,2	2,4	6,1	-5,8	-7,9	0,0	-0,5	1,9	.

Source : Eurostat

1) À l'exception de la Croatie



TAUX DE CHANGE

8.1 Taux de change effectifs¹⁾

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-40	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	103,6	101,5	98,2	96,7	109,5	98,1	111,5	98,1
2011	103,4	100,6	97,6	95,0	108,2	96,1	112,2	97,6
2012	97,9	95,5	93,4	89,7	103,7	90,9	107,1	92,8
2012 T2	98,2	95,8	93,5	90,2	104,2	91,3	107,5	93,2
T3	95,9	93,7	91,9	87,9	101,5	89,0	105,0	91,2
T4	97,9	95,5	93,8	89,5	103,8	90,6	107,4	92,9
2013 T1	100,8	98,2	96,2	92,1	106,7	93,5	110,2	94,9
T2	100,9	98,2	96,0	-	-	-	110,6	95,0
2012 Juillet	95,4	93,1	91,1	-	-	-	104,3	90,6
Août	95,3	93,1	91,3	-	-	-	104,5	90,6
Septembre	97,2	94,9	93,2	-	-	-	106,6	92,5
Octobre	97,8	95,4	93,7	-	-	-	107,3	92,8
Novembre	97,3	94,8	93,1	-	-	-	106,7	92,3
Décembre	98,7	96,2	94,5	-	-	-	108,3	93,8
2013 Janvier	100,4	97,9	96,0	-	-	-	109,9	94,8
Février	101,7	99,0	97,1	-	-	-	111,2	95,7
Mars	100,2	97,8	95,6	-	-	-	109,5	94,4
Avril	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3
Mai	100,6	98,0	95,7	-	-	-	110,0	94,6
Juin	101,6	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,1
Juillet	101,5	98,7	96,3	-	-	-	111,9	96,0
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent							
2013 Juillet	0,0	-0,1	-0,2	-	-	-	-0,1	-0,1
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente							
2013 Juillet	6,4	6,0	5,7	-	-	-	7,2	6,0

G39 Taux de change effectifs
(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— TCE-21 nominal
····· TCE-21 réel déflaté de l'IPC



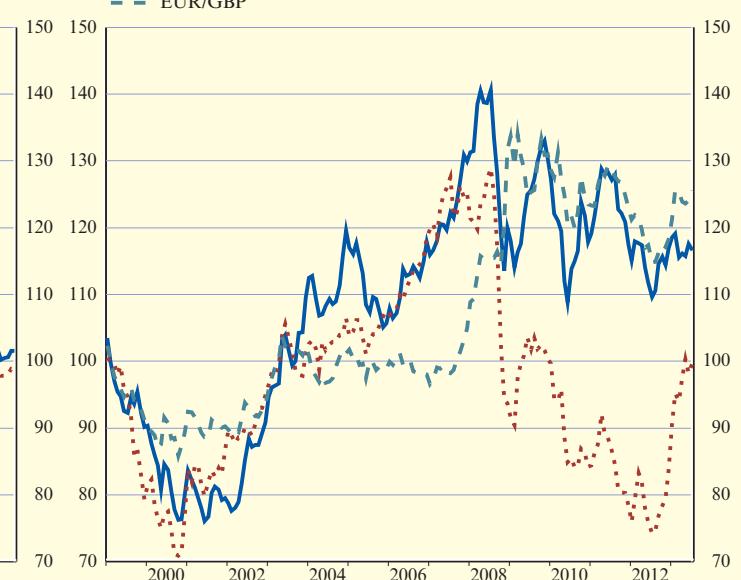
Source : BCE

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

2) Les séries déflatées des CUMIM dont disponibles uniquement pour le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux.

G40 Taux de change bilatéraux
(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— EUR/USD
····· EUR/JPY
- - - EUR/GBP



8.2 Taux de change bilatéraux

	Lev bulgare	Couronne tchèque	Couronne danoise	Kuna croate	Lats lettone	Litas lituanien	Forint hongrois	Zloty polonais	Nouveau leu roumain	Couronne suédoise	Livre sterling	Nouvelle livre turque	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	1,9558	25,284	7,4473	7,2891	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	1,9965	
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378	
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	0,6973	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135	
2012 T4	1,9558	25,167	7,4590	7,5290	0,6963	3,4528	283,25	4,1123	4,5288	8,6230	0,80740	2,3272	
2013 T1	1,9558	25,565	7,4589	7,5838	0,6996	3,4528	296,50	4,1558	4,3865	8,4965	0,85111	2,3577	
T2	1,9558	25,831	7,4555	7,5566	0,7009	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037	
2013 Janvier	1,9558	25,563	7,4614	7,5746	0,6978	3,4528	294,01	4,1424	4,3835	8,6217	0,83271	2,3543	
Février	1,9558	25,475	7,4598	7,5868	0,6999	3,4528	292,73	4,1700	4,3839	8,5083	0,86250	2,3738	
Mars	1,9558	25,659	7,4553	7,5909	0,7013	3,4528	303,01	4,1565	4,3923	8,3470	0,85996	2,3453	
Avril	1,9558	25,841	7,4553	7,6076	0,7006	3,4528	298,67	4,1359	4,3780	8,4449	0,85076	2,3406	
Mai	1,9558	25,888	7,4536	7,5684	0,7002	3,4528	292,38	4,1799	4,3360	8,5725	0,84914	2,3739	
Juin	1,9558	25,759	7,4576	7,4901	0,7019	3,4528	295,70	4,2839	4,4803	8,6836	0,85191	2,5028	
Juillet	1,9558	25,944	7,4579	7,5061	0,7024	3,4528	294,90	4,2745	4,4244	8,6609	0,86192	2,5274	
variation en pourcentage par rapport au mois précédent													
2013 Juillet	0,0	0,7	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-1,2	-0,3	1,2	1,0	
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente													
2013 Juillet	0,0	2,0	0,3	0,1	0,9	0,0	3,0	2,2	-2,9	1,4	9,3	13,4	
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne ¹⁾	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais			
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22			
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			
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672			
2012 T4	1,2484	2,6671	1,2850	8,1036	10,0506	70,2047	12 473,53	4,9853	105,12	3,9632			
2013 T1	1,2714	2,6368	1,3313	8,2209	10,2428	71,5390	12 789,08	4,8969	121,80	4,0699			
T2	1,3203	2,6994	1,3368	8,0376	10,1383	73,0046	12 784,60	4,7407	129,07	4,0088			
2013 Janvier	1,2658	2,6993	1,3189	8,2698	10,3027	72,0716	12 837,99	4,9706	118,34	4,0413			
Février	1,2951	2,6354	1,3477	8,3282	10,3608	71,9342	12 933,75	4,9359	124,40	4,1403			
Mars	1,2537	2,5694	1,3285	8,0599	10,0588	70,5579	12 590,61	4,7769	122,99	4,0309			
Avril	1,2539	2,6060	1,3268	8,0564	10,1110	70,7738	12 664,51	4,7164	127,54	3,9686			
Mai	1,3133	2,6414	1,3257	7,9715	10,0766	71,4760	12 673,13	4,7223	131,13	3,9200			
Juin	1,3978	2,8613	1,3596	8,0905	10,2349	77,0284	13 033,31	4,7865	128,40	4,1488			
Juillet	1,4279	2,9438	1,3619	8,0234	10,1455	78,1762	13 189,17	4,7153	130,39	4,1746			
variation en pourcentage par rapport au mois précédent													
2013 Juillet	2,2	2,9	0,2	-0,8	-0,9	1,5	1,2	-1,5	1,6	0,6			
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente													
2013 Juillet	19,7	18,2	9,3	2,5	6,4	14,8	13,6	-3,9	34,3	7,3			
	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		
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33		
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		
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848		
2012 T4	16,7805	1,5751	7,3664	53,387	40,3064	1,5855	11,2766	1 414,42	1,2080	39,778	1,2967		
2013 T1	16,7042	1,5823	7,4290	53,769	40,1518	1,6345	11,8264	1 433,09	1,2284	39,361	1,3206		
T2	16,2956	1,5920	7,6114	54,620	41,3464	1,6311	12,3996	1 467,08	1,2315	39,031	1,3062		
2013 Janvier	16,8760	1,5877	7,3821	54,105	40,1847	1,6326	11,6957	1 417,69	1,2288	39,924	1,3288		
Février	16,9872	1,5929	7,4232	54,355	40,3342	1,6546	11,8796	1 452,82	1,2298	39,839	1,3359		
Mars	16,2322	1,5657	7,4863	52,813	39,9332	1,6164	11,9169	1 430,31	1,2266	38,264	1,2964		
Avril	15,8895	1,5348	7,5444	53,649	40,7995	1,6120	11,8592	1 460,89	1,2199	37,857	1,3026		
Mai	15,9776	1,5774	7,5589	53,693	40,6842	1,6219	12,1798	1 444,56	1,2418	38,667	1,2982		
Juin	17,0716	1,6682	7,7394	56,658	42,6490	1,6613	13,2088	1 498,33	1,2322	40,664	1,3189		
Juillet	16,6893	1,6590	7,8837	56,698	42,8590	1,6595	12,9674	1 473,35	1,2366	40,714	1,3080		
variation en pourcentage par rapport au mois précédent													
2013 Juillet	-2,2	-0,5	1,9	0,1	0,5	-0,1	-1,8	-1,7	0,4	0,1	-0,8		
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente													
2013 Juillet	1,6	7,8	5,7	10,2	7,3	7,1	27,9	4,9	3,0	4,7	6,4		

Source : BCE

1) Pour cette devise, la BCE calcule et diffuse les taux de change de référence de l'euro à compter du 1^{er} janvier 2009. Les données antérieures sont fournies à titre indicatif.



ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

9.1 Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Bulgarie	République tchèque	Danemark	Croatie	Lettonie	Lituanie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Suède	Royaume-Uni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IPCH											
2011	3,4	2,1	2,7	2,2	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	2,3	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013 T1	2,1	1,7	0,9	4,2	0,4	2,2	2,7	1,3	4,8	0,6	2,8
2013 T2	1,1	1,5	0,5	2,3	-0,1	1,4	1,9	0,5	4,4	0,3	2,7
2013 Avril	0,9	1,7	0,4	3,1	-0,4	1,4	1,8	0,8	4,4	0,0	2,4
Mai	1,0	1,2	0,6	1,8	-0,2	1,5	1,8	0,5	4,4	0,3	2,7
Juin	1,2	1,6	0,6	2,2	0,2	1,3	2,0	0,2	4,5	0,5	2,9
Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB											
2010	-3,1	-4,8	-2,5	.	-8,1	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,0	-3,3	-1,8	.	-3,6	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,8
2012	-0,8	-4,4	-4,0	.	-1,2	-3,2	-1,9	-3,9	-2,9	-0,5	-6,3
Dette publique brute en pourcentage du PIB											
2010	16,2	37,8	42,7	.	44,4	37,9	81,8	54,8	30,5	39,4	79,4
2011	16,3	40,8	46,4	.	41,9	38,5	81,4	56,2	34,7	38,4	85,5
2012	18,5	45,8	45,8	.	40,7	40,7	79,2	55,6	37,8	38,2	90,0
Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période											
2013 Janvier	3,27	1,96	1,61	4,29	3,21	3,97	6,23	3,91	5,90	1,80	1,82
Février	3,25	2,01	1,73	4,28	3,22	4,06	6,29	3,99	5,72	2,00	1,92
Mars	3,54	1,98	1,59	4,32	3,17	4,15	6,38	3,93	5,86	1,92	1,65
Avril	3,47	1,82	1,42	4,34	3,15	3,95	5,65	3,50	5,46	1,66	1,46
Mai	3,36	1,67	1,45	4,38	3,10	3,54	5,08	3,28	5,23	1,79	1,62
Juin	3,40	2,14	1,72	4,63	3,17	3,54	6,02	3,95	5,43	2,05	1,96
Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période											
2013 Janvier	1,27	0,50	0,30	1,58	0,50	0,53	5,80	4,03	5,71	1,21	0,51
Février	1,23	0,50	0,33	1,31	0,49	0,47	—	3,80	5,60	1,19	0,51
Mars	1,23	0,49	0,27	1,17	0,47	0,47	—	3,48	5,10	1,25	0,51
Avril	1,22	0,47	0,26	1,03	0,44	0,62	4,57	3,29	4,31	1,24	0,51
Mai	1,21	0,46	0,24	1,14	0,41	0,74	4,71	2,86	3,83	1,20	0,51
Juin	1,20	0,46	0,26	1,71	0,39	0,73	4,48	2,69	4,20	1,22	0,51
PIB en volume											
2011	1,8	1,8	1,1	0,0	5,5	5,9	1,6	4,5	2,3	3,7	1,1
2012	0,8	-1,2	-0,4	-2,0	5,6	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,7	0,2
2012 T4	0,6	-1,6	-0,4	-2,0	5,8	3,1	-2,4	0,7	1,1	1,5	0,0
2013 T1	0,4	-2,4	-0,7	-1,2	6,0	4,2	-0,3	0,5	1,9	1,6	0,3
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6	1,4
Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB											
2011	1,4	-2,3	5,9	-0,8	0,0	-1,3	3,1	-2,9	-4,0	6,9	-1,1
2012	0,0	-1,1	5,7	0,1	1,3	1,7	4,4	-1,3	-2,6	6,8	-3,5
2012 T3	9,8	-4,4	7,7	21,5	4,8	2,7	5,8	-0,8	-3,9	7,1	-4,4
T4	-1,7	0,8	6,0	-6,1	3,5	4,9	5,3	-0,8	-0,9	6,6	-3,0
2013 T1	-4,3	1,9	2,2	-14,3	1,1	-2,8	5,2	-1,4	2,2	7,7	-3,8
Dette extérieure brute en pourcentage du PIB											
2011	94,1	59,6	183,2	102,9	145,0	77,8	147,7	71,7	77,2	195,3	419,6
2012	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2012 T3	96,5	60,1	187,2	103,6	139,2	78,8	128,8	70,8	78,0	202,6	388,4
T4	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2013 T1	93,4	62,2	185,3	101,9	138,6	73,7	132,0	72,6	74,9	194,2	392,5
Coûts unitaires de main-d'œuvre											
2011	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,1	-0,1	1,8	1,1	0,7	-0,6	1,4
2012	0,2	3,2	1,6	1,2	2,8	2,0	4,8	0,9	6,8	3,2	2,9
2012 T3	1,0	2,2	1,5	1,6	3,2	1,7	5,1	1,3	9,1	3,7	2,9
T4	1,2	3,3	1,3	1,2	1,0	0,4	4,0	-0,1	7,1	3,9	1,8
2013 T1	12,3	1,2	1,9	3,5	0,6	-0,6	0,4	2,8	1,3	2,1	-0,4
Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)											
2011	11,3	6,7	7,6	13,5	16,3	15,3	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	14,7	13,3	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013 T1	12,8	7,2	7,1	16,8	12,5	12,5	10,9	10,6	7,1	8,1	7,8
T2	12,7	7,0	.	16,5	.	11,9	.	10,7	7,5	8,0	.
2013 Avril	12,8	7,1	7,0	16,6	.	12,2	10,4	10,7	7,3	8,3	7,7
Mai	12,7	7,0	6,8	16,5	.	11,7	10,4	10,7	7,5	7,9	.
Juin	12,6	6,8	.	16,5	.	11,7	.	10,6	7,6	8,0	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE

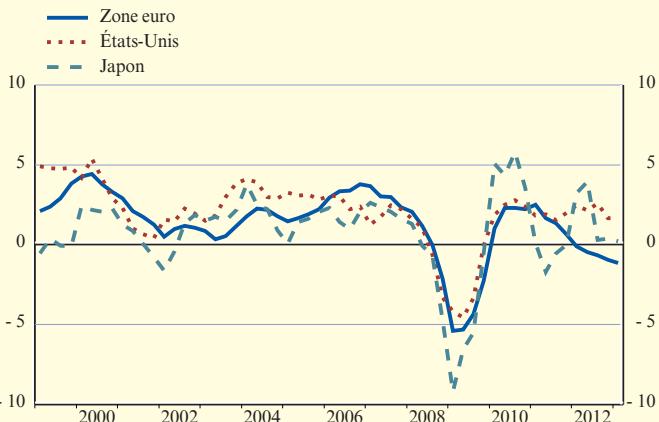
9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) ²⁾	Agrégat monétaire large ³⁾	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois ⁴⁾	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans ⁵⁾ ; fin de période	Taux de change ⁵⁾ des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/excédent (+) public (en % du PIB)	Dette publique ⁶⁾ (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2009	-0,4	-1,4	-3,1	-13,6	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,9	73,3
2010	1,6	-1,1	2,4	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-11,4	82,1
2011	3,2	1,9	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,2	86,0
2012	2,1	1,1	2,2	4,2	8,1	8,5	0,43	1,88	1,2848	-8,7	90,0
2012	T2	1,9	0,5	2,1	5,2	8,2	9,6	0,47	1,83	1,2814	-8,8
	T3	1,7	0,1	2,6	3,9	8,0	7,0	0,43	1,77	1,2502	-8,6
	T4	1,9	3,8	1,7	3,3	7,8	7,5	0,32	1,88	1,2967	-8,5
2013	T1	1,7	1,1	1,6	2,6	7,7	7,1	0,29	2,09	1,3206	.
	T2	1,4	-	-	2,1	7,6	6,9	0,28	2,82	1,3062	.
2013	Mars	1,5	-	-	2,9	7,6	6,9	0,28	2,09	1,2964	-
	Avril	1,1	-	-	1,9	7,5	7,1	0,28	1,92	1,3026	-
	Mai	1,4	-	-	2,3	7,6	6,9	0,27	2,40	1,2982	-
	Juin	1,8	-	-	2,2	7,6	6,8	0,27	2,82	1,3189	-
	Juillet	-	-	-	-	-	-	0,27	2,91	1,3080	-
Japon											
2009	-1,3	0,3	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,1
2010	-0,7	-4,8	4,7	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	188,3
2011	-0,3	0,8	-0,5	-2,5	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-2,3	1,9	-0,3	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2012	T2	0,1	-4,2	3,9	5,3	4,4	2,4	0,20	0,84	102,59	.
	T3	-0,4	-0,8	0,3	-4,6	4,3	2,4	0,19	0,78	98,30	.
	T4	-0,2	-1,1	0,4	-5,9	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.
2013	T1	-0,6	-0,5	0,2	-7,7	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.
	T2	-0,3	-	-	-	-	3,5	0,16	1,02	129,07	.
2013	Mars	-0,9	-	-	-6,7	4,1	3,0	0,16	0,70	122,99	-
	Avril	-0,7	-	-	-2,3	4,1	3,2	0,16	0,76	127,54	-
	Mai	-0,3	-	-	-	4,1	3,5	0,16	1,05	131,13	-
	Juin	0,2	-	-	-	-	3,8	0,15	1,02	128,40	-
	Juillet	-	-	-	-	-	-	0,16	1,01	130,39	-

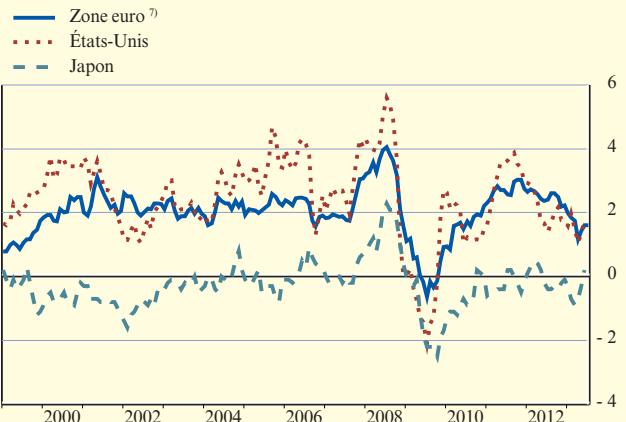
G41 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



G42 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon)), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11)

1) Corrigés des variations saisonnières. Les données relatives aux États-Unis concernent le secteur privé marchand non agricole.

2) Les données japonaises de mars à août 2011 comprennent des estimations pour les trois préfectures les plus touchées par le séisme. La collecte des données a été rétablie à partir de septembre 2011.

3) Moyennes pour la période considérée, M2 pour les États-Unis, M2 et certificats de dépôt pour le Japon

4) En pourcentage annuel. Pour plus de précisions concernant le taux des dépôts interbancaires à 3 mois, cf. la section 4.6

5) Pour de plus amples informations, cf. la section 8.2

6) La dette des administrations publiques comprend les dépôts, les titres autres que des actions et les prêts en cours en valeur nominale et consolidée au sein du secteur des administrations publiques (fin de période).

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



LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Total des dépôts par secteurs (<i>intermédiaires financiers</i>)	S17
G10	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs (<i>intermédiaires financiers</i>)	S17
G11	Total des dépôts par secteurs (<i>sociétés non financières et ménages</i>)	S18
G12	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs (<i>sociétés non financières et ménages</i>)	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76



NOTES TECHNIQUES

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t est l'indice des encours corrigés à partir du mois t (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECTION 1.3

CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre D de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont $R_{1,MRO}$ (sur D_1 jours), $R_{2,MRO}$ (sur D_2 jours), etc., jusqu'à $R_{i,MRO}$ (sur D_i jours), où $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$, le taux annualisé applicable (R_{LTRO}) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

SECTIONS 2.1 À 2.6

CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si L_t représente l'encours à la fin du mois t , C_t^M l'ajustement lié aux reclassements pour le mois t , E_t^M l'ajustement de taux de change et V_t^M les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux F_t^M pour le mois t est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel F_t^Q pour le trimestre se terminant le mois t est défini comme suit :

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où L_{t-3} représente l'encours à la fin du mois $t-3$ (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple, C_t^Q l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois t .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si F_t^M et L_t sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}}\right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels a_t relatifs au mois t , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle a_t^M peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, où a_t est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si F_t^Q et L_{t-3} sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois t est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}}\right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois t (c'est-à-dire a_t) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO¹

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA². 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 corrigés³. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTIONS 3.1 À 3.5

ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

SECTIONS 4.3 ET 4.4

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si N_t^M représente les transactions (émissions nettes) pour le mois t et L_t l'encours à la fin du mois t, l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}}\right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance a_t pour le mois t, c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois t, peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}}\right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$n) \left(\frac{\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1}{100} \right) \times 100$$

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 :

$$o) \left(\frac{\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1}{100} \right) \times 100$$

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 TITRES⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois t , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TABLEAU I DE LA SECTION 5.I

DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S81). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

⁴ Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1**DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont 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). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : statistics@ecb.europa.eu.

En règle générale, la date d'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 31 juillet 2013 pour la présente publication.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données ont trait au groupe des dix-sept pays membres de la zone euro (Euro 17) 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. L'Estonie a rejoint la zone euro en 2011, portant à 17 le nombre de pays participants. À compter d'octobre 2012, les statistiques de la zone euro recouvrent également le Mécanisme européen de stabilité, organisation internationale résidente de la zone euro pour les besoins statistiques.

SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION FIXE

Les séries statistiques agrégées correspondant à des compositions fixes de la zone euro se rapportent à une composition fixe donnée pour l'ensemble de la série chronologique, indépendamment de la composition au moment de chaque observation. Par exemple, les séries agrégées sont calculées pour l'Euro 17 pour toutes les années, bien que la zone n'existe dans cette composition que depuis le 1^{er} 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 statistiques fondées sur le bilan du secteur des IFM (« statistiques monétaires »), les taux de variation sont calculés à partir d'indices chaînés, la nouvelle composition étant introduite par le facteur de chaînage au moment de l'élargissement. Par conséquent, si un pays rejoint la zone euro en janvier d'une année donnée, les facteurs contribuant aux indices chaînés se rapportent à la composition de la zone jusqu'à décembre inclus de l'année précédente, et ensuite à sa composition élargie. Pour plus de précisions sur les statistiques monétaires, cf. le *Manual on MFI balance sheet statistics* qui peut être consulté à la partie *Statistics* du site internet de la BCE.

Étant donné que la composition de l'unité de compte européenne (écu) ne coïncide pas avec les anciennes monnaies des pays ayant adopté l'euro, les chiffres antérieurs à 1999, exprimés initialement dans les monnaies participantes et convertis en écus aux taux de change du moment, sont affectés par le comportement des monnaies des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro. Pour éviter l'incidence de cet écart sur les statistiques monétaires, les données antérieures à 1999¹ sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la 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

¹ Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

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 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^{er} janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32². Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds

2 JO L 15 du 20.1.2009

ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8³ relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30⁴ depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte

³ JO L 211 du 11.8.2007

⁴ JO L 15 du 20.1.2009

d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) figurent également.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les autres intermédiaires financiers (y compris les auxiliaires financiers), et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des comptes non financiers de la zone euro (à savoir les comptes 1 à 5 présentés ci-dessus) qui suivent également la séquence de comptes simplifiée.

La section 3.3 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans les sections 3.1 et 3.2.

La section 3.4 recense des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation des sociétés non financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des flux financiers cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) et les encours des comptes de patrimoine financier des sociétés d'assurance et fonds de pension.

MARCHÉS FINANCIERS

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 17 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée (par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson⁵.

⁵ L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, n° 1 051, Londres (1994)

Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH, calculées par la BCE, et des indices empiriques des prix administrés fondés sur l'IPCH.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles⁶. 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 spécifiques⁷, 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 2007⁸. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation

6 JO L 162 du 5.6.1998

7 JO L 393 du 30.12.2006

8 JO L 155 du 15.6.2007

de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre⁹ et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003¹⁰ en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 5 de la section 5.1) sur la base de données nationales non harmonisées.

Les composantes de coûts unitaires de main-d'œuvre (tableau 4 de la section 5.1), le PIB et ses composantes (tableaux 1 et 2 de la section 5.2), les déflateurs du PIB (tableau 3 de la section 5.1) ainsi que les statistiques de l'emploi (tableau 1 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 95¹¹. Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010¹² introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, et les carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial. La série relative à la zone euro exclut Chypre et Malte.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

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

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 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 agrégats annuels relatifs au déficit et à la dette de la zone euro peuvent différer de ceux publiés par la Commission européenne. Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000¹³ modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la procédure de déficit excessif (PDE). Les sections 6.1 et 6.2 englobent 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 brutes relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1221/2002 du Parlement européen et du Conseil du 10 juin 2002 sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques¹⁴. 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)¹⁵ modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)¹⁶. Des informations

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

complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (www.cmfb.org). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de statistiques extérieures (BCE/2011/23)¹⁷ a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit de nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6). La BCE commencera à publier les statistiques de balance des paiements, de position extérieure et de réserves de change de la zone euro conformément à l'orientation BCE/2011/23 et au BPM6 en 2014, avec des données rétrospectives. Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des paiements du FMI* : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation

17 JO L 65 du 3.3.2012

fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE et des organisations internationales (qui, mis à part la BCE et le Mécanisme européen de stabilité, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements du FMI*.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations

plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux

sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-21 de partenaires commerciaux inclut les onze États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-20 n'inclut pas la Croatie. Le groupe TCE-40 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-21, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation (IPC), des indices de prix à la production (IPP), des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier (CUMIM) ainsi que dans l'ensemble de l'économie (CUME). Les TCE déflatés des CUMIM sont disponibles uniquement pour le TCE-20.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *Revisiting the effective exchange rates of the euro*, Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro et Cristina Pinheiro, Occasional paper n° 134 de la BCE, juin 2012, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies. Pour la couronne islandaise, le taux de change le plus récent est de 290,0 pour un euro et se rapporte au 3 décembre 2008.

ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. 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'EUROSYSTÈME¹



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.

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2010 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

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.

8 MARS, 4 AVRIL, 3 MAI 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

6 JUIN 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 15 janvier 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

5 JUILLET 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 11 juillet 2012. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 1,50 % et 0,00 % avec effet au 11 juillet 2012.

2 AOÛT 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

6 SEPTEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des modalités appelées à régir les opérations monétaires sur titres (*Outright monetary transactions* – OMT) sur les marchés secondaires des obligations souveraines de la zone euro.

4 OCTOBRE, 8 NOVEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

6 DÉCEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 9 juillet 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

10 JANVIER, 7 FÉVRIER, 7 MARS, 4 AVRIL 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

2 MAI 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 8 mai 2013. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, à 1,00 %, avec effet au 8 mai 2013 et de laisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt inchangé à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 8 juillet 2014, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

6 JUIN, 4 JUILLET, 1^{ER} AOÛT 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,50 %, 1,00 % et 0,00 %.



PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : info@ecb.europa.eu.

GLOSSAIRE



Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Abandon de créances (Write-off) : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

Actions (Equities) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administrations publiques (General government) : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [Deficit-debt adjustment (general government)] : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

Appel d'offres à taux fixe (Fixed rate tender) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

Appel d'offres à taux variable (Variable rate tender) : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

Autres investissements (Other investment) : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

Avoirs de réserve internationaux (International reserves) : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

Balance des paiements [Balance of payments (b.o.p.)] : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

Besoin de financement des administrations publiques [Borrowing requirement (general government)] : accroissement net de la dette des administrations publiques.

Bilan consolidé du secteur des IFM (Consolidated balance sheet of the MFI sector) : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur

des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

Compte de capital (Capital account) : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

Comptes de capital (Capital accounts) : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

Compte financier (Financial account) : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

Comptes financiers (Financial accounts) : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

Compte de revenus (Income account) : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

Compte de transactions courantes (Current account) : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

Compte de transferts courants (Current transfers account) : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

Courbe des rendements (Yield curve) : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

Cours pivot [Central parity (ou central rate)] : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

Coûts unitaires de main-d'œuvre (Unit labour costs) : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*) : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*] : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

Déflation (*Deflation*) : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

Désinflation (*Disinflation*) : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

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 à l'exclusion des produits dérivés) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

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'Euro système 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 : Nathalie AUFAUVRE
Secrétaire général

Impression : Groupe des imprimeries Morault, Paris

Dépôt légal : Août 2013

