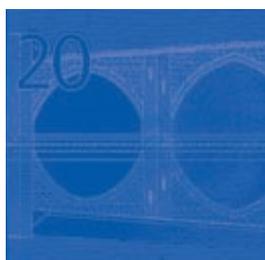




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



## BULLETIN MENSUEL MAI 2012

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

© Banque centrale européenne, 2012

**Adresse**

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

**Adresse postale**

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

**Téléphone**

+49 69 13 44 0

**Internet**

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

**Télécopie**

+49 69 13 44 60 00

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

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

*La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 2 mai 2012.*

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)



## TABLE DES MATIÈRES

### ÉDITORIAL

### ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

Environnement extérieur de la zone euro	9
Évolutions monétaires et financières	19
Prix et coûts	55
Production, demande et marché du travail	66

#### Encadrés :

1 Évolutions récentes du marché de l'immobilier résidentiel aux États-Unis	11
2 La relation entre base monétaire, monnaie au sens large et les risques pour la stabilité des prix	20
3 Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2012	29
4 Résultats de l'enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro : octobre 2011 à mars 2012	46
5 Les comptes intégrés de la zone euro au quatrième trimestre 2011	50
6 Évolutions récentes des prix du logement dans la zone euro	59
7 Résultats de l'enquête du deuxième trimestre 2012 auprès des prévisionnistes professionnels	61
8 La constitution de stocks : considérations théoriques et évolutions récentes	66
9 Identifier les signaux cycliques à partir des indicateurs économiques de la zone euro	73

### ARTICLES

Un pacte budgétaire pour une union économique et monétaire plus forte	79
Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix	95

### STATISTIQUES DE LA ZONE EURO

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

### AUTRES

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

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

## ÉDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 3 mai 2012, de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % en 2012. Toutefois, à l'horizon pertinent pour la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs s'attend à ce que les évolutions des prix demeurent à un niveau compatible avec la stabilité des prix. Confirmant ce scénario, le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie reste modéré. Les indicateurs disponibles pour le premier trimestre continuent d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'activité économique à un faible niveau. Les derniers indicateurs tirés d'enquêtes pour la zone euro font état d'un contexte empreint d'incertitude. À plus long terme, l'activité économique devrait se redresser progressivement dans le courant de l'année. Dans le même temps, les perspectives économiques sont encore soumises à des risques à la baisse.

Les anticipations d'inflation pour l'économie de la zone euro restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Au cours des derniers mois, l'Eurosystème a mis en œuvre des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire. Cette combinaison de mesures a permis d'améliorer tant l'environnement financier que la transmission de la politique monétaire. Les nouvelles évolutions seront suivies avec attention, en gardant à l'esprit que toutes les mesures non conventionnelles de politique monétaire sont de nature temporaire et que le Conseil des gouverneurs conserve sa pleine capacité à garantir la stabilité des prix à moyen terme en agissant de manière résolue et en temps opportun.

En ce qui concerne l'analyse économique, les indicateurs disponibles pour le premier trimestre continuent d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'activité économique à un faible niveau. Les dernières indications fournies par les données d'enquêtes relatives à la zone euro font état d'un contexte empreint d'incertitude. Dans le même temps, certains éléments montrent que la reprise se

poursuit au niveau mondial. Au-delà du court terme, le Conseil des gouverneurs continue de s'attendre à un redressement progressif de l'économie de la zone euro dans le courant de l'année, conforté par la demande étrangère, le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et l'ensemble des mesures adoptées pour favoriser le bon fonctionnement de l'économie de la zone. Toutefois, les tensions subsistant sur certains marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier et le niveau élevé du chômage devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Ces perspectives économiques demeurent soumises à des risques à la baisse, liés en particulier à une intensification des tensions sur les marchés de la dette de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone, ainsi qu'à un nouveau renchérissement des matières premières.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,6 % en avril 2012, selon l'estimation rapide d'Eurostat, après 2,7 % au cours des quatre mois précédents. L'inflation devrait rester supérieure à 2 % en 2012, principalement en raison des hausses des prix de l'énergie et des augmentations de la fiscalité indirecte. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur les matières premières, les taux d'inflation annuels devraient revenir en deçà de 2 % début 2013. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs accordera une attention particulière à tout signe de répercussion du renchérissement de l'énergie sur les salaires, les marges et la fixation des prix en général. Toutefois, à plus long terme, dans un environnement de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH pour les années à venir sont encore considérés comme globalement équilibrés. Les risques à la hausse ont trait à un renchérissement des matières premières et à un relèvement de la fiscalité indirecte plus importants



que prévu, tandis que les risques à la baisse sont liés à une évolution plus faible qu'anticipé de l'activité économique.

L'analyse monétaire montre que le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie est demeuré modéré, les taux de croissance ayant légèrement augmenté au cours des derniers mois. Le taux de croissance annuel de M3 est ressorti à 3,2 % en mars 2012, après 2,8 % en février. Un renforcement de la base de dépôts des banques a été observé depuis janvier.

Les taux de croissance annuels des prêts accordés aux sociétés non financières et aux ménages (corrigés des cessions de prêts et de la titrisation) se sont établis à respectivement 0,5 % et 1,7 % en mars, soit des niveaux légèrement inférieurs à ceux de février. Le volume des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages est resté pratiquement inchangé par rapport au mois précédent.

Les données relatives à la masse monétaire et au crédit disponibles jusqu'en mars confirment que les conditions financières se sont globalement stabilisées et ont ainsi permis, conformément à l'objectif visé par les mesures de l'Eurosystème, d'éviter un ajustement brutal et désordonné des bilans des établissements de crédit. Dans ce contexte, les résultats de l'enquête d'avril sur la distribution du crédit bancaire indiquent que le durcissement net des critères d'octroi par les banques de la zone euro s'est considérablement atténué au premier trimestre 2012 par rapport à fin 2011 pour les prêts accordés tant aux sociétés non financières qu'aux ménages, également en raison de l'amélioration des conditions de financement des banques. Comme il ressort aussi de cette enquête, la demande de crédit est restée faible au premier trimestre 2012, reflétant l'atonie de l'activité économique et le processus en cours d'ajustement du bilan des agents non financiers. Il faudra du temps pour que les effets positifs des mesures non conventionnelles de l'Eurosystème se fassent pleinement sentir et que celles-ci exercent une incidence favorable sur la croissance des prêts lorsque la demande se redressera. À cet égard, il convient de noter que le règlement de la seconde opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans n'est intervenu que le 1<sup>er</sup> mars 2012.

À l'avenir, il est essentiel pour les banques de renforcer encore davantage leur résistance, y compris en mettant leurs bénéfices en réserve. La solidité des bilans des banques sera un facteur clé facilitant un apport approprié de financements à l'économie et la normalisation de l'ensemble des canaux de financement.

En résumé, l'analyse économique indique 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.

Il est de la plus haute importance d'assurer la soutenabilité budgétaire et une croissance durable dans la zone euro. La plupart des pays de la zone ont réalisé des progrès satisfaisants en termes d'assainissement budgétaire en 2011. Bien que l'ajustement budgétaire, à la fois indispensable et de grande ampleur, pèse sur la croissance économique à court terme, son achèvement contribuera à la soutenabilité des finances publiques et, ainsi, à réduire les primes de risque souverain. Dans un contexte de confiance accrue dans les situations budgétaires, l'activité du secteur privé devrait également s'en trouver renforcée, soutenant l'investissement privé et la croissance à moyen terme.

Dans le même temps, parallèlement à l'assainissement budgétaire, la croissance et le potentiel de croissance dans la zone euro doivent être renforcés à l'aide de réformes structurelles décisives. À cet égard, faciliter les activités entrepreneuriales ainsi que la création d'entreprises et d'emplois est capital. Les politiques destinées à intensifier la concurrence sur les marchés des biens et à accroître la capacité d'ajustement des entreprises en termes de salaires et d'emplois favoriseront l'innovation, encourageront la création d'emplois et amélioreront les perspectives de croissance à long terme. Les réformes dans ces domaines sont particulièrement importantes pour les pays qui ont subi des pertes significatives de compétitivité-prix et doivent améliorer leur productivité ainsi que leurs performances commerciales.

En ce qui concerne le processus d'ajustement au sein de la zone euro, ainsi qu'il ressort des observations

faites dans d'autres grandes zones monétaires, les disparités régionales dans les développements économiques sont une composante normale. Toutefois, de profonds déséquilibres se sont accumulés au cours des dix dernières années dans plusieurs pays de la zone euro et sont actuellement en passe d'être corrigés.

Quant à l'orientation de la politique monétaire de la BCE, elle doit se concentrer sur la zone euro. Le maintien de la stabilité des prix à moyen terme demeure l'objectif primordial de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit de la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la croissance et à la création d'emplois dans la zone euro.

Remédier aux disparités entre les différents pays de la zone euro est une tâche incombant aux autorités nationales. Elles doivent prendre avec détermination des mesures visant à faire face aux grands déséquilibres et aux vulnérabilités dans les domaines budgétaire, financier et structurel. Le Conseil des gouverneurs prend acte des progrès actuellement réalisés dans de nombreux pays, mais plusieurs gouvernements doivent être plus ambitieux. Il est de l'intérêt commun de garantir des situations budgétaires solides, la stabilité financière et la compétitivité de l'ensemble des pays de la zone euro.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient deux articles. Le premier examine et évalue les principaux éléments du pacte budgétaire, qui fait partie intégrante du nouveau Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire. Le deuxième article compare la crise financière qu'ont traversée récemment les États-Unis et la zone euro avec la situation observée au Japon dans les années 1990.



# ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

## I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

L'économie mondiale continue de montrer des signes de léger redressement. Les indicateurs tirés des enquêtes auprès des chefs d'entreprise ont continué de s'inscrire en hausse. L'inflation mondiale s'est ralentie au cours des derniers mois, reflétant en partie la baisse du taux de variation annuel de la composante énergie des indices de prix à la consommation.

### I.1 ÉVOLUTIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

L'économie mondiale continue de montrer des signes de léger redressement. Après des publications de données très positives au cours des premiers mois de l'année, liées en partie à des facteurs temporaires, les résultats récents ont été contrastés. Des obstacles pèsent sur la croissance dans certaines économies avancées : ils ont trait à l'atonie des marchés du travail et de l'immobilier résidentiel, ainsi qu'à la nécessité de nouvelles restructurations des bilans dans les secteurs tant public que privé. Tandis que le rééquilibrage progresse, les niveaux d'endettement des ménages demeurent élevés dans un certain nombre de grandes économies avancées. Sur les marchés émergents, la croissance s'est également légèrement ralentie mais est restée dans l'ensemble nettement plus soutenue que dans les économies avancées, apportant ainsi une contribution importante à la croissance économique mondiale.

Les dernières données tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une reprise progressive de l'économie mondiale. En dépit du léger fléchissement enregistré récemment, à 54,7 au premier trimestre, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale est demeuré nettement supérieur à son niveau de 52,0 enregistré au quatrième trimestre 2011 et également légèrement au-dessus de son niveau moyen depuis 1999. La baisse de l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production a résulté d'un fléchissement de l'indice relatif à l'activité dans le secteur des services. En avril, l'indice relatif à la production dans le secteur manufacturier a atteint 53,1 contre 52,7 en mars.

L'inflation mondiale s'est ralentie au cours des derniers mois et la dynamique de l'inflation demeure contenue dans les économies avancées. En mars, l'inflation globale dans les pays de l'OCDE est revenue à 2,7 % contre 2,8 % le mois précédent, poursuivant ainsi sa baisse progressive par rapport au pic de 3,3 % enregistré en septembre 2011. Les effets de base reflétant la variation annuelle de la composante

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

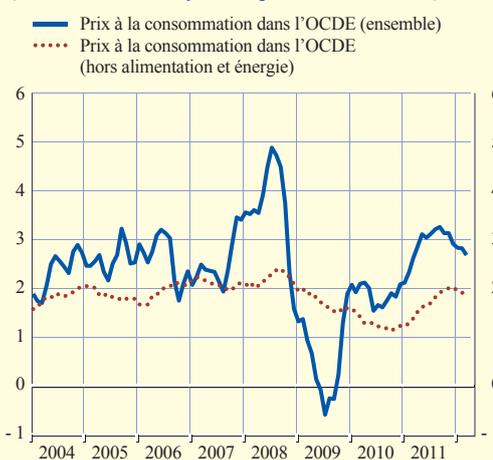
(indice de diffusion ; cvs ; données mensuelles)



Source : Markit

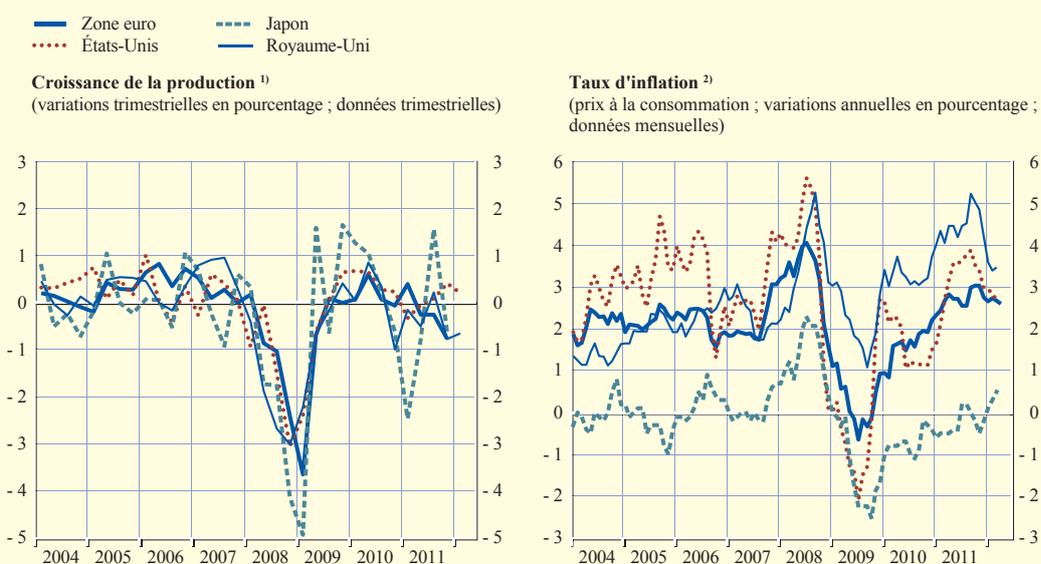
**Graphique 2** Évolution des prix à l'échelle internationale

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : OCDE

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



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

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

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

énergie des indices des prix à la consommation expliquent en partie ces évolutions. L'inflation annuelle hors produits alimentaires et énergie s'est établie à 1,9 % en mars, sans changement par rapport aux mois précédents. Dans les économies émergentes, les taux d'inflation ont fléchi récemment, même si les tensions inflationnistes se font davantage sentir en raison d'un resserrement des marges de capacités inutilisées.

#### ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, le rythme de l'expansion économique s'est ralenti début 2012. Selon l'estimation provisoire du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a progressé de 2,2 % en rythme annuel (0,5 % en glissement trimestriel) au premier trimestre 2012 contre 3 % le trimestre précédent. La croissance a principalement résulté des dépenses de consommation privée, dont la progression est passée de 2,1 % à 2,9 % et qui ont été financées en partie par un recul du taux d'épargne des ménages. Le ralentissement de la croissance s'explique principalement par un fléchissement de la FBCF, notamment dans les structures non résidentielles, tandis que les dépenses publiques ont continué de se contracter. Les stocks ont nettement moins contribué à la croissance que lors du trimestre précédent et la contribution des exportations nettes a été pratiquement nulle compte tenu de la progression tant des exportations (5,4 %) que des importations (4,3 %). Soutenu par des conditions météorologiques favorables, l'investissement résidentiel a progressé pour le quatrième trimestre consécutif (de 19,1 %). En dépit de certains signes de stabilisation, le marché de l'immobilier résidentiel est resté atone dans l'ensemble (cf. encadré 1).

En mars, la hausse annuelle de l'IPC s'est encore ralentie, revenant à 2,7 %, soit une baisse de plus d'un point de pourcentage par rapport à son pic de septembre 2011 où elle avait atteint 3,9 %. Cette évolution reflète la poursuite du ralentissement du rythme annuel de variation des prix de l'énergie, en partie en raison d'effets de base, et dans une moindre mesure, de celui des prix des produits alimentaires. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle a atteint 2,3 % en mars, après 2,2 % le mois précédent.

Les coûts du logement, qui s'étaient redressés à partir des taux de variation annuels négatifs enregistrés en 2010, se sont stabilisés récemment à un rythme conforme à des hausses annuelles proches de 2 %.

Le 25 avril 2012, le Comité fédéral de l'*open market* a déclaré que l'économie avait connu une expansion modérée et a pris note de l'amélioration de la situation du marché du travail ces derniers mois. Le Comité a décidé de maintenir la fourchette de son taux objectif des fonds fédéraux entre 0 % et 0,25 % et a estimé que la situation économique justifierait probablement le maintien de ce taux à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'à fin 2014.

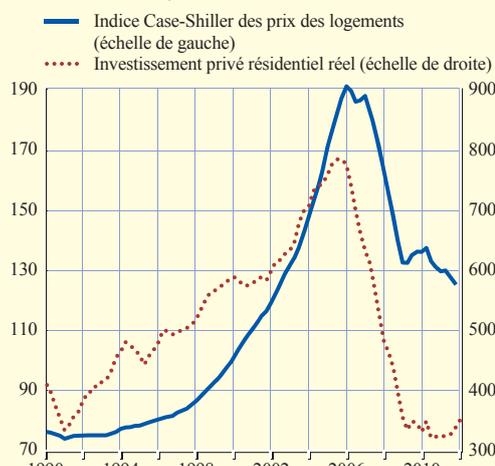
## Encadré I

## ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL AUX ÉTATS-UNIS

Ces dernières années, le marché américain de l'immobilier résidentiel a connu sa plus forte baisse depuis la seconde guerre mondiale. Les prix des logements, mesurés par l'indice *Case Shiller*, ont reculé de plus de 30 % par rapport au pic observé en 2006 (cf. graphique A). L'investissement résidentiel rapporté au PIB est à présent inférieur à 2,5 % contre quelque 6 % lors du pic enregistré en 2005. Plus récemment, toutefois, des signes indiquant que le ralentissement du marché de l'immobilier américain avait atteint son plancher sont apparus. Les ventes de logements, les mises en chantier et le nombre de permis de construire délivrés ont commencé à se redresser, mais à partir de niveaux historiquement bas. De plus, après s'être effondré en 2006, l'investissement résidentiel a apporté une contribution positive à la croissance économique aux États-Unis depuis le deuxième trimestre 2011. Le rythme de la baisse des prix de l'immobilier résidentiel s'est ralenti et les prix des contrats à terme pour ce secteur indiquent que les prix des logements pourraient approcher d'un point bas. Toutefois, le processus d'ajustement du marché américain de l'immobilier reste confronté à un certain nombre de défis qui limitent la croissance. Cet encadré explique brièvement pourquoi une reprise dans ce secteur est importante pour la croissance économique aux États-Unis. Il examine ensuite les principaux facteurs d'offre et de demande qui empêchent un rebond de l'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel et conclut par une vue d'ensemble des mesures prises par les autorités pour soutenir ce marché.

Graphique A Prix des logements  
et investissement privé résidentiel

(indice : T1 2000 = 100, données cvs ; montants en milliards de dollars chaînés de 2005 désaisonnalisés en taux annuel ; données trimestrielles)



Sources : Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's, Fiserv et MacroMarkets LLC  
Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2011.

## L'importance du marché de l'immobilier résidentiel pour la reprise économique aux États-Unis

La faiblesse du marché du logement freine la reprise économique aux États-Unis en raison de plusieurs facteurs. Premièrement, la forte contraction de l'investissement résidentiel a eu une incidence directe sur la production économique. L'investissement résidentiel étant de nature beaucoup plus cyclique que

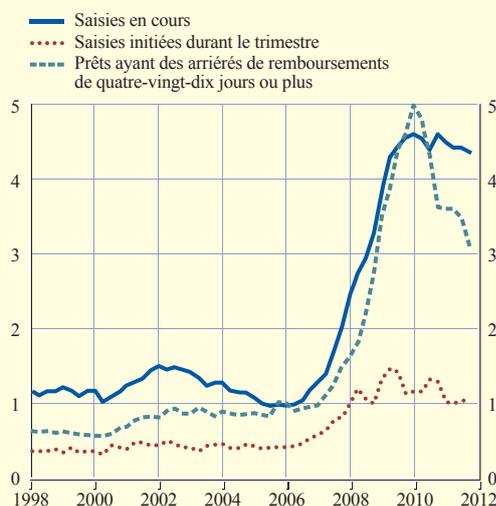
l'activité économique agrégée, sa contribution à la croissance du PIB est généralement plus forte que sa contribution au niveau du PIB. Cette contribution, qui a joué un rôle important au début des précédentes phases de reprise aux États-Unis, a été faible jusqu'à récemment. Deuxièmement, de nombreux emplois dépendent de l'activité dans le secteur immobilier, à la fois directement dans la construction mais également dans les secteurs produisant des biens complémentaires, tels que les équipements ménagers, ou dans les services professionnels et qualifiés associés à cette activité. Troisièmement, la diminution du patrimoine immobilier liée à la baisse des prix des logements freine les dépenses de consommation des ménages, ces derniers attribuant une valeur moindre à leurs actifs immobiliers, ce qui est de nature à influencer leur comportement vis-à-vis de la consommation actuelle et future.

### Les facteurs d'offre

La faiblesse persistante des prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis reflète le maintien de déséquilibres entre l'offre et la demande de logements. L'offre excédentaire de logements sur le marché américain est le principal facteur empêchant un rebond des prix de l'immobilier et une reprise plus marquée de la construction résidentielle. Le stock de logements se situe actuellement à un niveau historiquement élevé ; les logements vacants représentaient environ 14 % du total en 2011 et ce pourcentage n'a pas diminué sensiblement depuis le pic atteint en 2008. Les saisies consécutives à un défaut de paiement des emprunteurs ont également accru l'offre de logements sur le marché et continuent d'exercer des pressions à la baisse sur les prix. La détérioration du revenu des ménages et la baisse des prix des logements sont les principales causes des saisies. En 2011, environ un quart des maisons individuelles faisant l'objet d'un prêt hypothécaire se trouvaient en position négative (la valeur de la maison étant inférieure au solde du prêt). Cette situation limite également la capacité des propriétaires à vendre leur bien ou à refinancer leurs prêts et ils peuvent par conséquent être tentés par le défaut de paiement. Le pourcentage de nouvelles saisies initiées chaque trimestre est resté pratiquement inchangé en 2011, à 1 % environ de l'ensemble des prêts (cf. graphique B). De plus, le

**Graphique B Défaillances et saisies**

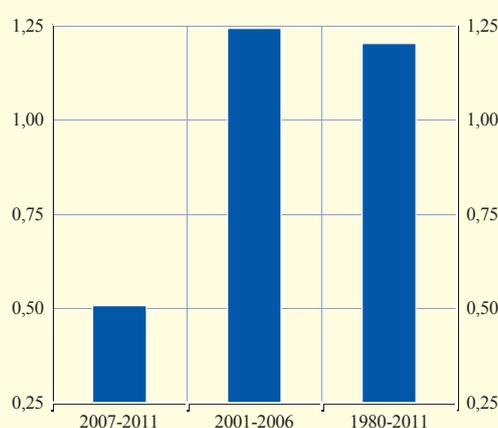
(en pourcentage du nombre total de prêts hypothécaires en cours, données trimestrielles cvs)



Source : Mortgage Bankers Association  
Notes : Les données relatives aux saisies en cours ne sont pas corrigées des variations saisonnières. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2011.

**Graphique C Nombre de ménages**

(moyennes mensuelles des taux de croissance annuels ; en pourcentage)



Sources : Census Bureau et Haver Analytics  
Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2011.

pourcentage des crédits impayés (pour lesquels aucun paiement n'a été effectué depuis quatre-vingt-dix jours ou plus), un bon indicateur des nouvelles saisies à venir, a diminué par rapport au pic de 5,0 % atteint début 2010 mais est resté très élevé fin 2011, ressortant à 3,1 %.

### Les facteurs de demande

L'atonie persistante de l'emploi et de la croissance des revenus est le principal facteur freinant la demande de logements. Le taux de chômage des États-Unis s'est établi à 8,2 % en mars 2012, niveau nettement supérieur au taux de 4,6 % enregistré en moyenne en 2007 avant la crise. En dépit de l'amélioration récente du rythme de croissance de l'emploi, le marché du travail américain demeure structurellement faible. La part des chômeurs de longue durée (définis comme étant les personnes sans emploi depuis six mois ou plus) dans le chômage global est restée à un niveau élevé en mars 2012, s'établissant à 43 % environ, soit près du double du niveau observé après la récession de 2001. Dans le même temps, les personnes ayant un emploi connaissent une diminution de leur pouvoir d'achat, l'inflation ayant augmenté davantage que leurs revenus. De fait, selon le Bureau de statistiques sur l'emploi des États-Unis (*US Bureau for Labor Statistics*), la croissance du salaire horaire réel moyen a été négative au cours des trois premiers mois de 2012, s'établissant à -0,6 % en mars.

La faiblesse du marché du travail aux États-Unis et la médiocrité des perspectives en matière de revenus ont également affecté la formation de ménages, situation qui a pesé à son tour sur la demande de logements. De nombreuses personnes qui ne parviennent pas à trouver un emploi à la fin de leurs études continuent de vivre chez leurs parents au lieu de fonder un foyer, tandis que celles qui perdent leur emploi peuvent également avoir tendance à retourner dans leur famille. En conséquence, depuis 2007, le taux de croissance de la formation de ménages aux États-Unis s'est établi, en moyenne, à 0,5 % par an environ, soit nettement moins que le taux de progression annuel moyen de 1,2 % enregistré sur la période débutant en 1980 (cf. graphique C). Ce taux est également inférieur au taux de croissance de la population, y compris celui de la tranche d'âge généralement concernée par la formation de nouveaux ménages. Le rythme de progression de la formation de ménages devrait s'accélérer si les perspectives en matière d'emploi et de revenus continuent de s'améliorer.

L'accès au crédit immobilier constitue également un frein à la demande. Même si les taux des prêts immobiliers sont historiquement bas aux États-Unis, la possibilité d'un large accès à de nouveaux prêts hypothécaires assortis de conditions raisonnables demeure limitée. Dans un contexte de baisse des prix de l'immobilier, les banques sont moins enclines à prêter car la valeur des garanties diminue. Par conséquent, les critères d'octroi des prêts immobiliers se sont sensiblement durcis durant la crise et ne se sont pas assouplis de manière significative. Ces restrictions se traduisent notamment par des frais plus élevés, des exigences plus draconiennes en matière de documentation, la nécessité d'un apport initial plus important et des critères d'évaluation plus stricts. De plus, la perspective d'une nouvelle baisse des prix de l'immobilier, et donc d'une diminution de la valeur des garanties, a dissuadé des acheteurs potentiels. Reflétant l'atonie généralisée de la demande, en 2011, les prêts hypothécaires octroyés pour un achat représentaient environ 25 % du niveau enregistré lors du pic atteint en 2003, tandis que le volume des demandes pour ce type de prêts se situait à un tiers environ du pic observé en 2005.

### Les mesures prises par les autorités et considérations à cet égard

Le cercle vicieux de baisses des prix de l'immobilier, entraînant des saisies, et l'offre élevée sur le marché, faisant chuter encore davantage les prix, a conduit les autorités américaines à prendre plusieurs mesures pour enrayer cette spirale.

En septembre 2008, les agences de refinancement hypothécaire (*government-sponsored enterprises* – GSEs) Fannie Mae et Freddie Mac, qui détiennent à elles deux 60 % environ de l'encours des prêts hypothécaires et jouent un rôle important pour favoriser la liquidité du marché de ce type de prêts, ont été placées sous tutelle publique et ont bénéficié d'une injection de capital au vu de la détérioration de leur solvabilité. En 2009 et 2010, le gouvernement a mis en place un dispositif temporaire de crédit d'impôt pour aider financièrement les acheteurs d'un premier bien immobilier et doper les ventes de logements. Le *Home Affordable Modification Program* (HAMP), lancé en 2009, avait pour objectif de modifier les conditions des prêts hypothécaires pour ceux qui se trouvent en situation de défaut de paiement ou qui risquent de l'être, ramenant les mensualités à un niveau abordable. En outre, le *Home Affordable Refinancing Program* (HARP) avait pour but de diminuer les mensualités des ménages ne se trouvant pas en situation de défaut de paiement en les aidant à refinancer leurs prêts et à bénéficier ainsi du bas niveau des taux d'intérêt. On considère que les dispositifs HAMP et HARP n'ont obtenu qu'un succès limité, leur taux d'utilisation ayant été plus faible qu'attendu. Au vu de cela, les deux programmes ont été étendus au cours des derniers mois afin de renforcer leur impact<sup>1</sup>. Début 2012, le gouvernement américain a renforcé les incitations, tant pour les investisseurs que pour les agences de refinancement hypothécaire, à réduire le montant du principal pour les emprunteurs dont les emprunts hypothécaires sont nettement supérieurs à la valeur de leur logement. Cette mesure a pour but d'éviter de nouvelles saisies et d'accélérer le rythme de l'ajustement sur le marché de l'immobilier<sup>2</sup>.

En conclusion, les déséquilibres très importants accumulés sur le marché américain de l'immobilier résidentiel avant la crise ont freiné la reprise économique qui a suivi et, en dépit des différentes mesures prises par les autorités américaines, le marché immobilier demeure atone et le processus d'ajustement est lent. Néanmoins, les données récentes indiquent que le marché du logement se stabilise progressivement et, dans la mesure où le marché du travail continue de s'améliorer aux États-Unis, la demande non satisfaite de logements pourrait finalement favoriser un redressement plus soutenu de l'activité. Les efforts renouvelés des autorités en faveur du secteur de l'immobilier résidentiel pourraient accélérer le rythme de l'ajustement et la reprise qui suivra.

<sup>1</sup> Pour plus de détails sur les différents programmes, cf. [www.makinghomeaffordable.gov](http://www.makinghomeaffordable.gov)

<sup>2</sup> Pour un débat récent sur les politiques relatives au marché américain de l'immobilier résidentiel, cf. *The US Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations*, Système fédéral de réserve des États-Unis, janvier 2012. Cf. également les *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012, chapitre 3, FMI, qui, en citant d'autres études, indiquent que les politiques de restructuration de la dette destinées aux ménages, notamment les réductions d'une partie de la valeur du prêt hypothécaire, peuvent présenter des avantages économiques significatifs pour un coût budgétaire relativement faible.

## JAPON

Au Japon, l'activité économique a continué de laisser entrevoir, dans l'ensemble, un redressement après la pause dans la reprise observée au dernier trimestre 2011. En dépit d'une certaine faiblesse récemment, les indicateurs tirés des enquêtes auprès des chefs d'entreprise ont généralement fait état d'une amélioration au premier trimestre 2012, même si le sentiment était quelque peu différent entre les secteurs manufacturier et non manufacturier. La production industrielle s'est redressée en mars après le déclin enregistré le mois précédent, le taux de croissance trimestriel ressortant à 1,1 % au premier trimestre 2012. Après une reprise relativement modeste au début de l'année, les exportations de biens en volume sont restées stables en mars, la moyenne pour les trois premiers mois de 2012 s'établissant ainsi pratiquement au même niveau que le trimestre précédent. En dépit d'un redressement en mars, les importations de biens en volume au premier trimestre sont restées inférieures, en moyenne, au niveau observé le trimestre précédent. La consommation privée s'est raffermie au cours des derniers mois, tandis que l'investissement public s'est accéléré en liaison avec les efforts de reconstruction.

La hausse annuelle de l'IPC s'est légèrement accentuée en mars, s'établissant à 0,5 % après 0,3 % le mois précédent, en grande partie en raison du renchérissement de l'énergie et de certains facteurs techniques. La hausse annuelle de l'IPC hors produits alimentaires frais s'est également accélérée, passant de 0,1 % en février à 0,2 % en mars, tandis que le taux de variation annuel de l'IPC hors produits alimentaires et énergie s'est maintenu à -0,5 %. Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 27 avril, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangé, dans une fourchette comprise entre 0 % et 0,1 %, son taux objectif de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc. Elle a également annoncé une augmentation significative du montant de son Programme d'achats d'actifs à hauteur de 5 000 milliards de yens ainsi que des modifications de sa composition, notamment un relèvement de 10 000 milliards de yens des achats de bons du Trésor à long terme, une augmentation des achats de fonds négociables en Bourse et de fonds de placement immobilier pour un montant total de 210 milliards de yens ainsi qu'une diminution de 5 000 milliards de yens environ de l'encours maximal des opérations d'injection à taux fixe dans le circuit interbancaire. De plus, la Banque du Japon a également décidé d'étendre les échéances des obligations d'État japonaises acquises dans le cadre du programme, les portant de « un à deux ans » à « un à trois ans ». Le calendrier de mise en œuvre du programme a été prolongé de six mois jusqu'à fin juin 2013.

#### ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, l'activité économique est restée atone. Au premier trimestre 2012, le PIB en volume a reculé de 0,2 % en rythme trimestriel, essentiellement en raison d'une forte contraction de l'activité dans la construction. Toutefois, les données ressortant des enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprise au premier trimestre 2012 ont été relativement positives, alors que la production industrielle et la confiance des consommateurs ont montré des signes de faiblesse. Malgré quelques signes de stabilisation, la situation est demeurée médiocre sur le marché du travail, le taux de chômage se situant à un niveau assez élevé (8,3 % en moyenne sur la période de trois mois prenant fin en février) sur fond de croissance anémique de l'emploi. En ce qui concerne les perspectives, la reprise économique ne se renforcera sans doute que progressivement. En effet, la demande intérieure devrait rester contrainte par le caractère restrictif des conditions d'octroi des crédits, l'ajustement en cours des bilans des ménages et le resserrement important de la politique budgétaire.

La hausse annuelle de l'IPC s'est inscrite à 3,5 % en mars après 3,4 % en février tandis que, hors énergie et produits alimentaires non transformés, elle est restée stable à 2,9 %. L'inflation devrait continuer de ralentir légèrement à court terme. À plus long terme, les perspectives économiques médiocres et l'existence de capacités de production inutilisées devraient contribuer à modérer encore les tensions inflationnistes. Le 5 avril, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a laissé son taux directeur inchangé à 0,5 % et a maintenu l'objectif du programme de rachats d'actifs financés par l'émission de réserves de banque centrale à 325 milliards de livres sterling.

#### CHINE

En Chine, la croissance du PIB en volume a ralenti, ressortant à 8,1 % en glissement annuel au premier trimestre 2012 contre 8,9 % au trimestre précédent. Cette évolution confirme que l'économie chinoise continue de s'inscrire sur une trajectoire d'atterrissage en douceur. Les exportations ont augmenté en mars, mais les conditions extérieures sont restées peu favorables dans l'ensemble au cours des tout premiers mois de l'année. La croissance de la demande intérieure a poursuivi sa décélération progressive. La croissance de la production industrielle s'est encore ralentie en mars, tout en demeurant robuste, à 11,9 % en glissement annuel. La hausse annuelle de l'IPC s'est légèrement renforcée, passant à 3,6 % en mars après 3,2 % en février, en raison d'une augmentation temporaire des prix de l'alimentation. Néanmoins, pour la première fois depuis octobre 2010, le taux d'inflation mesuré par l'IPC est resté, pour le deuxième mois de suite, en deçà de l'objectif de 4 % fixé par les autorités. Les conditions de la liquidité

intérieure se sont détendues en mars, la croissance du crédit et de la masse monétaire s'étant accélérée pour atteindre 15,7 % et 13,4 %, respectivement, en rythme annuel. Le mouvement d'appréciation du renminbi par rapport au dollar s'est interrompu au cours des derniers mois. Afin de permettre une plus grande volatilité du taux de change, les autorités monétaires ont élargi la marge de fluctuation de la monnaie chinoise vis-à-vis du dollar, portée de 0,5 % à 1 %.

## 1.2 MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Les cours du pétrole ont reculé en avril. Le 2 mai, le cours du *Brent* se situait à 119,5 dollars le baril, soit un niveau inférieur de 3 % à celui de début avril mais qui reste supérieur de 11,1 % à celui du début de l'année (cf. graphique 4). Les intervenants de marché s'attendent à une baisse des cours du pétrole à moyen terme, les contrats à terme décembre 2013 se négociant à 109,2 dollars le baril.

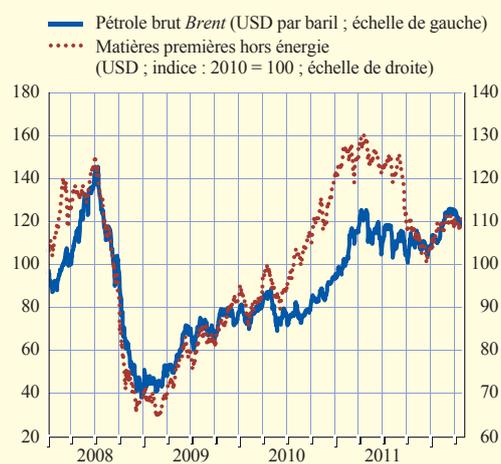
La baisse observée récemment est le résultat d'une combinaison de facteurs. En premier lieu, les intervenants de marché se sont montrés inquiets des perspectives économiques mondiales, avec la publication récente de données macroéconomiques contrastées dans plusieurs grandes économies. Ensuite, le rapport de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) sur le marché du pétrole a fait état, pour le premier trimestre de l'année, des premiers signes d'une détente des fondamentaux du marché depuis plus de deux ans. Cette évolution s'explique principalement par la forte croissance de l'offre des pays de l'OPEP face à une relative atonie de la demande de pétrole, alors que l'offre émanant des pays n'appartenant pas à l'OPEP a été plus mitigée. Enfin, la spéculation du marché sur un possible déblocage des stocks stratégiques ainsi que les assurances fournies par l'Arabie saoudite quant à une stabilité des approvisionnements ont permis au marché d'être plus optimiste s'agissant de la capacité des fournisseurs à compenser sans difficulté une diminution future des exportations de brut iranien.

Dans l'ensemble, les cours des matières premières hors pétrole ont été stables en avril. Si les inquiétudes au sujet de la croissance mondiale ont pesé sur les cours des métaux, les cours des produits alimentaires ont globalement augmenté sous l'effet d'un nouveau renchérissement prononcé, induit par l'offre, des oléagineux et de leurs dérivés. En revanche, les prix des céréales ainsi que des boissons, du sucre et du tabac ont encore baissé. Fin avril, l'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) se situait 6,5 % au-dessus de son niveau du début de l'année.

## 1.3 TAUX DE CHANGE

Entre fin janvier et début mai 2012, le taux de change effectif de l'euro est resté globalement stable dans un contexte de baisse régulière de la volatilité. Le 2 mai, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, se situait à un niveau proche de celui constaté fin janvier 2012 et 4,4 % au-dessous de sa moyenne de 2011 (cf. graphique 5).

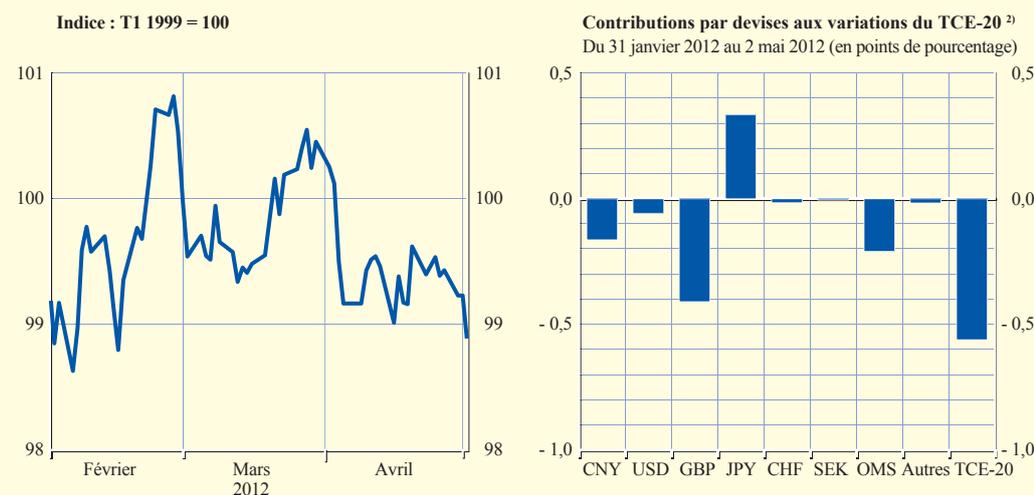
Graphique 4 Principales évolutions des prix des matières premières



Sources : Bloomberg et HWWI

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

(données quotidiennes)



Source : BCE

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

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

En termes bilatéraux, au cours des trois derniers mois, l'euro a été globalement stable vis-à-vis des principales devises. Entre le 31 janvier et le 2 mai 2012, l'euro s'est déprécié de 0,3 % par rapport au dollar, dans un contexte de fluctuations traduisant les variations du sentiment du marché à l'égard des évolutions sur certains marchés de la dette souveraine de la zone euro. L'euro s'est aussi légèrement déprécié contre le franc suisse et le renminbi chinois. Sur cette même période, l'euro s'est déprécié plus sensiblement vis-à-vis de la livre sterling (de 2,8 %), mais il s'est fortement apprécié contre le yen japonais (de 4,7 %), les autorités nippones restant résolues à contenir l'appréciation de leur monnaie. S'agissant des autres devises européennes, l'euro s'est globalement déprécié au cours de la période sous revue, notamment par rapport à la couronne tchèque, au zloty polonais et au forint hongrois (cf. tableau 1). La volatilité

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

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

	Pondération dans le TCE-20	Valeur au 2 mai 2012	Appréciation (+)/dépréciation (-) de l'euro au 2 mai 2012		
			depuis le :		comparé à :
			31 janvier 2012	3 janvier 2011	moyenne 2011
Yuan renminbi chinois	18,8	8,240	- 0,9	- 6,3	- 8,4
Dollar des États-Unis	16,9	1,313	- 0,3	- 1,6	- 5,7
Livre sterling	14,9	0,812	- 2,8	- 5,7	- 2,3
Yen japonais	7,2	105,3	4,7	- 3,1	- 5,1
Franc suisse	6,5	1,202	- 0,2	- 3,6	- 2,5
Zloty polonais	6,2	4,169	- 1,3	5,3	1,2
Couronne tchèque	5,0	24,90	- 1,1	- 0,7	1,3
Couronne suédoise	4,7	8,888	- 0,1	- 0,5	- 1,6
Won sud-coréen	3,9	1,484	0,4	- 1,1	- 3,7
Forint hongrois	3,2	283,5	- 3,5	1,8	1,5
TCEN <sup>2)</sup>		98,9	- 0,6	- 2,7	- 4,4

Source : BCE

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

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

de marché, mesurée par les prix des options de change, a continué de diminuer depuis fin janvier et se situe actuellement en dessous de ses niveaux moyens de long terme pour la plupart des paires de devises.

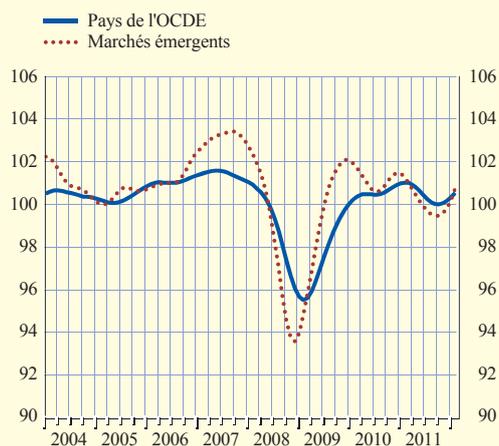
Entre le 31 janvier et le 2 mai 2012, les devises qui participent au MCE II sont restées globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches. Le lats letton s'est échangé dans la partie haute de sa marge de fluctuation unilatérale de +/- 1 %.

#### I.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

Les indicateurs avancés laissent augurer d'une poursuite du redressement de la dynamique de la croissance économique mondiale. L'indicateur composite avancé de l'OCDE, censé anticiper les points de retournement de l'activité par rapport à la tendance, a continué de progresser régulièrement au cours des derniers mois. En février, l'indicateur relatif à la zone OCDE se situait au-dessus de sa moyenne de long terme, soutenu par la relative robustesse des résultats concernant les États-Unis et le Japon. Parmi les économies émergentes, les indicateurs ont également fait état de signaux plus positifs que le mois précédent. En dépit de l'incertitude entourant les perspectives mondiales, les risques pesant sur les perspectives d'évolution de l'environnement extérieur de la zone euro demeurent dans l'ensemble équilibrés. Les risques à la baisse sont liés principalement aux déséquilibres qui continuent d'affecter plusieurs grandes économies ainsi qu'au renchérissement des matières premières. En revanche, la reprise pourrait également s'avérer plus soutenue qu'on ne l'anticipe actuellement.

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

(données mensuelles corrigées des amplitudes)



Source : OCDE

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

## 2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

### 2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

Le rythme d'expansion sous-jacent de la masse monétaire et du crédit est resté modéré en mars 2012, en dépit d'une entrée importante enregistrée par l'agrégat monétaire large au premier trimestre de l'année. Du côté des contreparties, l'achat de titres par les IFM de la zone euro a entraîné une forte augmentation des principaux actifs qu'elles détiennent au premier trimestre 2012, tandis que la croissance annuelle des prêts au secteur privé non financier s'est légèrement ralentie. Les évolutions observées au premier trimestre de l'année confortent le diagnostic d'une atténuation des pressions en faveur du désendettement des banques, de sorte que le risque d'un processus brutal et désordonné de réduction du levier d'endettement s'est considérablement réduit. Néanmoins, il faudra du temps pour que les effets positifs des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans sur l'offre de prêts consentis au secteur privé non financier se fassent pleinement sentir. Cela dépend d'un certain nombre de déterminants, notamment du redressement de la demande de prêts et de la poursuite des efforts requis par les nécessaires ajustements de bilan au sein de la zone euro.

#### AGRÉGAT LARGE M3

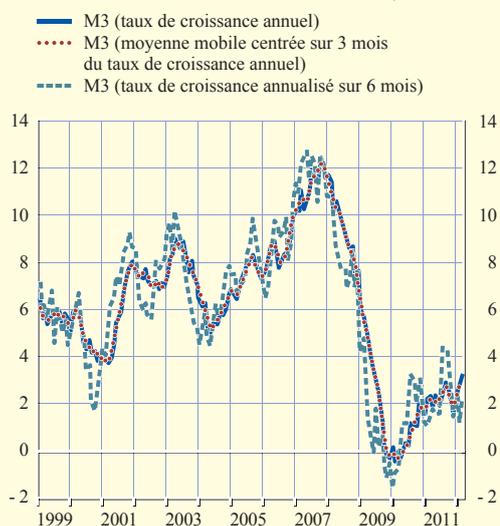
Le taux de croissance annuel de M3 a de nouveau augmenté en mars 2012, ressortant à 3,2 %, contre 2,8 % en février (cf. graphique 7). Cette évolution reflète une progression mensuelle substantielle de l'agrégat large pour le troisième mois consécutif (0,6 % en mars) qui a porté le taux de croissance annualisé sur trois mois à 7,8 %. La contribution des opérations interbancaires garanties effectuées via les contreparties centrales a été négative en mars, atténuant légèrement la croissance mensuelle de M3 (de 0,2 point de pourcentage). Cela étant, le taux de croissance annuel de M3 corrigé de l'incidence des opérations effectuées par l'intermédiaire des contreparties centrales a augmenté dans les mêmes proportions en mars, ressortant à 2,9 %, après 2,5 % en février, en raison d'effets de base.

L'accentuation de la croissance monétaire a concerné l'ensemble des composantes et des secteurs. Les trois principales composantes ont enregistré d'importantes entrées mensuelles. Du point de vue sectoriel, l'augmentation des dépôts détenus par les ménages a continué de contribuer à la progression de M3. L'augmentation de ces dépôts reflète les efforts consentis par les établissements de crédit pour favoriser un financement stable par les dépôts en offrant une rémunération intéressante pour les dépôts à court terme.

Du côté des contreparties, le renforcement de la croissance monétaire en mars a continué de refléter les achats d'obligations d'État réalisés par les IFM ainsi que la réduction de leurs engagements financiers à long terme. Parallèlement, le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (corrigés des cessions de prêts et de l'activité de titrisation) est demeuré inchangé à un faible niveau (1,2 %). Le flux mensuel des prêts des IFM au secteur privé non financier a été légèrement positif, masquant cependant des remboursements nets de prêts des IFM aux sociétés non financières. La position extérieure nette des IFM a contribué de façon négative à la croissance annuelle de M3 en mars, alors qu'elle avait apporté une contribution positive au cours des douze mois précédents.

Graphique 7 Croissance de M3

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



Source : BCE

Dans l'ensemble, les données jusqu'en mars continuent d'indiquer que les deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans ont considérablement atténué les pressions en faveur du désendettement des banques, notamment celles résultant de conditions de financement difficiles. Il faut cependant du temps pour que l'incidence de ces mesures se traduise par une hausse des prêts des IFM au secteur privé, ce qui nécessite également un redressement de la demande de prêts ainsi que la poursuite des efforts requis par les nécessaires ajustements de bilan dans la zone euro.

Le volume des principaux actifs détenus par les IFM de la zone euro a fortement augmenté en mars, pour le troisième mois consécutif, en raison des fonds obtenus à la faveur de la deuxième opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans réalisée fin février. Cette évolution reflète pour l'essentiel une hausse des avoirs extérieurs, ainsi que de nouveaux achats de titres de créance émis par les administrations publiques et par les IFM. Parallèlement, l'excédent de liquidité de banque centrale a incité les IFM à réduire de façon notable les prêts qu'elles se consentent entre elles. L'encadré 2 examine la relation entre la liquidité de banque centrale, la monnaie au sens large, le crédit et l'inflation.

#### Encadré 2

##### LA RELATION ENTRE BASE MONÉTAIRE, MONNAIE AU SENS LARGE ET LES RISQUES POUR LA STABILITÉ DES PRIX

Dans une perspective de moyen et long terme, l'inflation et les agrégats monétaires larges évoluent en parallèle. Cette relation se vérifie dans le temps ainsi que pour différents pays et divers régimes de politique monétaire : elle est profondément « imbriquée » dans la structure même de l'économie. Les données empiriques confirment l'existence de cette relation dans la zone euro. Elles confortent le rôle prépondérant que la stratégie de politique monétaire de la BCE assigne à la monnaie au sens large.

Les réponses apportées par l'ensemble des grandes banques centrales à la crise financière ont consisté notamment à mettre en œuvre des mesures non conventionnelles de politique monétaire. En particulier, après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, le volume des opérations de politique monétaire effectuées par l'Eurosystème, la Banque d'Angleterre et le Système fédéral de réserve a augmenté (cf. graphique A). Cependant, l'ampleur et l'échelonnement dans le temps de cette hausse n'ont pas été identiques, reflétant les spécificités du cadre opérationnel des banques centrales concernées ainsi que leurs évaluations différentes quant à l'incidence sur l'économie des tensions observées sur les marchés financiers. Dans la zone euro, le volume des opérations de politique monétaire s'est nettement accru au second semestre 2011, principalement sous l'effet d'une demande plus forte dans le cadre de ses opérations d'apport de liquidité, comme en témoignent notamment les deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans effectuées en décembre 2011 et en février 2012. Le présent encadré examine si une hausse significative de l'apport de liquidité par l'Eurosystème peut entraîner des conséquences pour la croissance de la monnaie au sens large et du crédit et donc, en définitive, accentuer les risques pour la stabilité des prix à moyen et long terme.

Cet encadré s'articule autour de deux questions principales, consistant à savoir si une forte augmentation de la liquidité de banque centrale :

- (a) implique nécessairement une croissance rapide de la monnaie au sens large et du crédit ;
- (b) est susceptible de créer des tensions inflationnistes sans accroissement correspondant de la monnaie au sens large et du crédit.

**(a) Une forte augmentation de la liquidité de banque centrale implique-t-elle nécessairement une croissance rapide de la monnaie au sens large et du crédit ?**

La forte augmentation des prêts accordés par l'Eurosystème aux établissements de crédit de la zone euro s'est traduite par un accroissement significatif de la base monétaire (cf. graphique B). La base monétaire est constituée des billets et pièces en circulation, des dépôts que les établissements de crédit sont tenus de conserver auprès de l'Eurosystème afin de remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves (réserves de banque centrale obligatoires) et les dépôts hautement liquides et supérieurs au niveau des réserves de banque centrale obligatoires que les établissements de crédit détiennent auprès de l'Eurosystème (excédent de réserves de banque centrale et recours à la facilité de dépôt), qui peuvent être considérés comme un « excédent de liquidité de banque centrale ». L'accroissement de la base monétaire est essentiellement attribuable à une augmentation de l'excédent de liquidité de banque centrale détenu par certains établissements de crédit de la zone euro.

L'existence d'un important excédent de liquidité de banque centrale n'implique pas nécessairement, en soi, une accélération de la progression des concours des IFM au secteur privé. Si la capacité des établissements de crédit à octroyer des prêts était limitée par leurs avoirs en réserves de banque centrale, l'assouplissement de cette contrainte se traduirait mécaniquement par une augmentation de l'offre de crédit. Or, l'Eurosystème, en tant que détenteur du monopole de la fourniture de réserves de banque centrale dans la zone euro, procure toujours au système bancaire la liquidité qui lui est nécessaire pour respecter ses obligations en matière de constitution de réserves. De fait, les réserves obligatoires de la BCE revêtent un caractère rétrospectif, dans la mesure où elles dépendent de l'encours des dépôts (et des autres engagements des établissements de crédit) assujettis à la constitution de réserves tel qu'observé durant la période précédente, et donc après prise en compte des crédits consentis par les banques à leurs clients <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> L'ensemble des engagements des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires coïncide dans une large mesure avec les engagements inclus dans l'agrégat monétaire large M3 et comprend les dépôts à vue, les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à deux ans et les titres de créance émis par les IFM d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

**Graphique A Expansion des bilans de l'Eurosystème, de la Banque d'Angleterre et du Système fédéral de réserve**

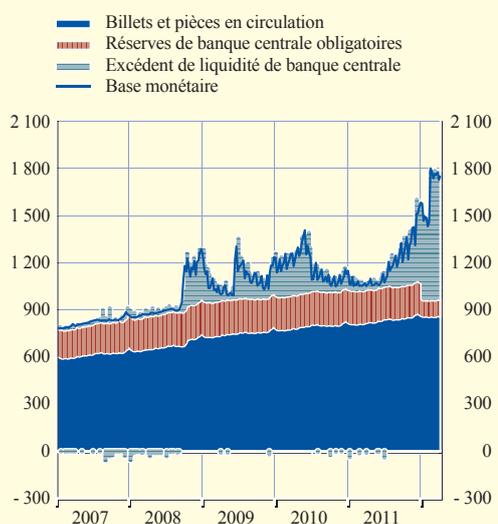
(indice : janvier 2007=100)



Sources : Système fédéral de réserve, Banque d'Angleterre et BCE  
Note : La mesure des bilans suit celle utilisée dans le graphique 9 de l'article intitulé *Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression* du Bulletin mensuel de juillet 2011.

**Graphique B Base monétaire dans la zone euro**

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Dans le contexte actuel de dysfonctionnement des marchés monétaires, l'Eurosystème fournit à chaque contrepartie des réserves de banque centrale, de manière élastique contre remise de garanties adéquates par le biais d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ainsi, chaque contrepartie est en mesure de répondre à ses obligations en matière de réserves et de satisfaire tout besoin supplémentaire de liquidité. Lorsque les marchés interbancaires fonctionnent normalement, l'Eurosystème fournit toujours les réserves de banque centrale dont les banques ont globalement besoin et qu'elles se prêtent ensuite entre elles, assurant ainsi leur redistribution en tant que de besoin au sein du système bancaire. L'Eurosystème répond ainsi de manière efficace et à tout moment à la demande globale de réserves de banque centrale, et cherche à influencer sur les conditions de financement au sein de l'économie grâce au pilotage des taux d'intérêt à court terme<sup>2</sup>.

En résumé, les avoirs en réserves de banque centrale ne sont donc pas un facteur limitatif de l'offre de crédit pour le secteur bancaire dans son ensemble. En fin de compte, la croissance du crédit bancaire dépend d'un ensemble de facteurs qui déterminent la demande de crédit ainsi que d'autres facteurs liés à l'offre de crédit. Les facteurs liés à la demande ont trait notamment aux coûts d'emprunt et aux perspectives en matière de revenu. Les facteurs liés à l'offre de crédit sont le rendement corrigé du risque des prêts, le niveau des fonds propres de la banque, son attitude à l'égard du risque, le coût du financement et le risque de liquidité (y compris de refinancement). Le risque de liquidité fait référence au risque qu'un établissement de crédit ne possède pas les ressources financières suffisantes pour honorer ses engagements à l'échéance, ou qu'il ne puisse se les procurer qu'à un coût excessif. Les prêts consentis aux clients contribuent au risque de liquidité dans la mesure où, après avoir été versés, ils peuvent engendrer des obligations de paiement pour le compte des clients.

Dans un contexte marqué par des tensions sur les marchés financiers, certaines banques ayant des difficultés à accéder aux marchés empruntent des réserves de banque centrale supplémentaires pour être sûres de pouvoir honorer leurs obligations de paiement futures, par exemple, face à d'importants remboursements imminents d'obligations. Si la banque centrale ne répondait pas à cette demande, de nombreux établissements de crédit seraient fortement incités à réduire leurs prêts aussi rapidement que possible et à céder d'autres actifs. Pour ces banques, par conséquent, l'apport de liquidité est censé contribuer à éviter une forte contraction du crédit et à rétablir des conditions d'offre de crédit ordonnées.

Dans la situation actuelle de la zone euro, les réserves de banque centrale bénéficient finalement à un sous-ensemble de banques, qui reçoivent davantage de paiements qu'elles n'en font. Sur une période représentative à la mi-mars 2012, le graphique C montre, sur l'axe des ordonnées, le pourcentage du total des emprunts auprès de l'Eurosystème qui ont été redéposés auprès de ce dernier par les mêmes contreparties. Celui-ci est relié, sur l'axe des abscisses, à la proportion du recours total à la facilité

#### Graphique C Distribution en données cumulées des placements dans la facilité de dépôt et dans les opérations de retrait de liquidité

(en pourcentage, mi-mars 2012)

Axe des abscisses : part cumulée de la facilité de dépôt et des opérations de retrait de liquidité

Axe des ordonnées : part du total des emprunts auprès de l'Eurosystème placée dans la facilité de dépôt et dans les opérations de retrait de la liquidité par la contrepartie emprunteuse



Source : Calculs de la BCE

<sup>2</sup> Cf. également l'article intitulé *L'offre de monnaie : le comportement des banques et ses implications pour l'analyse monétaire* du Bulletin mensuel d'octobre 2011

de dépôt et aux opérations de retrait de liquidité que représentent les contreparties concernées, en données cumulées. D'après le graphique C, les établissements de crédit ayant recouru de manière significative à la facilité de dépôt et aux opérations de retrait de liquidité n'ont pas, pour l'essentiel, obtenu ces réserves en effectuant des emprunts auprès de l'Eurosystème. En effet, près de 40 % du recours total à la facilité de dépôt et aux opérations de retrait de la liquidité est imputable aux contreparties n'ayant pas effectué d'emprunt auprès de l'Eurosystème. Ce constat indique une segmentation entre un groupe d'établissements de crédit qui fait appel aux opérations de refinancement de l'Eurosystème et un autre groupe qui détient, au final, l'excédent de liquidité de banque centrale.

D'une manière générale, les établissements de crédit n'ont pas la possibilité d'éliminer l'excédent de liquidité de banque centrale, dans la mesure où ils ne peuvent consentir de prêts, en tant que tels, au secteur détenteur de monnaie sur la part des dépôts détenus auprès de la banque centrale.

À l'échelle des établissements de crédit, les prêts au secteur privé ne réduiront pas de façon mécanique l'excédent de liquidité de banque centrale. Alors que l'octroi de prêts à l'économie devrait, en principe, créer des dépôts assujettis aux obligations en matière de réserves, cette approche pour réduire l'excédent de liquidité de banque centrale s'inscrit néanmoins sur une très longue durée<sup>3</sup>. Point important, l'excédent de liquidité de banque centrale n'altère pas, en soi, la demande de prêts ni la capacité des banques à encourir un risque de crédit. En outre, s'agissant des établissements de crédit détenant un excédent de liquidité de banque centrale, le risque de liquidité n'a pas été au départ un facteur contraignant dans leurs décisions d'octroyer des crédits à l'économie.

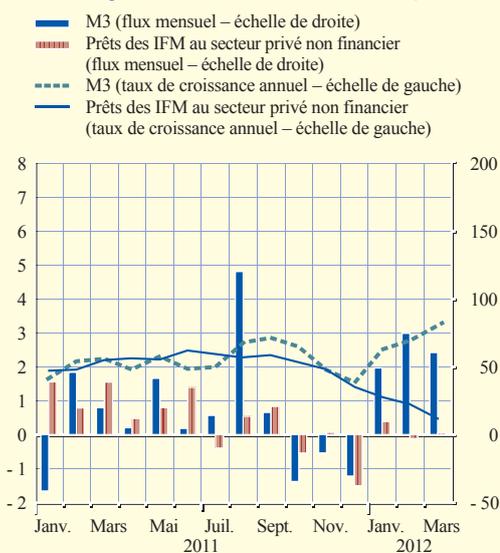
En résumé, dans les circonstances actuelles, l'expansion de la base monétaire est une condition nécessaire pour éviter une forte diminution des agrégats monétaires larges, mais elle n'aboutit pas en soi mécaniquement à une progression des avoirs monétaires au-delà du niveau qui existerait en l'absence de tensions sur la liquidité. En effet, l'accroissement significatif de la base monétaire qui a fait suite aux deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans a joué un rôle essentiel dans l'interruption de la forte contraction de la monnaie au sens large et du crédit observée dans la zone euro au cours des trois derniers mois de 2011 (cf. graphique D). Parallèlement, la croissance de la monnaie au sens large et, en particulier, des concours au secteur privé non financier demeure faible, n'indiquant donc pas d'expansion monétaire excessive.

### (b) Une forte augmentation de la liquidité de banque centrale peut-elle créer des tensions inflationnistes sans hausse correspondante de l'agrégat monétaire large et du crédit ?

Les banques qui disposent de réserves de banque centrale qu'elles ne souhaitent pas conserver, leur rendement corrigé du risque étant bas, peuvent tenter de faire l'acquisition d'actifs à plus haut rendement en consentant des crédits également. Cette attitude a deux effets interdépendants. Premièrement,

#### Graphique D M3 et prêts des IFM au secteur privé non financier dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; montants en milliards d'euros ; données corrigées des effets saisonniers et de calendrier)



Source : BCE

<sup>3</sup> La lenteur de la réduction de l'excédent de liquidité de banque centrale est due au fait qu'une augmentation de 100 euros des dépôts induit une augmentation de 1 euro des réserves obligatoires (le taux de réserves étant actuellement de 1 %).

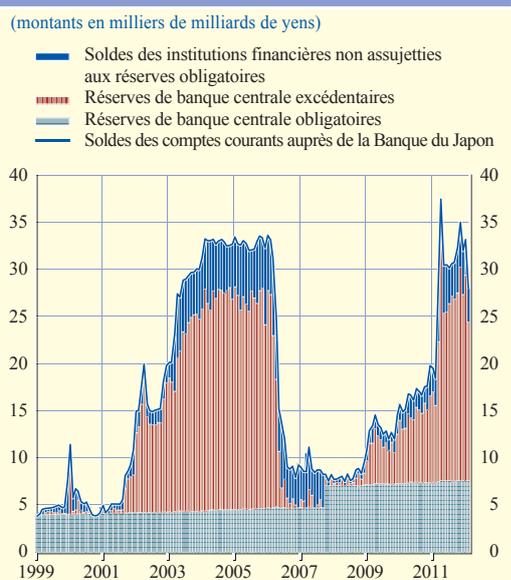
la demande d'actifs entraîne une stabilisation de leur valorisation et améliore les conditions de financement pour les émetteurs. Deuxièmement, tous les intervenants de marché tendent à tirer profit de l'amélioration de la valorisation de leurs portefeuilles et d'un environnement plus favorable en termes de risques.

Dans la mesure où ces acquisitions d'actifs ont lieu, elles se reflètent sur l'agrégat monétaire large et les agrégats de crédit. Cela se produit lorsque les banques paient les actifs acquis auprès du secteur détenteur de monnaie ou accordent des crédits à ce secteur, ou quand les États dépensent les fonds reçus grâce à l'émission des titres. De plus, en influençant les rendements relatifs et les prix des actifs, le rééquilibrage des portefeuilles affecte également les évolutions monétaires. Dans le même temps, un rééquilibrage pourrait contribuer à influencer les décisions d'investissement et de consommation. Globalement, au fur et à mesure que ces effets plus larges se matérialisent, ils seraient correctement pris en compte par la stratégie de politique monétaire à deux piliers de la BCE.

Les deux épisodes d'excédents importants de liquidités de banque centrale observés au Japon de 2001 à mi-2006, puis, plus récemment, depuis mars 2011, illustrent la valeur des arguments présentés dans cet encadré. L'adoption d'un cadre d'assouplissement monétaire par la Banque du Japon en 2001 a entraîné une forte augmentation des excédents de réserves de banque centrale (cf. graphique E)<sup>4</sup>. Cette hausse s'est accompagnée d'une réduction ramenant à zéro les taux directeurs de la Banque du Japon et a mis fin au ralentissement de la croissance de l'agrégat monétaire large. Malgré l'augmentation des excédents de réserves de banque centrale en 2001, aucune accélération marquée n'a été observée ni pour

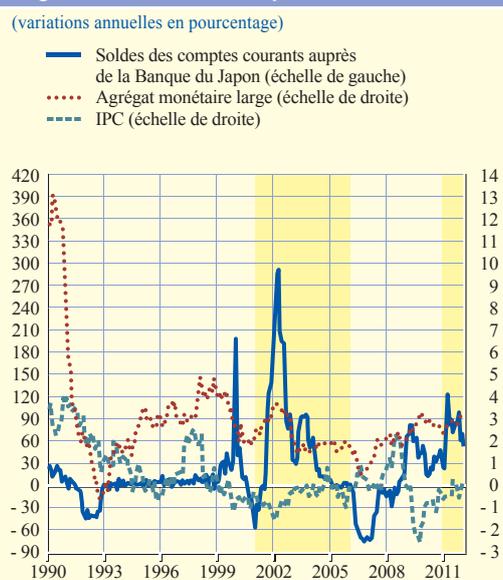
4 Pour une description du contexte économique qui a finalement nécessité l'adoption de ce cadre d'assouplissement monétaire, cf. l'article intitulé *Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix* dans la présente édition du *Bulletin mensuel*

**Graphique E Soldes des comptes courants auprès de la Banque du Japon**



Sources : BRI et estimations de la BCE

**Graphique F Soldes des comptes courants auprès de la Banque du Japon, agrégat monétaire large et inflation mesurée par l'IPC**



Source : BRI  
 Notes :  
 1) Les épisodes d'excédents de réserves sont indiqués par les zones ombrées.  
 2) L'agrégat monétaire large est constitué par la somme de M2 et des certificats de dépôt jusqu'à l'interruption de cette série fin 2007, puis par M2.

la croissance de l'agrégat monétaire large ni pour l'inflation, qui sont demeurées à de très bas niveaux (cf. graphique F). En 2006, en l'espace de quelques mois, la Banque du Japon a réussi à réabsorber l'important excédent de réserves de banque centrale et à rétablir des conditions de liquidité équilibrées en ne renouvelant pas les opérations d'apport de liquidité à court terme. Après l'effondrement de Lehman Brothers, les banques japonaises ont à nouveau été approvisionnées en réserves de banque centrale en quantité supérieure aux montants nécessaires. Le deuxième épisode d'excédents significatifs en réserves de banque centrale détenues par le système bancaire japonais ne s'est toutefois produit qu'après le séisme qui a ravagé le nord-est du pays en mars 2011. Pour cet épisode également, il n'y a jusqu'à présent pas eu de signes d'une accélération significative de la croissance de l'agrégat monétaire large ou de l'inflation. Tandis que le premier épisode était spécifiquement japonais, les excédents de réserves de banque centrale au cours de la période actuelle sont un phénomène généralement observé dans les économies avancées. À cet égard, il convient d'être prudent quant aux conclusions à tirer du premier épisode japonais d'excédent de réserves de banque centrale pour l'épisode actuel, tant au Japon que dans les autres économies avancées.

### Conclusions

L'augmentation significative de l'excédent de liquidité de banque centrale dans la zone euro a été nécessaire pour contrebalancer l'effet contractif des fortes tensions sur la liquidité pour les bilans des banques, qui à défaut aurait entraîné des ventes d'actifs précipitées et un resserrement du crédit susceptible d'avoir de graves conséquences pour l'économie réelle.

En principe, les efforts des banques pour se délester d'un excédent de liquidité non souhaité (ce qui, par nature, ne peut être réalisé à l'échelle agrégée) soutiendront les prix des actifs et l'octroi de crédits mais, dans un contexte de stabilisation de l'activité économique à un bas niveau, il est hautement improbable qu'il en résulte une hausse des prix à la consommation. En tout état de cause, les signes d'une montée des tensions inflationnistes seraient anticipés par une croissance plus rapide de la monnaie et du crédit, une situation que la BCE est bien armée pour détecter et traiter grâce à sa stratégie à deux piliers. Plus généralement, la BCE continuera d'utiliser la panoplie complète des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire disponibles pour s'assurer que l'orientation de sa politique monétaire est compatible avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro.

### PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

Le taux de croissance annuel de M3 s'est encore renforcé en mars, reflétant d'importantes entrées pour l'ensemble de ses principales composantes. L'entrée mensuelle la plus importante a été enregistrée par M1, reflétant des réaménagements de portefeuille et le transfert de fonds de l'administration centrale vers le secteur détenteur de monnaie dans un État membre de la zone euro. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) ont continué d'enregistrer des flux mensuels positifs, sous l'effet de considérations de portefeuille dans un contexte de tentatives des établissements de crédit de favoriser les dépôts stables en offrant des taux d'intérêt attractifs.

Le taux de croissance annuel de M1 s'est de nouveau inscrit en hausse en mars, à 2,7 %, après 2,5 % le mois précédent. Cette évolution résulte essentiellement des arbitrages en faveur des dépôts à vue et au détriment des pensions auxquels ont procédé les intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (AIF). En outre, les entités de l'administration publique autres que l'administration centrale d'un État membre de la zone euro ont accru leurs dépôts à vue, bénéficiant de transferts du secteur de l'administration centrale.

Le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue a augmenté, ressortant à 3,3 % en mars, après 3,1 % en février, reflétant toujours une légère hausse des taux de croissance annuels de ses deux sous-composantes. Comme cela a pu être observé depuis le début de l'année, les autres dépôts à court terme ont continué de bénéficier, dans certains pays, d'une réallocation de fonds des ménages en faveur d'instruments monétaires offrant une rémunération plus élevée.

Le taux de croissance annuel des instruments négociables (M3-M2) s'est nettement accentué, passant à 5,1 % en mars après 2,8 % le mois précédent. Cette hausse masque cependant des évolutions divergentes de ses différentes sous-composantes. Si les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance à court terme émis par les IFM (titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans) ont donné lieu à d'importants flux mensuels positifs, les pensions ont enregistré des sorties notables. S'agissant de ces dernières, près de la moitié du flux mensuel négatif résulte de pensions tripartites réalisées par l'intermédiaire de contreparties centrales. En revanche, les titres de créance à court terme émis par les IFM ont enregistré un important flux mensuel en mars, en raison probablement d'effets de substitution avec les titres de créance à long terme émis par ces mêmes institutions. En outre, cette évolution reflète aussi probablement une hausse de la demande de titres de ce type de la part des OPCVM, sous l'effet en partie de l'incidence de la nouvelle définition des OPCVM monétaires de l'Eurosystème. Celle-ci a entraîné une augmentation du nombre d'OPCVM (c'est-à-dire des organismes appartenant au secteur détenteur de monnaie) procédant à des achats d'obligations à court terme<sup>1</sup>.

Le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3, qui recouvrent les dépôts à court terme et les pensions et représentent l'agrégat monétaire le plus large pour lequel une ventilation sectorielle est rapidement disponible, a progressé pour s'inscrire à 2,8 % en mars, après 2,5 % en février. L'entrée mensuelle a résulté de flux positifs dans les secteurs des ménages et des autres administrations publiques, compensant et au-delà les retraits de dépôts détenus par les intermédiaires financiers non monétaires. En conséquence, le taux de croissance annuel des dépôts de M3 détenus par les ménages et les autres administrations publiques a atteint en mars, respectivement, 2,2 % (après 2,0 % en février) et 15,0 % (au lieu de 9,0 % en février). Les dépôts de M3 détenus par les sociétés non financières sont demeurés pratiquement inchangés, leur taux de croissance annuel revenant donc à 0,0 %, après 0,4 % en février.

#### PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

En ce qui concerne les contreparties de M3, le taux de croissance annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a augmenté en mars, ressortant à 1,8 %, après 1,4 % en février (cf. tableau 2). Cette hausse résulte presque entièrement d'une progression des créances sur les administrations publiques, dont le taux de croissance annuel a atteint 7,3 % en mars après 5,6 % en février. Celui des concours au secteur privé est demeuré globalement inchangé à 0,5 %.

Le taux de croissance annuel des prêts aux administrations publiques a continué de se renforcer sous l'effet des importants achats nets mensuels de titres émis par les administrations publiques de la zone euro auxquels ont procédé les IFM autres que l'Eurosystème. En données désaisonnalisées, ces achats ont représenté au total 38 milliards d'euros en mars, après 47 milliards en février et 57 milliards en janvier. Néanmoins, les flux constatés en mars pour cet instrument ont été partiellement atténués par la participation des IFM de la zone euro au plan de restructuration de la dette de la République hellénique. L'incidence négative sur les flux enregistrés par les portefeuilles des IFM en titres émis par les administrations publiques résulte du fait que cet exercice a consisté notamment à échanger une partie des titres de créance des administrations publiques grecques contre des instruments de dette émis par le Fonds européen de stabilité financière (FESF), classé dans le secteur des AIF. La stabilisation en mars du taux de croissance annuel des concours

<sup>1</sup> Pour de plus amples détails concernant la modification par la BCE de la définition des OPCVM monétaires, cf. l'encadré intitulé *Nouvelle définition statistique des OPCVM monétaires de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2012

Tableau 2 Tableau synthétique des variables monétaires

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

	Encours en pourcentage de M3 <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2011 T2	2011 T3	2011 T4	2012 T1	2012 Fév.	2012 Mars
<b>M1</b>	<b>49,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Billets et pièces en circulation	8,6	4,2	4,5	6,2	6,1	6,2	5,5
Dépôts à vue	40,5	1,1	0,8	1,0	1,4	1,7	2,1
<b>M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)</b>	<b>39,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	19,3	2,3	3,1	2,0	3,5	4,0	4,1
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	20,0	4,5	3,7	2,5	2,1	2,3	2,4
<b>M2</b>	<b>88,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
<b>M3 – M2 (= instruments négociables)</b>	<b>11,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Créances sur les résidents de la zone euro</b>		<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>
Créances sur les administrations publiques		6,4	5,2	1,4	5,1	5,6	7,3
Prêts aux administrations publiques		10,7	7,0	-2,2	-4,7	-5,0	-4,4
Créances sur le secteur privé		2,3	1,8	1,4	0,6	0,4	0,5
Prêts au secteur privé		2,6	2,5	2,1	0,9	0,8	0,6
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>		2,9	2,7	2,3	1,3	1,2	1,2
<b>Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)</b>		<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,0</b>

Source : BCE

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

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

au secteur privé a reflété un flux mensuel légèrement positif, résultant d'un flux mensuel important au titre des actions et autres participations, contrebalancé dans une large mesure par des remboursements nets de prêts au secteur privé et des flux négatifs enregistrés sur les titres autres que des actions.

Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé en données corrigées des cessions et de la titrisation est demeuré inchangé à 1,2 % en mars, en dépit de remboursements nets mensuels de faible montant (7 milliards d'euros), principalement concentrés sur les prêts aux AIF. Les prêts au secteur privé non financier ont enregistré un flux mensuel légèrement positif.

La progression annuelle des prêts des IFM aux sociétés non financières, en données corrigées des cessions et de la titrisation, a continué de se modérer en mars (ressortant à 0,5 %, après 0,7 % en février) sous l'effet

Tableau 3 Prêts des IFM au secteur privé

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

	Encours en pourcentage du total <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2011 T2	2011 T3	2011 T4	2012 T1	2012 Fév.	2012 Mars
<b>Sociétés non financières</b>	<b>42,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>
Corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>	–	1,9	2,3	2,1	0,9	0,7	0,5
≤ à 1 an	24,2	1,5	4,1	3,8	0,5	0,1	-0,4
> à 1 an et ≤ à 5 ans	18,1	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-3,2	-2,8
> à 5 ans	57,8	2,2	2,1	2,3	2,0	2,0	1,7
<b>Ménages <sup>3)</sup></b>	<b>46,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>
Corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>	–	3,0	2,7	2,3	1,9	1,8	1,7
Crédits à la consommation <sup>4)</sup>	11,9	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,8	-2,0
Prêts au logement <sup>4)</sup>	72,3	4,4	4,0	3,0	1,8	1,8	1,1
Autres prêts	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,8	0,7
<b>Sociétés d'assurance et fonds de pension</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Autres intermédiaires financiers non monétaires</b>	<b>10,3</b>	<b>6,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>

Source : BCE

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

1) 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.

d'un flux mensuel légèrement négatif. Les sorties modérées constatées en mars ont été concentrées sur les prêts à court terme (c'est-à-dire d'une durée inférieure ou égale à un an), tandis que les flux au titre des prêts à moyen et long termes ont été proches de zéro. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux ménages, en données corrigées des cessions et de la titrisation, a été légèrement moins élevé que le mois précédent (1,7 % en mars, après 1,8 % en février). Le flux mensuel enregistré par cette catégorie de prêts a été globalement positif, les flux légèrement positifs au titre des prêts au logement ayant été contrebalancés en partie seulement par des flux faiblement négatifs au titre du crédit à la consommation et des autres prêts.

En mars, les prêts au logement ont continué d'apporter la principale contribution à la croissance du total des prêts consentis aux ménages par les IFM. Cependant, le rythme annuel de progression de cette catégorie de prêts (1,1 % en mars) s'est considérablement ralenti depuis l'été 2011, reflétant une diminution des prêts hypothécaires consentis et une activité de titrisation moins soutenue. Dans une perspective de plus long terme, les programmes gouvernementaux introduits dans certains États membres pour soutenir le marché immobilier national sont progressivement supprimés. Leur effet de stimulation de la demande de prêts immobiliers devrait par conséquent s'estomper dans le futur. Dans le même temps, le taux de croissance annuel du crédit à la consommation est demeuré nettement négatif en mars, à -2,0 %.

La faiblesse persistante des prêts des IFM au secteur privé non financier reflète probablement en très grande partie l'atonie de la demande de crédit (cf. également l'encadré 3 ci-après), compte tenu du stade actuel du cycle économique et de l'incertitude élevée qui prévaut actuellement. En outre, la nécessité de corriger la progression excessive des prêts observée par le passé pèse à la fois sur l'offre et sur la demande de prêts. Du côté de la demande, c'est ce que confirme le niveau élevé du ratio d'endettement aussi bien des ménages que des sociétés, qui réduit leur capacité à souscrire de nouveaux prêts. Du côté de l'offre, l'incidence de la croissance excessive des prêts par le passé a accru les besoins en fonds propres des banques afin de couvrir les pertes potentielles. Cette évolution, conjuguée aux plus fortes exigences en fonds propres résultant des nouvelles règles de Bâle III, a probablement réduit l'offre de crédit à l'économie. Tous ces effets exercent une incidence qui n'est pas égale selon les pays de la zone euro, ce qui explique pourquoi l'hétérogénéité de la dynamique de prêt, d'un pays à l'autre, demeure importante. Dans le même temps, les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans ont contribué à réduire le risque d'une réduction désordonnée du levier d'endettement en assouplissant de manière substantielle les conditions de financement des IFM de la zone euro.

En ce qui concerne les autres contreparties de M3, le taux de croissance annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a encore nettement fléchi, revenant à -1,0 % en mars, après 0,4 % le mois précédent, soutenant ainsi la croissance de M3. Ce recul résulte d'une contraction mensuelle substantielle des titres de créance à long terme émis par les IFM (sur une base consolidée) et des dépôts à long terme (d'un peu moins de 30 milliards d'euros dans les deux cas). Le recul des titres de créance à long terme des IFM est essentiellement attribuable à une forte augmentation des encours de ces instruments détenus par les IFM. Ces achats reflètent en partie les programmes de rachat de titres de créance mis en place par un certain nombre d'établissements de crédit. Ces opérations ont amélioré le niveau de fonds propres des banques, l'achat des titres ayant été effectué à des prix inférieurs à leurs valeurs respectives de remboursement. Les achats ont probablement aussi été réalisés pour créer des garanties (assorties d'une garantie de l'État) aux fins des opérations de refinancement de l'Eurosystème. Les sorties importantes au titre des dépôts à long terme sont liées en partie à des reprises de titrisation (de précédentes opérations de titrisation dans lesquelles les créances avaient été conservées au bilan des banques). En outre, elles ont probablement aussi reflété les mouvements de fonds opérés par le secteur détenteur de monnaie au profit de dépôts plus liquides de M3 offrant une rémunération comparable. Des entrées substantielles ont été enregistrées par le poste « capital et réserves ». Elles traduisent les efforts continus des banques pour porter leurs ratios de fonds propres durs (*core tier 1*) aux niveaux exigés par l'Autorité bancaire

européenne (ABE) et les règles de Bâle III ainsi que par leur besoin de recapitalisation d'une manière générale. Dans le même temps, le stock de capital et réserves a diminué, reflétant l'incidence de la participation des IFM de la zone euro au plan de restructuration de la dette grecque.

La position extérieure nette des IFM a enregistré une faible sortie de 1 milliard d'euros en mars, après une modeste entrée en février et une sortie substantielle en janvier. En termes annuels, la position extérieure nette des IFM de la zone euro a diminué de 18 milliards d'euros en mars, après une augmentation de 107 milliards sur la période de douze mois jusqu'en février. La position extérieure nette a donc contribué de façon négative à la croissance annuelle de M3 en mars, après avoir apporté une contribution positive tout au long de la période comprise entre mars 2011 et février 2012. La forte contraction du flux annuel au titre de la position extérieure nette constatée au cours des derniers mois résulte d'effets de base ainsi que de mouvements de fonds en dehors de la zone euro auxquels a procédé le secteur détenteur de monnaie de la zone, compte tenu des tensions accrues sur les marchés de la dette souveraine au second semestre 2011.

Dans l'ensemble, la dynamique de fond de la monnaie et du crédit est demeurée atone en mars, en dépit du redressement de la dynamique à court terme de la masse monétaire au sens large, celle des prêts demeurant cependant modérée. Cette évolution traduit en partie l'incidence relativement simultanée sur M3 des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, alors qu'il faudra du temps pour que la contribution positive de ces opérations sur la progression des prêts se manifeste et qu'elle nécessite, en particulier, un redressement de la demande ainsi que la poursuite des efforts requis par les nécessaires ajustements de bilan dans la zone euro. Dans le même temps, les données jusqu'en mars confirment l'atténuation des pressions en faveur de la réduction du levier d'endettement des banques et la diminution considérable du risque d'un processus de désendettement brutal et désordonné.

### Encadré 3

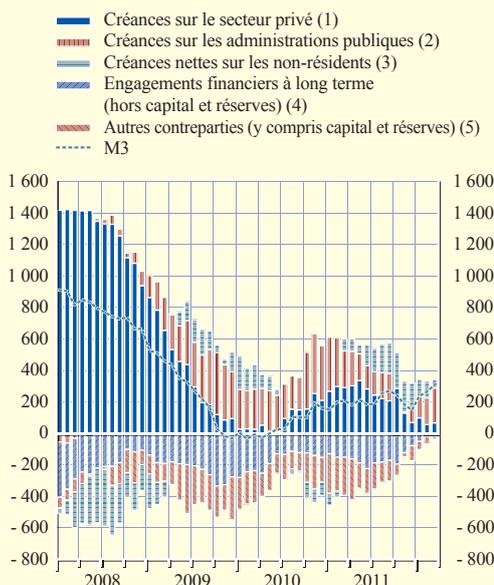
#### RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE POUR LE PREMIER TRIMESTRE 2012

Cet encadré présente les principaux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le premier trimestre 2012, réalisée par l'Eurosystème entre le 23 mars et le 5 avril 2012<sup>1</sup>. Dans l'ensemble, les banques de la zone euro ont fait état d'une forte réduction du durcissement net de leurs critères d'octroi par rapport au quatrième trimestre 2011. Cette évolution a été plus marquée qu'anticipé trois mois auparavant par les participants à l'enquête, tant pour les prêts aux sociétés non financières que pour les prêts aux ménages. En ce qui concerne la demande de

<sup>1</sup> La date d'arrêt de l'enquête était le 5 avril 2012. Une évaluation approfondie des résultats a été publiée sur le site internet de la BCE le 25 avril 2012.

### Graphique 8 Contreparties de M3

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



Source : BCE

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

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

crédits, les participants à l'enquête ont observé un recul prononcé de la demande nette émanant des entreprises et des ménages. Tandis que l'assouplissement des critères d'octroi reflète principalement l'amélioration de l'accès des banques au financement, la forte contraction de la demande de prêts traduit essentiellement, d'une part, une baisse sensible du besoin de financement des sociétés en vue de la formation brute de capital fixe et, d'autre part, une détérioration des perspectives du marché immobilier et de la confiance des consommateurs. Les participants à l'enquête anticipent une nouvelle atténuation du durcissement net des critères d'octroi des crédits aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages. La demande nette de prêts des entreprises devrait devenir positive au deuxième trimestre 2012, tandis que la diminution de la demande nette de prêts des ménages devrait ralentir sensiblement.

### Crédits ou lignes de crédits accordés aux entreprises

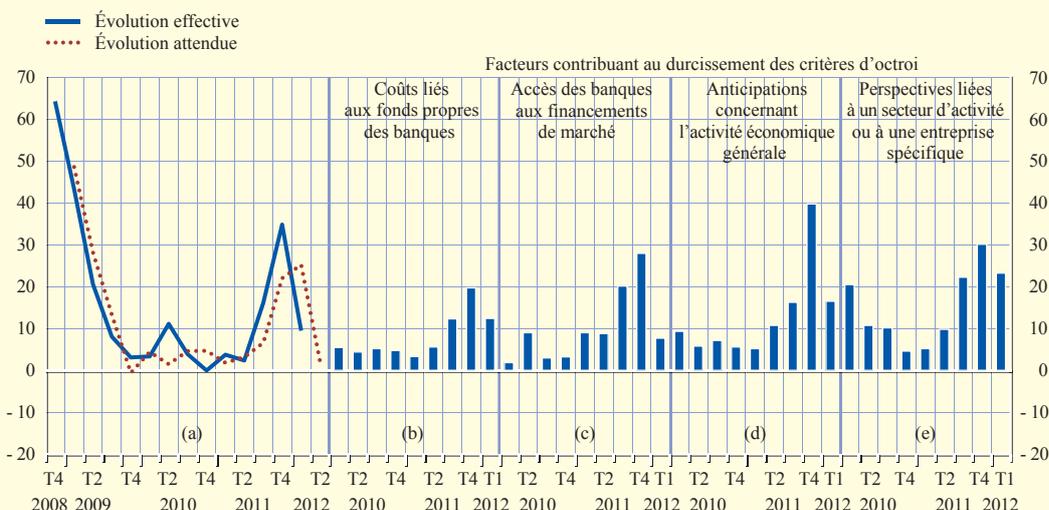
**Critères d'octroi :** Au premier trimestre 2012, le pourcentage net de banques déclarant un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits ou de lignes de crédits aux entreprises est revenu à 9 % (contre 35 % au trimestre précédent ; cf. graphique A). Cette forte diminution du durcissement net a été plus prononcée qu'anticipé trois mois auparavant par les participants à l'enquête (25 %). Les critères d'octroi se sont assouplis, en termes nets, tant pour les crédits à court terme (3 % contre 24 % le trimestre précédent) que pour les crédits à long terme (15 %, après 42 %). En outre, elle a concerné à la fois les prêts consentis aux PME (1 % après 28 %) et les prêts aux grandes entreprises (17 % contre 44 %).

Les principaux facteurs à l'origine de cette réduction globale du durcissement net ont été la modération des pressions exercées par les coûts de financement et les contraintes de bilan, s'agissant en particulier

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

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

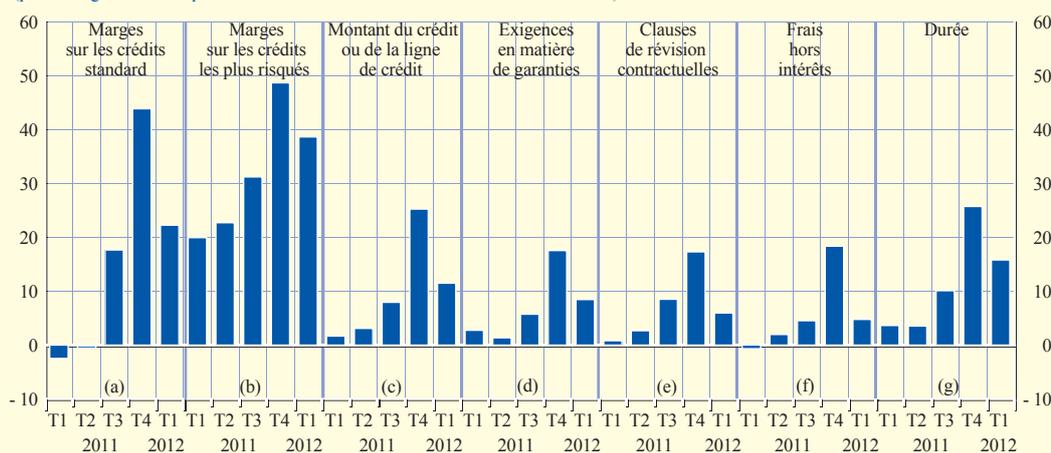
(en pourcentage net)



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

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

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



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

de l'accès des banques au financement (8 %, après 28 % au trimestre précédent) et de leur position de liquidité (2 %, contre 27 %). Ces évolutions témoignent d'une forte incidence positive des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans sur les conditions de financement des banques. En outre, la perception globale du risque a contribué moins fortement au durcissement des critères d'octroi qu'au trimestre précédent. Tandis que les anticipations relatives aux perspectives économiques ont beaucoup moins contribué au durcissement des critères d'octroi (17 %, au lieu de 40 %), la diminution de la contribution des risques spécifiques aux différents secteurs (23 %, contre 30 %) ainsi que celle du risque de garantie (11 %, après 19 %) à un nouveau durcissement a été moins prononcée. De plus, d'autres facteurs, tels que les pressions exercées par la concurrence des autres banques et des non-banques, sont demeurés globalement neutres par rapport au quatrième trimestre 2011.

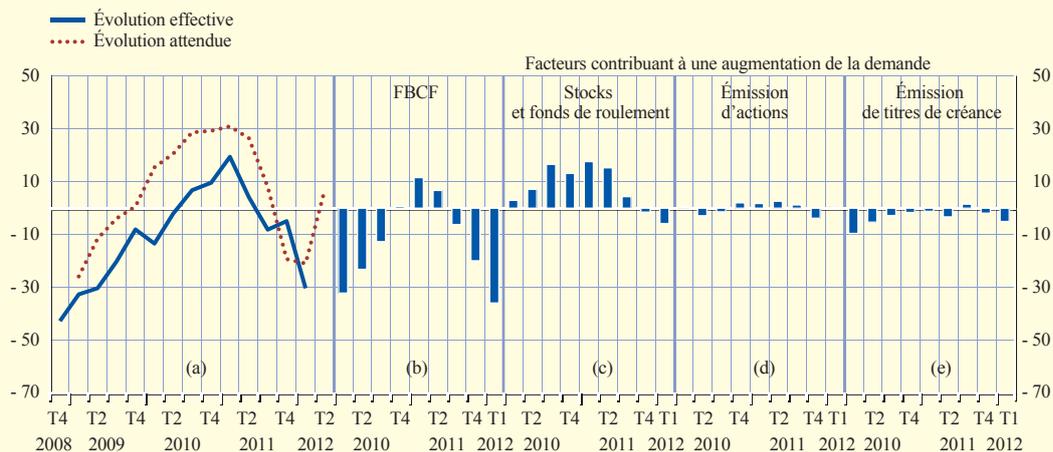
Les évolutions des conditions attachées aux prêts dont les banques de la zone euro ont fait état traduisent globalement la forte réduction du durcissement net des critères d'octroi au premier trimestre 2012 (cf. graphique B). L'élargissement des marges s'est nettement réduit pour les crédits standard (22 %, après 44 %), mais les marges sur les prêts plus risqués sont demeurées élevées (39 %, contre 49 %), dénotant une certaine différenciation des prix, liée au risque, par les banques. Le durcissement net s'est également atténué pour les autres conditions (telles que les frais hors intérêt, le montant et la durée, les exigences en matière de garanties).

Pour le deuxième trimestre 2012, les banques de la zone euro anticipent globalement une nouvelle atténuation du durcissement net des critères d'octroi des prêts aux entreprises, à 2 %. Un nouveau durcissement devrait affecter les grandes entreprises (8 %) plutôt que les PME (2 %), ainsi que, essentiellement, les prêts à long terme.

**Demande de crédits :** Au premier trimestre 2012, la demande nette de prêts de la part des entreprises a fortement diminué (-30 %, contre -5 %) et davantage qu'attendu au trimestre précédent (-21 %). En outre, la réduction a été plus importante pour les grandes entreprises que pour les PME (-26 % et -23 % respectivement), inversant ainsi les résultats du quatrième trimestre 2011. La demande de prêts tant à long terme qu'à court terme a fortement baissé au premier trimestre 2012, ressortant à -31 % et -19 %, respectivement (après 0 % et -4 %).

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

(en pourcentage net)



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

Selon les participants à l'enquête, la diminution de la demande résulte principalement d'une forte baisse du besoin de financement des sociétés en vue de la FBCF (-36 %, contre -20 % au quatrième trimestre 2011 ; cf. graphique C), conjuguée à un recul du financement des fusions et acquisitions (-17 %, après -18 %), d'une contribution légèrement négative des besoins de financement en matière de stocks et de fonds de roulement (-6 %, au lieu de -1 %), et d'une légère baisse liée à une plus grande disponibilité des ressources internes.

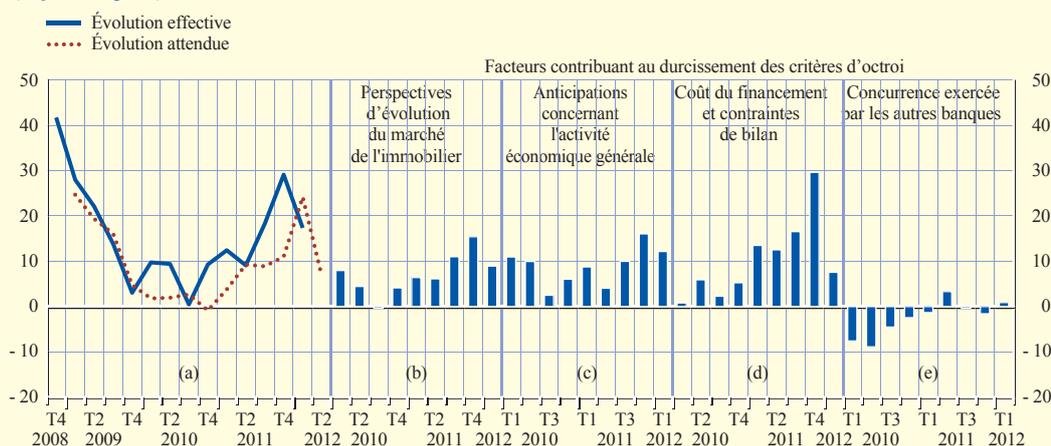
Toutefois, à plus long terme, les banques s'attendent à ce que la demande de prêts des entreprises augmente au deuxième trimestre 2012 (7 % en termes nets). Cette augmentation devrait concerner davantage les PME (7 %) que les grandes entreprises (3 %). En termes de durée, cette hausse devrait être plus marquée pour les prêts à court terme (7 %) que pour les prêts à long terme (-1 %).

### Prêts au logement accordés aux ménages

**Critères d'octroi :** Au premier trimestre 2012, le pourcentage net de banques ayant fait état d'un durcissement de leurs critères d'octroi de prêts au logement a diminué plus qu'attendu au trimestre précédent, ressortant à 17 %, après 29 % au quatrième trimestre 2011 (cf. graphique D). Selon les participants à l'enquête, la réduction du durcissement net au premier trimestre découle principalement de l'atténuation des pressions exercées par les coûts de financement et les contraintes de bilan des banques, qui reflète probablement l'incidence positive des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans sur les conditions de financement des banques (un pourcentage net de 8 % seulement des participants à l'enquête ont fait état d'une contribution au durcissement des critères d'octroi attribuée à ces tensions, contre 30 % au trimestre précédent). De plus, la perception plus favorable, par les banques, du risque entourant les perspectives de l'activité économique générale (12 % contre 16 %) et du marché de l'immobilier résidentiel (9 %, après 15 %) a contribué à l'atténuation du durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement.

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

(en pourcentage net)



Note : Cf. les notes du graphique A

Toutefois, la réduction du durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement ne s'est traduite que par une légère modération du durcissement net des conditions de prix, notamment pour les marges sur les crédits standard (24 %, contre 29 %), tandis que l'élargissement des marges sur les prêts plus risqués est demeuré élevé (32 %, après 33 %).

Pour le deuxième trimestre 2012, les banques s'attendent à un durcissement net légèrement moindre des critères d'octroi des prêts au logement (7 %).

**Demande de crédits :** Parallèlement à la baisse de la demande de prêts des entreprises, les banques participant à l'enquête ont fait état d'une forte contraction de la demande nette de prêts au logement (-43 % contre -27 % ; cf. graphique E). Cette évolution a principalement résulté de la détérioration en cours des perspectives relatives au marché de l'immobilier résidentiel (-31 % contre -27 %) et de la confiance des consommateurs (-37 % contre -34 %).

Pour le deuxième trimestre 2012, les banques prévoient une nouvelle baisse de la demande de prêts au logement (-12 % en termes nets), à un rythme plus lent toutefois.

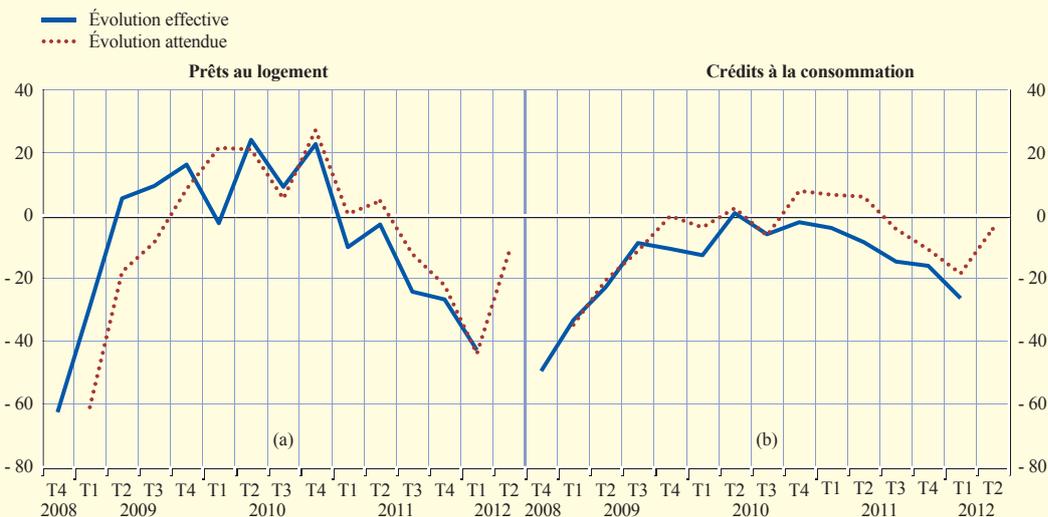
### Crédits à la consommation et autres prêts aux ménages

**Critères d'octroi :** Pour le premier trimestre 2012, les banques de la zone euro ont fait état d'une atténuation du durcissement net des critères d'octroi (5 % après 13 % ; cf. graphique F). Les principaux facteurs à l'origine de cette évolution ont été le coût du financement et les contraintes de bilan, ainsi que l'amélioration des perceptions du risque relatives aux perspectives économiques et à la solvabilité des consommateurs. Comme pour les prêts au logement, la modération du durcissement net ne s'est pas traduite par une amélioration des conditions de prix. Le pourcentage net de banques ayant déclaré une nouvelle augmentation de leurs marges est demeuré à des niveaux analogues à ceux du trimestre précédent, tandis que la contribution des conditions non liées au prix est restée globalement neutre.

Pour le deuxième trimestre 2012, 6 % des banques prévoient un nouveau durcissement, en termes nets, des critères d'octroi des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages.

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

(en pourcentage net)

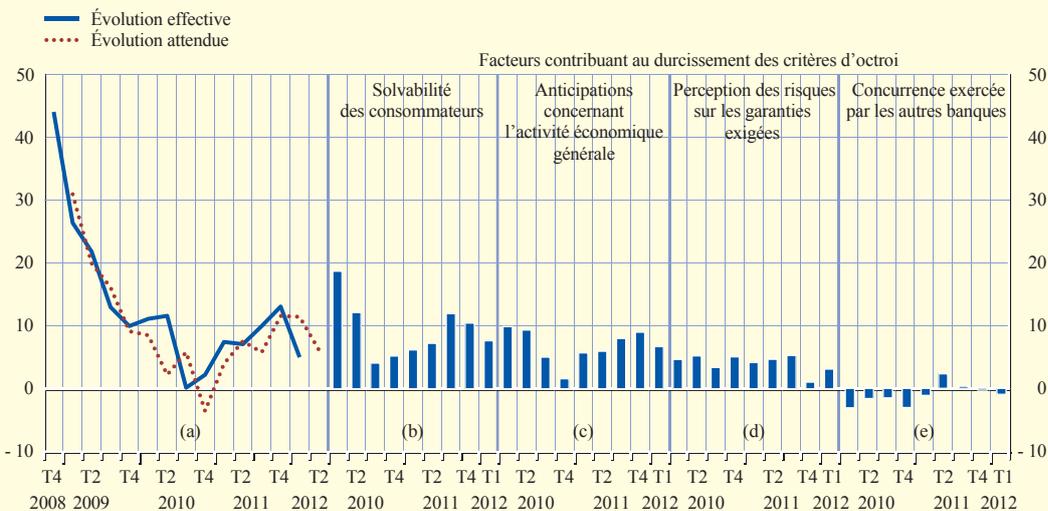


Notes : Les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a nettement augmenté » et « a légèrement augmenté », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a légèrement diminué » et « a nettement diminué », d'autre part. Les valeurs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

**Demande de crédits :** Au premier trimestre 2012, la demande nette de crédits à la consommation a continué de se contracter (-26 % en termes nets après -16 % le trimestre précédent ; cf. graphique E). Cette évolution s'explique essentiellement par l'incidence négative sur la demande de crédits de

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

(en pourcentage net)



Note : Cf. les notes du graphique A

l'autofinancement des ménages *via* une augmentation de l'épargne, de la diminution des dépenses en biens de consommation durables et d'une nouvelle diminution de la confiance des consommateurs.

Les banques estiment que le fléchissement de la demande nette de crédits à la consommation devrait se ralentir au deuxième trimestre 2012 (- 4 % en termes nets).

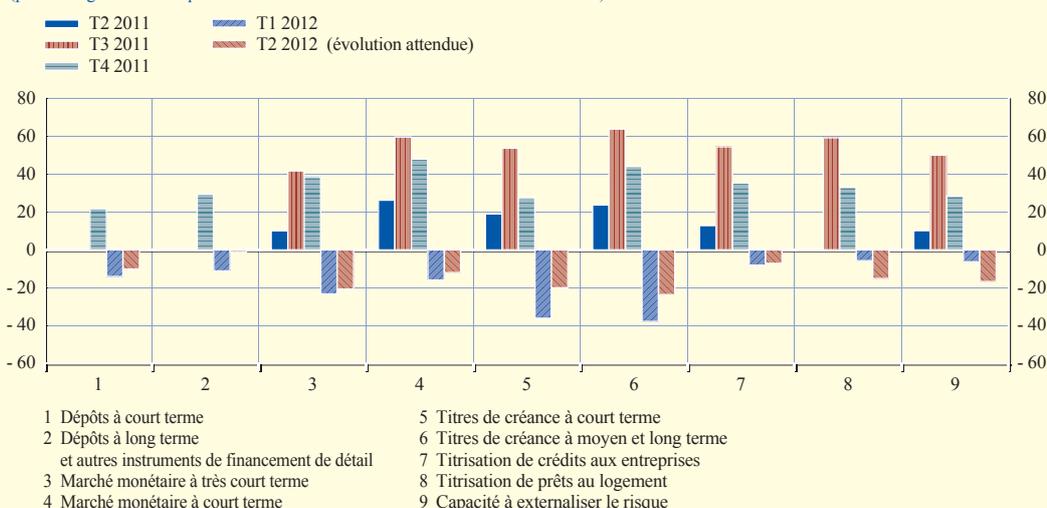
### Question spécifique relative à l'incidence des turbulences financières

Comme lors des campagnes précédentes, l'enquête d'avril 2012 comportait également une question spécifique, destinée à évaluer l'ampleur de l'incidence des tensions affectant les marchés financiers sur l'accès des banques aux marchés de financement de détail et de refinancement interbancaire au premier trimestre 2012, et de l'incidence qu'elles pourraient encore avoir au deuxième trimestre 2012.

Globalement, les banques de la zone euro ont fait état d'une amélioration substantielle de leur accès au financement de détail et au refinancement interbancaire, dans toutes les catégories, et en particulier s'agissant de l'accès aux marchés monétaires et de l'activité d'émission de titres de créance (cf. graphique G). De plus, les conditions d'accès à la titrisation se sont considérablement améliorées au premier trimestre 2012, tant pour les opérations avec cession parfaite qu'en ce qui concerne la capacité des banques à transférer les risques (titrisation synthétique). S'agissant de l'accès au financement de détail, à court terme comme à long terme, les banques ont mentionné, en moyenne, une amélioration au premier trimestre 2012, quoique dans une moindre mesure que pour l'accès au refinancement interbancaire. Les banques de la zone euro s'attendent à de nouvelles améliorations, toutefois plus modérées, des conditions d'accès au refinancement interbancaire au deuxième trimestre 2012 et seulement à une amélioration marginale s'agissant de leur financement de détail.

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

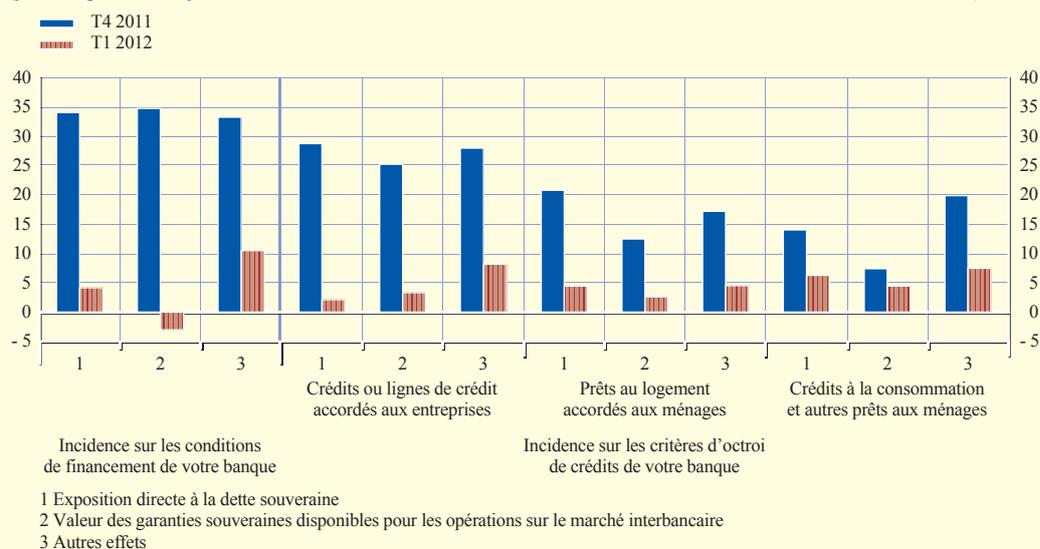
(pourcentage net de banques faisant état d'une détérioration de l'accès au marché)



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 et sur les critères d'octroi de crédits

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



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 ».

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

Le questionnaire de l'enquête d'avril 2012 comportait pour la deuxième fois une question spécifique destinée à évaluer l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques et sur leurs critères d'octroi de prêts. En moyenne, seulement 4 % des banques de la zone euro, en termes nets, après 34 % au quatrième trimestre 2011, ont attribué la détérioration des conditions de financement à cette crise, au travers soit de l'exposition directe à la dette souveraine, de la baisse de la valeur des emprunts publics remis en garantie, ou d'autres effets. En fait, l'augmentation de la valeur des garanties au premier trimestre 2012 a même été mentionnée comme une raison de l'amélioration des conditions de financement. Un pourcentage similaire de banques, en termes nets, ont fait état d'une incidence sur le durcissement de leurs critères d'octroi (environ 5 % en moyenne pour les crédits accordés aux sociétés non financières et pour ceux consentis aux ménages, cf. graphique H). Cela suggère que, malgré l'incidence sensiblement plus faible de la crise de la dette souveraine à la suite des deux récentes opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, les banques n'ont pas été en mesure de préserver complètement leur politique de distribution du crédit des contraintes persistantes de bilan et de liquidité associées aux tensions sur la dette souveraine.

## 2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro est ressorti à 4,3 % en février 2012, contre 4 % le mois précédent. Une atténuation de l'incertitude sur les marchés par rapport à la fin de l'année dernière a permis à toutes les catégories d'émetteurs d'accélérer leurs émissions de titres de créance au cours des deux premiers mois de 2012 sur l'ensemble des échéances. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées a légèrement diminué, s'établissant à 1,6 %.

Tableau 4 Titres émis par les résidents de la zone euro

Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros) 2012 Février	Taux de croissance annuels <sup>1)</sup>					
		2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4	2012 Janv.	2012 Fév.
<b>Titres de créance :</b>	<b>16 753</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
IFM	5 606	0,6	1,1	1,9	3,3	4,3	4,5
Institutions financières non monétaires	3 296	1,8	0,7	- 0,3	- 1,1	- 0,6	0,0
Sociétés non financières	883	6,2	4,1	4,9	5,0	6,2	6,6
Administrations publiques	6 968	7,3	6,9	6,6	4,9	5,7	6,1
dont :							
Administrations centrales	6 314	6,7	6,1	5,9	4,2	4,8	4,8
Autres administrations publiques	654	13,0	15,8	14,6	13,2	15,4	19,9
<b>Actions cotées :</b>	<b>4 291</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
IFM	399	6,4	7,4	12,4	10,2	11,6	11,9
Institutions financières non monétaires	311	3,4	4,2	5,0	5,2	4,0	3,1
Sociétés non financières	3 580	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3

Source : BCE

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

## TITRES DE CRÉANCE

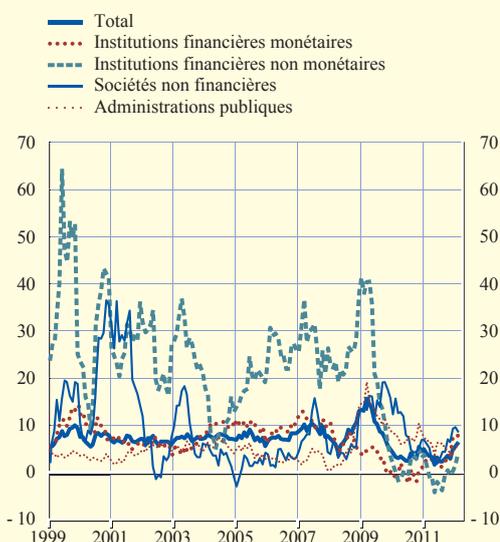
En février 2012, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro a progressé pour s'établir à 4,3 %, contre 4 % le mois précédent (cf. tableau 4). Cette évolution globale est principalement due à un renforcement de la croissance des émissions de titres à long terme. En outre, le redressement de l'activité d'émission de titres de créance à court terme, qui a débuté en décembre 2011, s'est poursuivi en janvier et en février 2012. Les émissions de titres de créance à court terme ont été particulièrement soutenues dans le secteur des IFM depuis fin 2011.

S'agissant des évolutions à court terme, le taux de croissance annualisé sur six mois et désaisonnalisé des émissions de titres de créance rend compte d'une intensification de l'activité d'émission dans la plupart des secteurs, à l'exception des sociétés non financières, pour lesquelles la progression des émissions s'est légèrement ralentie (cf. graphique 9). En particulier, les évolutions à court terme continuent d'indiquer une forte accélération des émissions de titres de créance dans le secteur des IFM, notamment depuis mi-2011. Ces taux d'émission plus élevés pourraient refléter, dans une certaine mesure, l'amélioration de la confiance et l'atténuation de l'incertitude à la suite des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans réalisées par l'Eurosystème fin décembre 2011 et en février 2012.

Sur une base annuelle, l'accélération de la croissance des émissions de titres de créance a concerné l'ensemble des secteurs en février 2012. S'agissant du secteur financier, le taux de croissance annuel des émissions de titres par les IFM a légèrement progressé, passant de 4,3 % en janvier à 4,5 % en février 2012. Le rythme de progression des émissions de titres de créance par les administrations publiques est orienté à la hausse

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

(taux de croissance annualisés sur six mois ; cvs)



Source : BCE

depuis novembre 2011. Il s'est notamment accentué pour atteindre 6,1 % en février 2012 en rythme annuel, contre 5,7 % le mois précédent. Enfin, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les sociétés non financières a encore augmenté, ressortant à 6,6 % en février, contre 6,1 % le mois précédent, dans le prolongement de la tendance à la hausse amorcée en avril 2011. Comme cela a été observé en 2008 et en 2009, les émetteurs privés ont probablement souhaité tirer profit de l'amélioration de la situation sur les marchés financiers au cours de la période sous revue afin de substituer un financement de marché au crédit bancaire dans un contexte caractérisé par des critères d'octroi restrictifs.

Selon les données fournies par les intervenants de marché, l'activité d'émission en janvier et en février 2012 s'est concentrée sur le compartiment des titres de créance des catégories de notation élevée et intermédiaire, probablement en raison de conditions de financement comparativement favorables, tandis que l'activité d'émission est restée faible sur le compartiment des titres à haut rendement.

Les émissions de titres assortis de la garantie de l'État se sont intensifiées dans le secteur des IFM en novembre 2011, les émissions ayant été particulièrement soutenues en décembre 2011 et en février 2012.

## ACTIONS COTÉES

Le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro a légèrement fléchi, revenant à 1,6 % en février 2012, après 1,7 % le mois précédent. D'une part, la progression annuelle des émissions d'actions par les IFM s'est légèrement accentuée en février 2012 pour ressortir à 11,9 %, après 11,6 % en janvier 2012 (cf. graphique 10), reflétant l'atténuation des tensions sur les marchés financiers et la nécessité toujours présente de renforcer les fonds propres des banques. D'autre part, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les sociétés financières autres que les IFM a encore fléchi pour s'établir à 3,0 %, tandis que celui des émissions d'actions cotées par les sociétés non financières est resté globalement inchangé, de l'ordre de 0,3 %.

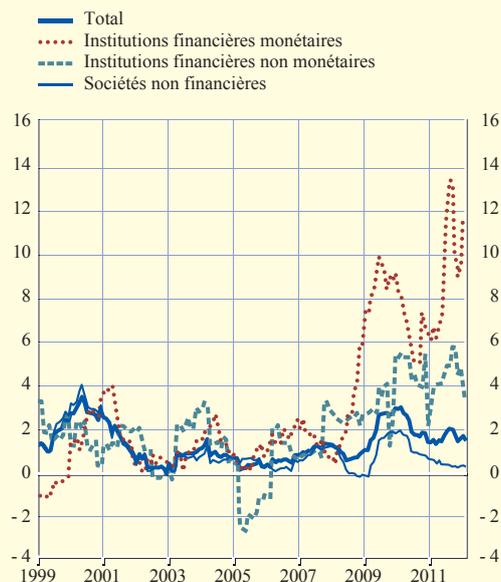
## 2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

*Les taux d'intérêt du marché monétaire ont diminué entre début avril et début mai 2012. Au cours de la quatrième période de constitution des réserves de 2012, qui a commencé le 11 avril, le niveau de l'Eonia est resté faible, oscillant autour de 10 points de base au-dessus du taux de la facilité de dépôt. Cet écart reflète les excédents de liquidité importants observés sur le marché monétaire interbancaire après le règlement, le 1<sup>er</sup> mars, de la deuxième opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans.*

Les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont diminué entre début avril et début mai 2012. Le 2 mai, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à, respectivement, 0,40 %, 0,70 %, 0,99 % et 1,30 %, soit 2, 7, 8 et 10 points de base en-deçà des niveaux observés le 3 avril. En outre,

**Graphique 10 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.

Graphique 11 Taux d'intérêt du marché monétaire

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

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

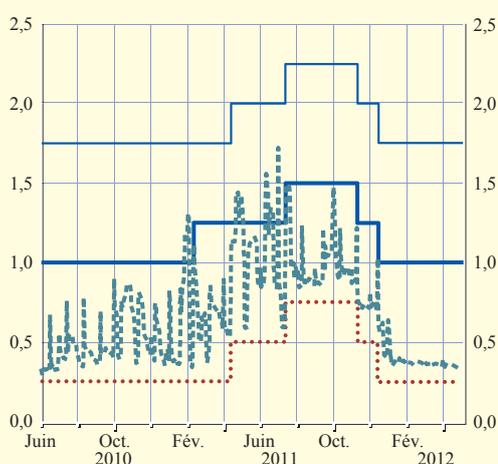


Sources : BCE et Thomson Reuters

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

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



Sources : BCE et Thomson Reuters

l'écart entre les taux Euribor 12 mois et 1 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux du marché monétaire – s'est légèrement réduit pour s'établir à 90 points de base le 2 mai (cf. graphique 11).

Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'est établi à 0,31 % le 2 mai, soit 5 points de base au-dessous du niveau du 3 avril. Le taux en blanc d'échéance correspondante a diminué de 7 points de base pour ressortir à 0,70 % le 2 mai. Par conséquent, l'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux du *swap* Eonia de même échéance a diminué de 2 points de base, s'établissant désormais à 39 points de base.

Les taux d'intérêt implicites tirés des contrats *futures* sur l'Euribor 3 mois d'échéances juin, septembre et décembre 2012 et mars 2013 s'établissaient à, respectivement, 0,59 %, 0,55 %, 0,55 % et 0,55 % le 2 mai, en baisse de 9, 14, 19 et 23 points de base par rapport aux niveaux observés le 3 avril.

Entre le 3 avril et la fin de la troisième période de constitution des réserves de 2012, le 10 avril, l'Eonia est resté stable, oscillant autour de 0,35 % dans un contexte de niveaux plus élevés d'excédent de liquidité. Il s'est inscrit à 0,347 % le dernier jour de la période. L'Eonia a été également stable au début de la quatrième période de constitution des réserves, continuant de fluctuer autour de 0,35 %. Le 2 mai, l'Eonia s'établissait à 0,343 %.

L'Eurosystème a effectué plusieurs opérations de refinancement entre le 3 avril et le 2 mai. Lors des opérations principales de refinancement de la quatrième période de constitution des réserves de 2012, effectuées les 10, 17, 24 et 30 avril, l'Eurosystème a alloué, respectivement, 55,4 milliards, 51,8 milliards, 46,4 milliards et 34,4 milliards d'euros. L'Eurosystème a également conduit deux opérations de refinancement à plus long terme en avril, toutes deux par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, ainsi qu'une opération de refinancement spéciale dont l'échéance correspondait à la durée d'une période de constitution de réserves le 10 avril (pour une

allocation de 11,4 milliards d'euros) et une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois le 25 avril (pour une allocation de 21,3 milliards). La diminution des montants alloués lors des opérations principales de refinancement a reflété le fait que le secteur bancaire avait bénéficié d'une allocation de liquidité abondante assortie d'échéances plus longues, en particulier d'une durée de trois ans, et la réduction de 2 % à 1 % du taux des réserves obligatoires à partir de début 2012. La conduite d'opérations d'une durée de trois ans et la réduction du taux des réserves obligatoires ont entraîné automatiquement une diminution de la demande des banques en liquidité à des échéances courtes (cf. également l'encadré 2).

L'Eurosystème a également conduit quatre opérations de retrait de liquidité à une semaine dans le cadre d'un appel d'offres à taux variable assorti d'un taux maximum de soumission de 1,00 %, les 10, 17, 24 et 30 avril. Par ces opérations, l'Eurosystème a absorbé un montant correspondant à la totalité de la liquidité fournie dans le cadre du Programme pour les marchés de titres.

La quatrième période de constitution des réserves de 2012, qui a débuté le 11 avril, a continué d'être marquée par des niveaux d'excédent de liquidité élevés, la moyenne du recours quotidien à la facilité de dépôt ressortant à 762,9 milliards d'euros le 2 mai.

## 2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

*Les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA de la zone euro se sont repliés de quelque 10 points de base entre le 3 avril 2012 et le 2 mai, tandis qu'ils ont diminué de 30 points de base environ aux États-Unis sur la même période. Au sein de la zone euro, les écarts avec les rendements allemands ont augmenté ou sont restés globalement stables dans une majorité de pays. Les rendements ont fléchi dans tous les pays pour les émetteurs notés AAA, à l'exception de la France où ils sont restés globalement stables, peut-être en raison de mouvements de report vers les valeurs liquides. L'incertitude quant aux évolutions à venir des marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite de ces marchés, a de nouveau diminué dans la zone euro, les niveaux actuels restant néanmoins élevés au regard des évolutions passées. Les indicateurs fondés sur le marché font état d'anticipations d'inflation qui demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix.*

Entre le 3 avril 2012 et le 2 mai, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA de la zone euro ont diminué de quelque 10 points de base, pour s'établir à 2,4 % environ. Aux États-Unis, en revanche, les rendements des emprunts publics à long terme se sont repliés de quelque 30 points de base sur la même période, ressortant à 1,9 % environ, annulant ainsi presque entièrement la hausse enregistrée début mars. Les rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro n'ont enregistré que des fluctuations quotidiennes mineures en avril, alors que les rendements correspondants aux États-Unis ont fléchi au cours des vingt premiers jours du mois avant de se

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

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

stabiliser (cf. graphique 13). Dans l'ensemble, le recul des rendements obligataires à long terme aux États-Unis est intervenu dans le sillage de la publication de données économiques contrastées, ainsi que de la réévaluation des perspectives de croissance économique. En revanche, les rendements à long terme des emprunts publics de la zone euro notés AAA ont présenté une sensibilité beaucoup moins marquée à la montée des préoccupations relatives à la croissance ou au regain de tensions financières et politiques dans certains pays de la zone euro. En conséquence des mouvements relatifs des rendements dans les deux zones économiques, l'écart entre les rendements nominaux des emprunts publics à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro s'est creusé au cours de la période sous revue pour s'inscrire à quelque 40 points de base le 2 mai. Au Japon, les rendements des emprunts publics à dix ans ont reculé de 10 points de base environ sur la même période, s'inscrivant à 0,9 % le 2 mai.

L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme des marchés obligataires de la zone euro, mesurée par la volatilité implicite tirée des options, a légèrement fléchi au cours de la période sous revue. Des reculs un peu plus importants, de l'ordre de 1,1 point de pourcentage, ont été observés aux États-Unis sur la même période. La volatilité implicite des marchés obligataires dans les deux zones économiques a nettement diminué par rapport aux niveaux record enregistrés en novembre 2011, bien que les niveaux actuels de volatilité demeurent élevés en comparaison historique. De plus, la volatilité implicite des marchés obligataires de la zone euro se situe actuellement à un niveau proche de celui observé avant la faillite de Lehman Brothers, tandis que la volatilité correspondante aux États-Unis est inférieure de quelque 4 points de pourcentage à ce pic. Le même contraste est observé pour la volatilité implicite des marchés boursiers, ce qui tend à indiquer que les inquiétudes des intervenants de marchés se portent actuellement davantage sur les évolutions dans la zone euro. En liaison avec la récente accentuation de l'aversion des investisseurs pour le risque, la demande de valeurs refuges (approximée par la prime de liquidité toujours forte sur les emprunts publics allemands à dix ans par rapport aux obligations émises par d'autres organismes publics) s'est fortement accrue au cours de la période considérée, pour atteindre un pic qui n'avait pas été observé depuis mai 2009, ce qui semble indiquer que le sentiment global des marchés pourrait s'être de nouveau fortement détérioré.

Au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans vis-à-vis des obligations souveraines de l'Allemagne se sont creusés pour l'Italie, la France et l'Espagne, de 20 à 40 points de base, alors qu'ils sont restés globalement stables pour l'Autriche, la Belgique, l'Irlande et les Pays-Bas. Sur la période, les écarts de rendement ont diminué pour la Grèce et le Portugal, de 150 points de base environ, et pour la Finlande, de 10 points de base. À l'exception de la France, les rendements obligataires à long terme ont diminué dans les pays de la zone euro notés AAA, reflétant peut-être également une nouvelle augmentation de la prime de liquidité en raison de tensions sur les marchés dans certains pays de la zone euro.

Le rendement des emprunts publics à cinq ans de la zone euro indexés sur l'inflation a augmenté de quelque 10 points de base au cours de la période

**Graphique 14 Rendements des obligations zéro coupon de la zone euro indexées sur l'inflation**

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

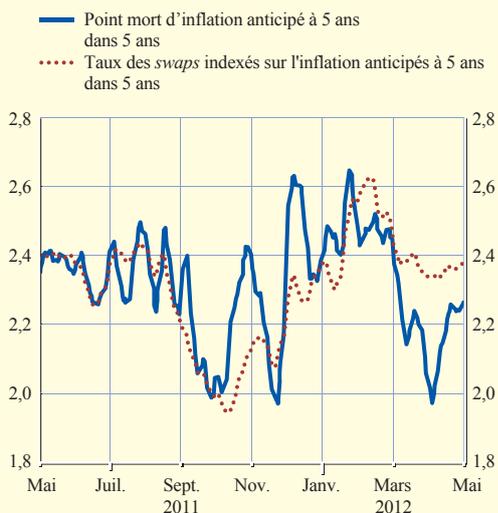


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

### Graphique 15 Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro et taux des *swaps* indexés sur l'inflation

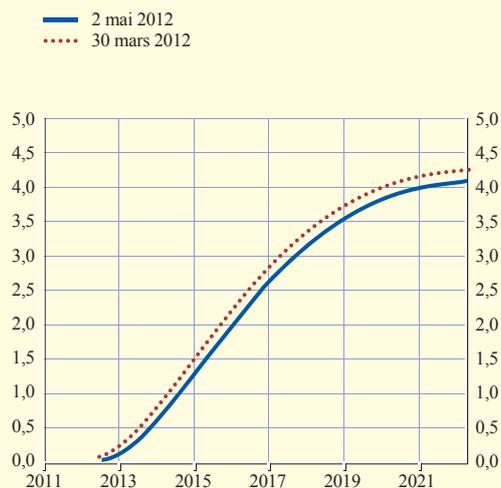
(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)



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

### Graphique 16 Courbe des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés de la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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

sous revue, pour s'établir à  $-0,4\%$ , tandis que le rendement des obligations à dix ans indexées sur l'inflation a fléchi de 20 points de base environ, ressortant à  $0,4\%$  le 2 mai (cf. graphique 14). Reflétant les mouvements différents des rendements nominaux et réels au comptant des emprunts à cinq et dix ans, le point mort d'inflation implicite anticipé (à cinq ans dans cinq ans) de la zone euro a progressé de près de 30 points de base, pour s'établir à  $2,3\%$ , au cours de la période considérée (cf. graphique 15). Pour l'essentiel, cependant, cette hausse est liée à des facteurs techniques, à savoir l'arrivée à échéance d'une obligation indexée sur l'inflation et son remplacement par une ligne plus récente. En effet, le taux des *swaps* correspondants indexés sur l'inflation est resté pratiquement inchangé, à  $2,4\%$ , sur la même période, confortant indirectement l'idée selon laquelle aucune évolution majeure des anticipations d'inflation n'est intervenue au cours de cette période. Globalement, si l'on prend en compte non seulement la volatilité et les distorsions des marchés dans un contexte de primes de liquidité élevées, mais également les primes de risque d'inflation, les indicateurs fondés sur le marché tendent à indiquer que les anticipations d'inflation demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Le profil général des rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA peut être décomposé en variations des anticipations de taux d'intérêt (et des primes de risques associées) à différents horizons (cf. graphique 16). La structure par termes des taux anticipés qui prévalait le 2 mai était globalement analogue à celle observée fin mars.

Entre le 3 avril et le 2 mai, les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment grade*) émises par les sociétés non financières (par rapport à l'indice Merrill Lynch des emprunts publics de l'UEM notés AAA) ont diminué pour les obligations affectées d'une notation moyenne, de 2 à 13 points de base, alors qu'ils ont augmenté pour les émetteurs notés AAA et BBB, de 6 points de base environ. Sur la même

période, les écarts de rendement sur les obligations bien notées émises par les sociétés financières se sont resserrés pour les émetteurs notés AAA et AA, de 8 et 13 points de base respectivement, alors qu'ils ont augmenté de quelque 10 et 60 points de base, respectivement, pour les catégories de notation A et BBB-.

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

Aucune nouvelle donnée n'est devenue disponible avant la date d'arrêt de la présente édition du Bulletin mensuel. En février 2012, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts ont légèrement baissé. Dans le même temps, les taux d'intérêt appliqués aux prêts à court terme ont diminué pour la plupart des catégories de prêts et d'échéances, tandis que les évolutions ont été plus hétérogènes s'agissant des taux appliqués par les IFM aux prêts à long terme.

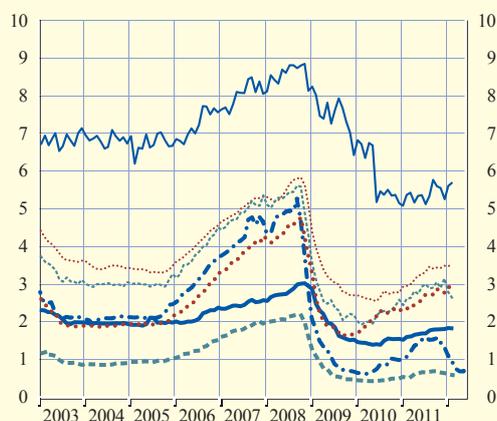
En février 2012, les taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM aux dépôts ont légèrement baissé. Les taux appliqués aux dépôts des ménages d'une durée inférieure ou égale à un an et aux dépôts des sociétés non financières ont diminué de 3 points de base environ (cf. graphique 17).

Dans le même temps, la plupart des taux débiteurs à court terme ont également diminué, quoique à des degrés divers. Par exemple, les taux appliqués aux découverts des sociétés non financières ont diminué de 4 points de base. Notamment, les taux débiteurs appliqués aux prêts de faible montant consentis aux entreprises (prêts d'un montant inférieur ou égal

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

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

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



Source : BCE

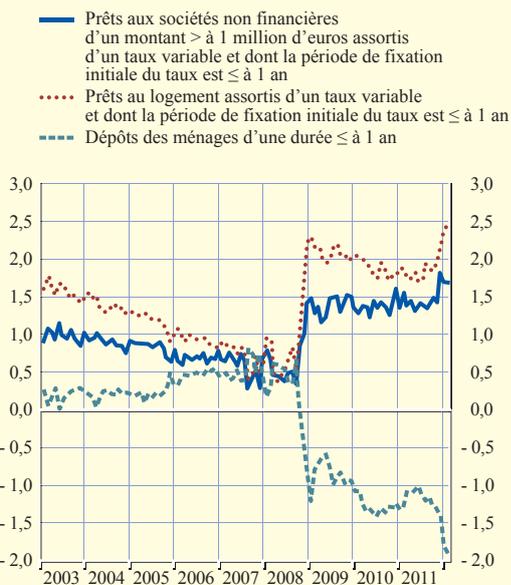
Note : Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

à un million d'euros) ont diminué de 10 points de base pour s'établir à 4,3 % en février 2012 et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à un million d'euros) ont baissé de 15 points de base, ressortant à 2,6 %. Cela signifie que l'écart entre les taux débiteurs pratiqués par les IFM sur les prêts de montant élevé, supposés être accordés à de grandes entreprises, et ceux des prêts de faible montant, qui concernent plutôt les entreprises de plus petite taille, a continué d'augmenter, atteignant un pic historique à 160 points de base en février. Sur la même période, les taux débiteurs appliqués par les IFM aux prêts au logement consentis aux ménages n'ont baissé que de 5 points de base, tandis que ceux du crédit à la consommation ont augmenté de 10 points de base. En conséquence, et compte tenu de la baisse de 14 points de base enregistrée par l'Euribor en février 2012, l'écart par rapport aux taux débiteurs à court terme appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages s'est creusé, passant de 237 points de base en janvier à 246 points de base en février, tandis que l'écart vis-à-vis des prêts à court terme de montant élevé accordés aux sociétés non financières est resté globalement inchangé (cf. graphique 18).

Dans une perspective de plus long terme, les modifications des taux de marché se sont fortement répercutées sur les taux débiteurs des banques au

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

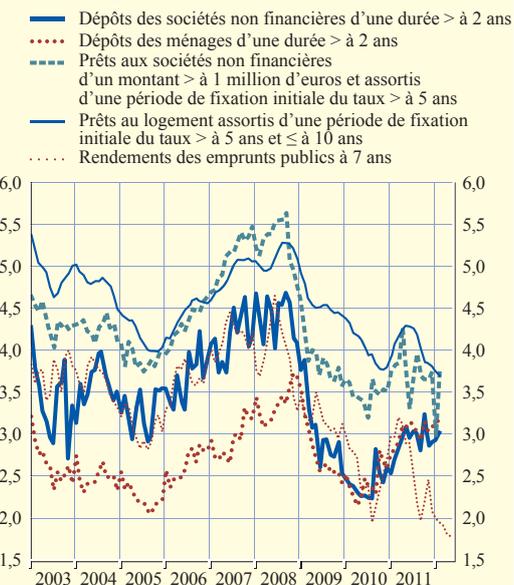
(écarts en points de pourcentage ; taux appliqués aux contrats nouveaux)



Source : BCE  
Notes : Les écarts correspondent à la différence entre le taux d'intérêt débiteur et le taux du marché monétaire à 3 mois en ce qui concerne les prêts, et entre le taux du marché monétaire à 3 mois et le taux créditeur en ce qui concerne les dépôts. Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

### Graphique 19 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)



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).

cours du dernier cycle complet d'assouplissement de la politique monétaire (entre octobre 2008 et mars 2010). Durant la majeure partie de 2011, les taux débiteurs des IFM ont légèrement augmenté, reflétant en grande partie un risque de crédit généralement plus élevé et la détérioration des conditions du financement bancaire, dans un contexte de vives tensions sur les marchés de financement bancaire et de besoins de désendettement importants. Plus récemment, les signes de détente reflètent probablement les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE intervenues en novembre et décembre 2011, ainsi que la fourniture de liquidité au système bancaire par le biais des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans.

S'agissant des échéances à plus long terme, le tableau d'ensemble dessiné par les dernières évolutions des taux débiteurs à long terme des IFM a été brouillé par la relative volatilité de certaines séries. Plus précisément, les taux débiteurs appliqués aux prêts de montant élevé consentis aux entreprises et dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans se sont établis à 3,7 % en février 2012, soit un fort rebond par rapport à janvier, mais pratiquement sans changement par rapport aux mois précédents. Dans le même temps, les taux débiteurs des IFM appliqués aux prêts de faible montant n'ont enregistré qu'une légère hausse, de 5 points de base. En revanche, les taux appliqués aux prêts au logement dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans et inférieure ou égale à dix ans ont légèrement diminué, de 5 points de base environ (cf. graphique 19).

Avant février 2012, les écarts entre les taux débiteurs à long terme et les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA ont eu tendance à augmenter, sous l'effet en partie de la pression à la baisse s'exerçant sur les rendements des emprunts publics notés AAA en raison de mouvements de report sur

les valeurs sûres. En février, l'écart entre les taux à long terme appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages (d'une durée supérieure à dix ans) et le rendement de ces obligations est resté pratiquement inchangé, à 200 points de base. S'agissant des sociétés non financières, l'écart correspondant pour les prêts de faible montant a augmenté de 10 points de base environ pour ressortir à 226 points de base.

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

## 2.6 MARCHÉS BOURSIERS

*Entre fin mars et le 2 mai 2012, les cours boursiers ont baissé de 6,5 % dans la zone euro et de 0,5 % aux États-Unis. La baisse des cours des actions dans les deux principales zones économiques est intervenue sur fond de publications de données dénotant une certaine détérioration des perspectives économiques à court terme et une nouvelle hausse de l'incertitude économique et financière à l'échelle mondiale. Les évolutions des cours boursiers dans la zone euro ont également découlé d'un léger regain des tensions sur les marchés financiers de la zone ainsi que d'inquiétudes relatives aux évolutions budgétaires et à l'incertitude politique dans un certain nombre de pays de la zone euro. Les cours des valeurs financières dans la zone euro ont enregistré une baisse beaucoup plus forte que l'indice composite, tandis qu'aux États-Unis, la baisse de l'indice composite a résulté presque à égalité des pertes enregistrées dans les secteurs financier et non financier. L'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, a augmenté dans la zone euro, pour s'inscrire aux niveaux de début 2012.*

Entre fin mars et le 2 mai 2012, les cours boursiers de la zone euro mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx ont diminué de 6,5 %, tandis qu'aux États-Unis, l'indice Standard and Poor's 500 a reculé de 0,5 % (cf. graphique 20). Au Japon, les cours des actions, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont également baissé sur la même période, de 7,0 %.

En avril, les évolutions des indices boursiers des deux principales zones économiques n'ont pas été uniformes. Après avoir diminué des deux côtés de l'Atlantique jusqu'au 10 avril, les cours boursiers se sont stabilisés dans la zone euro pendant le reste de la période sous revue tandis qu'ils ont augmenté aux États-Unis, en particulier au cours de la dernière semaine du mois. Les évolutions divergentes des cours des actions dans ces deux zones économiques pendant la seconde quinzaine d'avril traduisent,

Graphique 20 Indices boursiers

(indice : 1<sup>er</sup> mai 2011 = 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

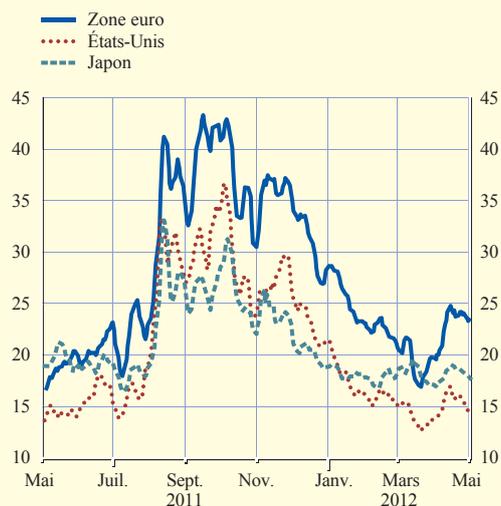
entre autres facteurs, un regain d'inquiétude des marchés lié aux évolutions budgétaires et à l'incertitude politique dans certains pays de la zone euro. Les effets attendus du réexamen par une agence des notations d'un grand nombre de banques européennes peuvent aussi expliquer en partie les performances beaucoup plus défavorables du secteur financier de la zone euro par rapport au secteur financier américain.

Le recul des cours boursiers en avril et début mai a été généralisé dans la zone euro, des pertes étant enregistrées dans la plupart des pays, tant dans le secteur financier que dans le secteur non financier. Dans l'ensemble de la zone euro, le sous-indice financier du marché boursier a eu tendance à préfigurer les évolutions de l'indice composite, baissant de quelque 10 % au cours de la période sous revue. Aux États-Unis, en revanche, les évolutions des sous-indices financier et non financier ont été beaucoup plus comparables, enregistrant un recul de l'ordre de 1,5 % et de 0,5 %, respectivement.

L'incertitude des marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, a augmenté dans la zone euro jusqu'au 20 avril, mais s'est ensuite stabilisée, ressortant à 23 % le 2 mai. Aux États-Unis, en revanche, la volatilité implicite du marché boursier est restée globalement stable au cours de la période sous revue, à quelque 15 %. Toutefois, contrairement à la zone euro, elle a enregistré de fortes fluctuations autour de ce niveau pendant la seconde quinzaine d'avril. Dans les deux zones économiques, les niveaux actuels d'incertitude sur les marchés boursiers sont proches de ceux observés début 2012 (cf. graphique 21). Dans la zone euro, la baisse des rendements des actions est intervenue dans le contexte d'une hausse de la volatilité implicite de l'indice boursier large. Une corrélation aussi forte entre les évolutions des rendements boursiers et celles de la perception attendue du risque n'a récemment pas présenté de régularité, les variations de l'aversion au risque ayant également joué un rôle déterminant. En effet, les changements intervenus en termes d'aversion au risque (estimée par la différence entre l'indice VIX et la volatilité réalisée de l'indice composite du marché boursier des États-Unis) au niveau mondial et de perception du risque dans les deux principales zones économiques depuis mi-2011 sont liés dans une mesure largement comparable aux évolutions des rendements boursiers.

### Graphique 21 Volatilité implicite des marchés boursiers

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



Source : Bloomberg

Notes : Les séries de volatilité implicite représentent l'écart-type attendu de la variation en pourcentage des cours des actions, sur une période n'excédant pas trois mois, ressortant des prix des options indicelles. Les indices boursiers auxquels ont trait les volatilités implicites sont le Dow Jones EuroStoxx 50 pour la zone euro, le Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et le Nikkei 225 pour le Japon.

#### Encadré 4

### RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR L'ACCÈS DES PME AU FINANCEMENT DANS LA ZONE EURO : OCTOBRE 2011 À MARS 2012

Cet encadré présente les principaux résultats de la sixième campagne d'enquête sur l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) au financement dans la zone euro<sup>1</sup>. Cette enquête a été réalisée entre le 29 février et le 29 mars 2012 auprès de 7 511 entreprises, dont 6 969 (soit 93 %) comptent moins de 250 salariés (et sont classées de ce fait au nombre des PME). Le présent encadré fournit

1 Un rapport exhaustif, ainsi que des tableaux statistiques détaillés et des ventilations complémentaires ont été publiés le 27 avril 2012 sur le site internet de la BCE, à la page *Statistics*, rubrique *Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs*.

des informations principalement sur la situation financière, les besoins de financement et l'accès au financement des PME dans la zone euro, comparées aux données relatives aux grandes entreprises, au cours des six mois précédents (d'octobre 2011 à mars 2012)<sup>2</sup>.

### La situation financière globale des PME s'est détériorée au cours de la période sous revue

Au cours de la période comprise entre octobre 2011 et mars 2012, qui a été caractérisée par un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro par rapport à la précédente période de six mois, la situation financière des PME de la zone s'est détériorée. Dans l'ensemble, à la question de savoir quelle était leur problème majeur, la plupart des PME ont mentionné « la recherche de clients » (27 % contre 23 % lors de la précédente campagne d'enquête). L'importance du problème de l'« accès au financement » est restée globalement inchangée pour les PME de la zone euro (17 % l'ont évoqué contre 16 % lors de la précédente campagne), demeurant inférieure au point haut atteint au second semestre 2009 (19 %), alors qu'elle a été moindre pour les grandes entreprises. Comparée à celle des grandes entreprises, la situation financière des PME est restée plus difficile.

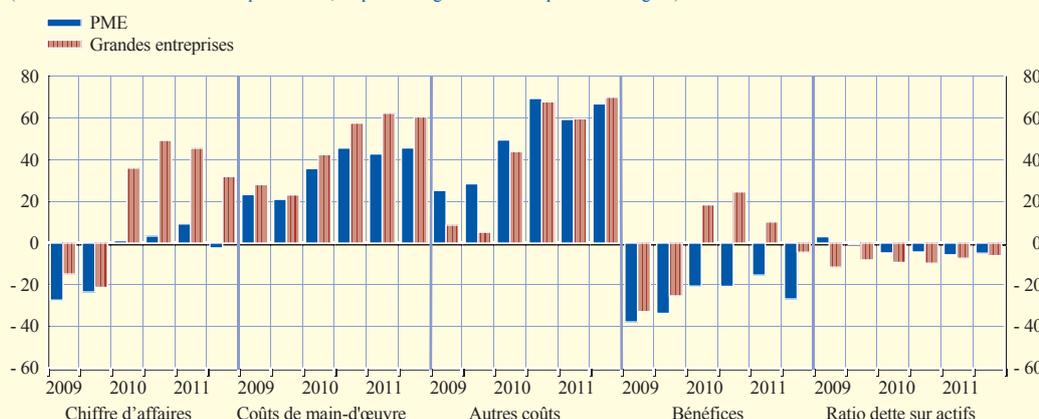
Au cours de la période sous revue, 2 % en termes nets<sup>3</sup> des PME de la zone euro ont fait état d'une contraction de leur chiffre d'affaires. Il s'agit d'une détérioration par rapport à la précédente période de six mois, au cours de laquelle les PME avaient indiqué, dans l'ensemble, une progression de leur chiffre d'affaires (9 % ; cf. graphique A). En outre, un pourcentage globalement plus élevé (27 %) qu'au cours de la précédente période d'enquête (15 %) a indiqué une détérioration des bénéfices et une hausse des coûts de main-d'œuvre et des autres coûts des consommations intermédiaires (46 % et 67 % contre 43 % et 59 %, respectivement, au cours de la précédente campagne), traduisant probablement le renchérissement de l'énergie. Les grandes entreprises ont elles aussi fait part, dans l'ensemble, d'une diminution de leurs bénéfices, pour la première fois depuis le second semestre 2009 (4 %, après une progression nette de 10 % lors de la précédente campagne d'enquête). Toutefois, le pourcentage net a été beaucoup moins élevé que dans le cas des PME. En outre, les grandes entreprises ont continué d'indiquer globalement une hausse de leur chiffre d'affaires, le pourcentage net étant cependant inférieur à celui enregistré lors de la précédente période de six mois (32 %, après 45 %).

2 La période de référence de la campagne précédente allait d'avril à septembre 2011.

3 Le pourcentage net correspond à la différence entre les entreprises faisant état d'une hausse et celles indiquant une baisse.

### Graphique A Indicateurs de la situation financière des entreprises de la zone euro

(évolution au cours des six mois précédents ; en pourcentage net des entreprises interrogées)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro réalisée par la BCE et la Commission européenne

Note : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises faisant état d'une augmentation pour un facteur donné et celui des entreprises déclarant une diminution.

Les PME de la zone euro ont fait état d'un nouveau léger recul de leur ratio dette sur actifs (5 % après 6 % lors de la précédente campagne). Cette évolution reflète la nécessité persistante pour les PME de réduire leurs niveaux d'endettement élevés, mais également une moindre disponibilité du financement par endettement durant la période d'enquête. L'endettement des grandes entreprises a également poursuivi son recul (6 % des grandes entreprises, en termes nets, contre 7 % lors de la précédente campagne), comme dans le cas des PME.

#### Les besoins de financement externe des PME de la zone euro ont légèrement progressé

Les besoins des PME de la zone euro en termes de financement bancaire et de découverts se sont légèrement accrus par rapport à la précédente période de six mois (8 % et 14 % contre, respectivement, 5 % et 10 %), reflétant sans doute une diminution des bénéfices, les besoins en termes de crédits commerciaux demeurant globalement inchangés (5 % au lieu de 4 % ; cf. graphique B). Si les PME ont globalement indiqué des besoins de financement externe plus importants, la FBCF ainsi que les stocks et les fonds de roulement n'en font pas état, les besoins de financement correspondants étant demeurés stables par rapport à la précédente période de six mois (11 % contre 12 % pour les deux rubriques). Outre les besoins de financement externe résultant de la moindre capacité d'autofinancement (7 %, dans l'ensemble, contre 6 % lors de l'enquête précédente), les besoins accrus de financement externe évoqués par les PME résultent probablement aussi d'une demande de fonds à titre de précaution, la période sous revue (octobre 2011 à mars 2012) ayant été caractérisée en partie par une forte incertitude quant à la disponibilité des sources de financement (bancaire). Les PME dépendant fortement des prêts bancaires, ce facteur a probablement été particulièrement significatif pour elles.

Les grandes entreprises ont elles aussi fait état, globalement, de besoins accrus en termes de prêts bancaires (9 % contre 6 %) mais pas au titre des découverts bancaires ou des crédits commerciaux (5 % et 8 %, après 7 % et 9 %, respectivement).

#### L'accès au financement externe s'est détérioré entre octobre 2011 et mars 2012

Entre octobre 2011 et mars 2012, les PME ont eu la perception d'une nouvelle détérioration de l'accès aux prêts bancaires (20 % en termes nets, après 14 % lors de la précédente campagne d'enquête ; cf. graphique C). La détérioration mentionnée est cependant inférieure aux niveaux constatés en 2009 (30 % environ). S'agissant des autres sources de financement externe, les PME ont également fait état d'une nouvelle détérioration de l'accès aux découverts bancaires ainsi qu'aux crédits commerciaux.

En ce qui concerne les conditions relatives aux prêts bancaires, le tableau est contrasté. Si le pourcentage net de PME indiquant une hausse des taux d'intérêt est demeuré élevé (42 %), il a

#### Graphique B Besoins de financement externe des entreprises de la zone euro

(évolution au cours des six mois précédents ; en pourcentage net des entreprises interrogées)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro réalisée par la BCE et la Commission européenne  
Notes : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant une augmentation de leurs besoins de financement externe et celui des entreprises déclarant une diminution. Les données relatives aux découverts bancaires (qui recouvrent également les lignes de crédit et les cartes de crédit) ne sont pas disponibles pour les deux premières campagnes de l'enquête.

**Graphique C Accès au financement externe des entreprises de la zone euro**

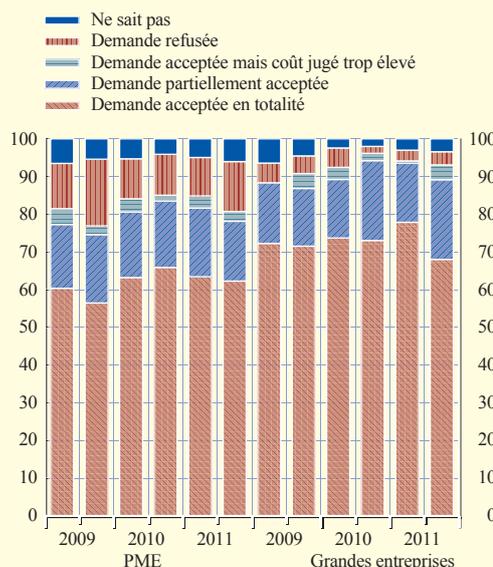
(évolution au cours des six mois précédents ; en pourcentage net des entreprises ayant sollicité un financement externe)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro réalisée par la BCE et la Commission européenne  
Note : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant une amélioration de l'accès et celui des entreprises déclarant une réduction de cet accès.

**Graphique D Résultats des demandes de prêts des entreprises de la zone euro**

(évolution au cours des six mois précédents ; en pourcentage d'entreprises ayant sollicité des prêts bancaires)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro réalisée par la BCE et la Commission européenne

cependant nettement diminué par rapport à la précédente période de six mois (54 %). Dans le même temps, s'agissant des conditions hors intérêt, pour lesquelles le degré de détérioration est généralement moins élevé, les PME ont fait état notamment, dans l'ensemble, d'un nouveau durcissement, modéré cependant, des exigences en matière de garanties (36 % contre 33 %).

La détérioration de l'accès aux prêts bancaires a été beaucoup moins prononcée dans le cas des grandes entreprises (4 % en termes nets, après 10 %). Cette évolution traduit probablement le caractère moins risqué des prêts bancaires aux grandes entreprises et/ou le plus fort pouvoir de négociation de ces dernières.

### Un refus plus élevé des demandes de prêts bancaires des PME

L'examen de l'évolution effective des demandes de prêts bancaires des PME entre octobre 2011 et mars 2012 montre que 13 % des PME ont vu leur demande rejetée (après 10 % lors de la précédente campagne d'enquête ; cf. graphique D). Il s'agit là du pourcentage le plus élevé depuis le point haut de 18 % atteint au second semestre 2009, reflétant les contraintes qui ont pesé sur l'accès des PME aux prêts bancaires entre octobre 2011 et mars 2012. Dans le même temps, 62 % des PME (sans changement pratiquement par rapport à la dernière campagne où elles étaient 63 %) ont déclaré avoir perçu l'intégralité du montant sollicité (un point bas de 56 % avait été enregistré au second semestre 2009). En revanche, le pourcentage de prêts dont le montant a été accordé en partie seulement a diminué pour s'inscrire à 16 %, contre 18 % lors de la précédente campagne, soit le pourcentage le plus faible depuis le début de l'enquête en 2009. Cette évolution résulte probablement de la très grande prudence dont les banques ont fait preuve dans leur politique de prêt, notamment à l'égard des prêts plus risqués, les demandes n'étant satisfaites que partiellement lorsque les garanties ont été jugées insuffisantes. S'agissant des découverts bancaires, les PME ont également mentionné une hausse du pourcentage de refus (14 % contre 10 % lors de la précédente campagne).

En ce qui concerne les grandes entreprises, le pourcentage de refus des prêts bancaires est demeuré inférieur (sans changement à 3 %). Toutefois, le pourcentage de demandes satisfaites a nettement diminué, ressortant à 68 % (après 78 %), soit le niveau le plus faible depuis le démarrage de cette enquête en 2009. En revanche, le pourcentage de demandes de prêts bancaires satisfaites en partie seulement a augmenté (21 % après 16 % lors de la précédente campagne). Cette évolution tend également à confirmer que les banques ont probablement examiné plus attentivement les demandes de prêts afin d'établir une distinction parmi ces demandes.

#### Encadré 5

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

Les comptes intégrés de la zone euro publiés le 30 avril 2012, qui couvrent les données jusqu'au quatrième trimestre 2011, fournissent une information complète sur les revenus, les dépenses, le financement et les choix de portefeuille des secteurs institutionnels de la zone. Au quatrième trimestre 2011, l'affaiblissement de l'économie a interrompu le rééquilibrage sectoriel progressif des déficits/excédents financiers observé durant la phase de reprise économique : l'augmentation progressive du besoin net de financement des sociétés non financières (SNF) a touché à son terme, le déstockage ayant ralenti la FBCF ; le taux d'épargne des ménages s'est légèrement redressé après les bas niveaux proches de ceux d'avant la crise, pesant sur la consommation ; et la forte réduction des déficits publics a marqué le pas. Dans le même temps, le déficit du compte de transactions courantes et du compte de capital de la zone euro s'est transformé en excédent (en données corrigées des variations saisonnières). Au cours du trimestre sous revue, le patrimoine net des ménages a diminué en rythme annuel pour la première fois en deux ans, tandis que les SNF ont repris leur processus de désendettement.

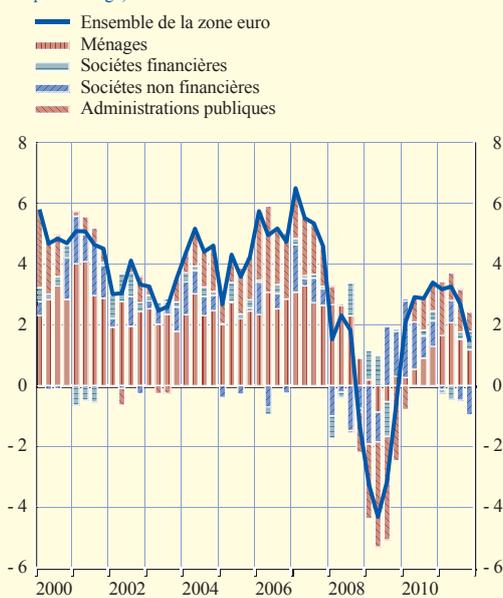
#### Les revenus et la capacité nette ou le besoin net de financement de la zone euro

La croissance annuelle du revenu disponible brut nominal de la zone euro a été brutalement divisée par deux, ressortant à 1,5 % au quatrième trimestre 2011, reflétant le ralentissement de l'activité économique (cf. graphique A).

Les revenus de la zone euro ayant néanmoins encore progressé plus rapidement que la consommation totale (qui intègre une faible croissance de la consommation publique), l'épargne brute de la zone euro a continué de se renforcer au quatrième trimestre 2011, mais à un rythme moins soutenu. Les ménages ont accru leur épargne au quatrième trimestre, tandis que les administrations publiques ont à nouveau réduit leur désépargne, à un rythme toutefois plus lent que lors des trimestres précédents.

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

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



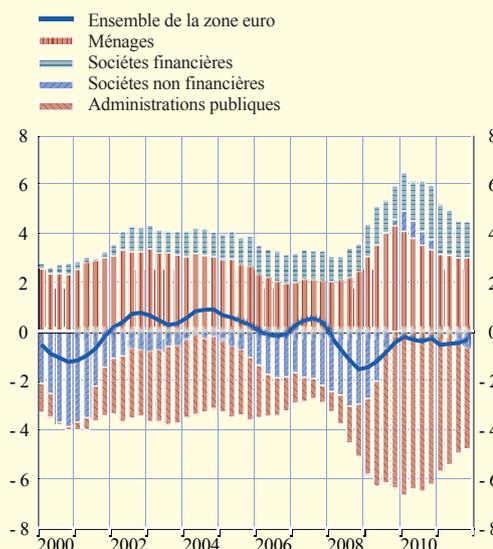
Sources : Eurostat et BCE

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

Les bénéfices non distribués des SNF ont reculé de manière sensible au quatrième trimestre (-9,7 % en rythme annuel), tandis que ceux des sociétés financières ont progressé. La croissance de la FBCF a fléchi de nouveau, ressortant à 1,8 % au quatrième trimestre 2011, essentiellement en raison d'un ralentissement de l'investissement des sociétés (aussi bien des SNF que des sociétés financières) et d'une poursuite de la contraction de l'investissement public. En outre, le ralentissement de la reconstitution des stocks qui a été observé depuis mi 2011 s'est accentué au quatrième trimestre, laissant place à un léger déstockage, les stocks contribuant à hauteur de -0,4 point de pourcentage au taux de croissance annuel du PIB nominal au quatrième trimestre 2011 contre 0,2 point de pourcentage au troisième trimestre<sup>2</sup>. Par conséquent, la FBCF a diminué brutalement pour afficher une légère baisse au quatrième trimestre (-0,2 % en rythme annuel).

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

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



Sources : Eurostat et BCE

L'épargne totale ayant progressé à un rythme plus soutenu que l'investissement total, le solde comptable constitué par la capacité nette ou le besoin net de financement de la zone euro s'est à nouveau amélioré, affichant même un excédent (tout en continuant à accuser un déficit de 0,3 % du PIB en cumul sur quatre trimestres), qui reflète le passage d'un déficit à un excédent du solde du compte de transactions courantes au quatrième trimestre 2011, en données corrigées des variations saisonnières. Cette évolution s'explique dans une large mesure par l'amélioration des exportations nettes. D'un point de vue sectoriel, elle reflète essentiellement l'augmentation de la capacité nette de financement des ménages et une réduction limitée des déficits publics. Les SNF ont stabilisé leur capacité nette de financement, une baisse de la FBCF ayant compensé le recul de l'épargne (cf. graphique B). S'agissant du financement, les transactions financières ont marqué le pas, avec au quatrième trimestre un recul des dépôts interbancaires et une cession massive par les non résidents de titres de créance émis par les résidents, dans un contexte de réapparition d'un biais domestique chez les investisseurs.

### Le comportement des secteurs institutionnels

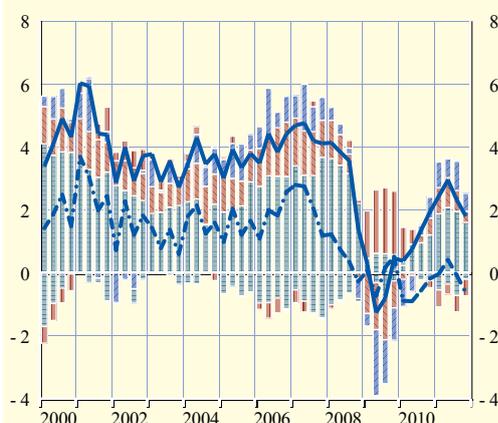
La croissance du revenu nominal des *ménages* s'est encore ralentie (à 1,8 % en rythme annuel) au quatrième trimestre 2011 en raison du fléchissement de la croissance de la rémunération par tête, de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte, ainsi que des revenus nets de la propriété, et ce en dépit d'un allègement de la pression fiscale (revenus des ménages issus de flux de revenus distribués par les administrations publiques : transferts sociaux nets et paiements d'impôts). Compte tenu de l'inflation découlant des cours élevés des matières premières, le revenu des ménages a sensiblement diminué en termes réels pour le deuxième trimestre consécutif, ressortant à -0,6 % en rythme annuel (graphique C). La consommation privée a reculé encore davantage, les ménages accroissant leur épargne en réponse à un regain d'incertitude, aux restrictions budgétaires, à des perspectives d'emploi défavorables dans certains pays, au repli des marchés boursiers et à la baisse des prix de l'immobilier.

2 Cf. l'article intitulé *La constitution de stocks : considérations théoriques et évolutions récentes* du présent Bulletin mensuel.

### Graphique C Revenu disponible brut nominal des ménages

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

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

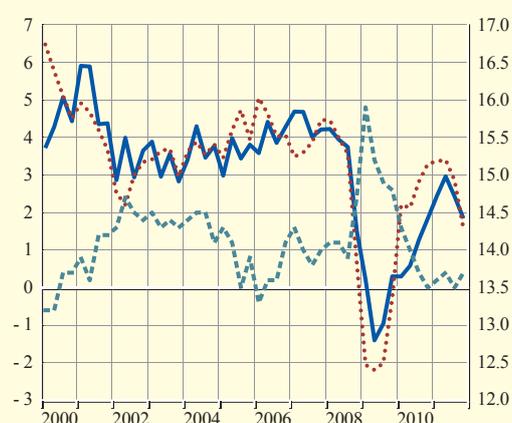


Sources : Eurostat et BCE

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

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

- 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)



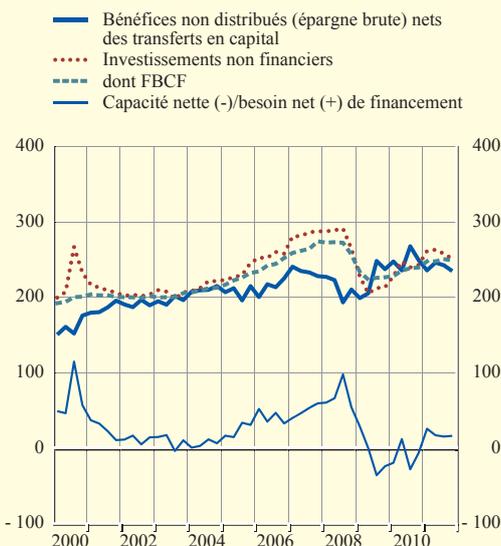
Sources : Eurostat et BCE

De ce fait, leur taux d'épargne, en données corrigées des variations saisonnières, s'est légèrement redressé, s'établissant à 13,7 % (graphique D). En raison de la faiblesse des investissements en capital, les ménages ont accru leur capacité nette de financement, qu'ils ont affectée au remboursement de la dette, la progression des financements des ménages ayant continué de fléchir légèrement. L'accumulation d'actifs financiers s'est encore ralentie, des arbitrages de portefeuille étant réalisés au détriment des produits intermédiés (dépôts, réserves techniques d'assurance) et des actions, en faveur de titres de créance, notamment ceux émis par des institutions financières de pays en difficulté. Le patrimoine net des ménages a diminué en rythme annuel, pour la première fois en deux ans, les moins-values sur les actifs ayant dépassé l'épargne nette, tandis que le ratio d'endettement (endettement rapporté aux actifs) des ménages s'est maintenu à des niveaux record (14,5 %).

L'excédent brut d'exploitation des *sociétés non financières* a encore nettement ralenti au quatrième trimestre 2011, et a marqué le pas en rythme annuel, la valeur ajoutée décélérant plus rapidement que les salaires. Les sociétés non financières ayant également accru leurs versements de dividendes nets et versé davantage d'impôts sur les sociétés, leur épargne (c'est-à-dire leurs bénéfices non distribués) a diminué fortement, de 9,7 % en rythme annuel, après avoir atteint des niveaux élevés. Toutefois, le besoin net de financement des sociétés non financières est resté globalement stable au cours des derniers trimestres, les dépenses en capital se modérant fortement également, sous l'effet d'un ralentissement de la croissance de la formation de capital fixe et d'un retournement significatif, le processus de reconstitution des stocks faisant place à un mouvement de déstockage (cf. graphique E). Le financement consolidé des sociétés non financières est demeuré robuste, le financement de marché compensant une nouvelle fois l'atonie des prêts bancaires, à court terme notamment, dans un contexte de déstockage. Les sociétés non financières ont continué d'accumuler d'importants volants de liquidité (2 700 milliards d'euros). Dans le même temps, les prêts intra-sectoriels (crédits commerciaux et prêts accordés par d'autres sociétés non financières, qui représentent ensemble 40 % de la dette non consolidée des sociétés non financières) se sont accélérés, jouant à nouveau un rôle d'amortisseur contre la réapparition de contraintes pesant

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

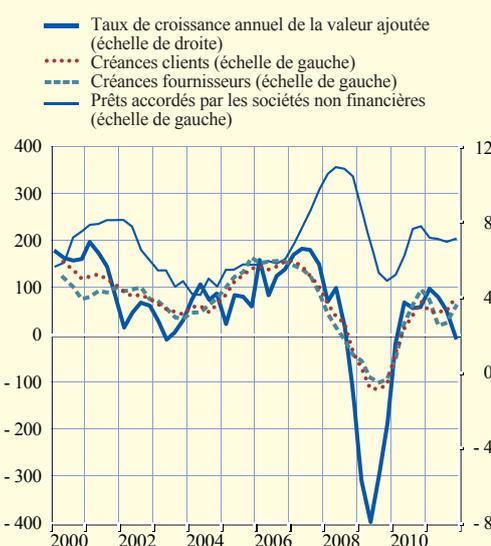
(en milliards d'euros ; données cvs)



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

**Graphique F Prêts accordés par les sociétés non financières, créances clients et créances fournisseurs**

(sommes mobiles sur quatre trimestres en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et BCE  
Note : Les créances clients et les créances fournisseurs sont estimées par la BCE à partir d'informations partielles.

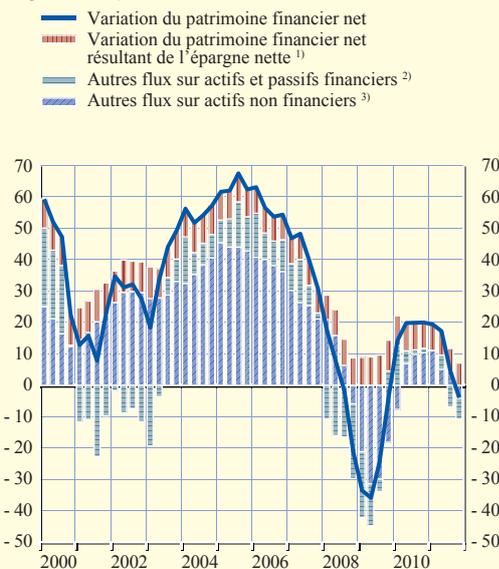
sur le financement bancaire (cf. graphique F). La réduction progressive de l'endettement des sociétés non financières observée depuis mi-2009 a repris au quatrième trimestre, après une brève interruption.

Au quatrième trimestre 2011, la réduction relativement rapide des déficits des *administrations publiques*, en données corrigées des variations saisonnières, observée depuis le premier trimestre 2010 a marqué le pas (tout en revenant à 4,1 % du PIB au quatrième trimestre, en cumul sur quatre trimestres, après avoir atteint 4,6 % au troisième trimestre et un pic de 6,7 % au premier trimestre 2010). Cette évolution s'explique essentiellement par le ralentissement des recettes de l'État (TVA, impôts directs sur les ménages et sur les sociétés financières), traduisant l'incidence des stabilisateurs automatiques dans une économie en phase de ralentissement. La croissance en glissement annuel des dépenses totales est restée faible à un taux proche de 1 % (en termes nominaux, hors transferts en capital), reflétant l'incidence de mesures d'assainissement importantes et durables (à savoir une croissance annuelle pratiquement nulle de la rémunération des salariés), malgré des hausses significatives des intérêts versés (plus de 10 % en glissement annuel). Les gouvernements ont poursuivi une activité d'émission robuste, et les banques et les non-résidents se sont délestés d'une partie de leurs avoirs, en partie en liaison avec le Programme pour les marchés de titres de l'Eurosystème, tandis que les secteurs non financiers et les autres institutions financières ont été acheteurs nets de titres de dette émis par les administrations publiques.

Le revenu disponible des *sociétés financières* a augmenté en raison de la forte contribution des dividendes nets perçus et de la poursuite de la progression de la valeur ajoutée et des intérêts nets perçus. Malgré l'importance des bénéfices nets non distribués (35 à 40 milliards d'euros par trimestre) et des émissions d'actions, et l'effacement des précédentes moins-values sur actions, les actifs nets des sociétés financières évalués à leur valeur de marché (une mesure des fonds propres dans les comptes de la zone euro) ont diminué, en raison de moins-values sur les portefeuilles de titres de créance et sur les engagements (titres de créance émis et réserves techniques d'assurance, enregistrés à leur valeur de marché). Les actifs nets sont par ailleurs restés nettement supérieurs au niveau très faible de la valorisation boursière du

### Graphique G Variation du patrimoine financier net des ménages

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



Sources : Eurostat et BCE

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

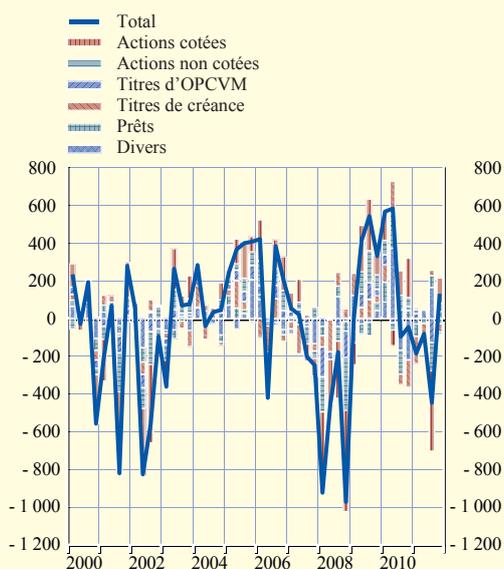
1) Ce poste recouvre l'épargne nette, les transferts nets en capital reçus et la différence entre les comptes financiers et non financiers.

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

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

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

(flux trimestriels ; montants en milliards d'euros)



Sources : Eurostat et BCE

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

capital social des sociétés financières. Les moins-values sur titres de créance émis par des emprunteurs souverains en difficulté ont été en partie compensées par des plus-values sur d'autres titres de créance et sur des actifs financiers libellés en devises. Dans un contexte de pressions en faveur du désendettement, les bilans des sociétés financières, sur une base consolidée, ne se sont accrus que modérément, tandis que les banques se délestaient de dépôts interbancaires au quatrième trimestre 2011.

#### Les évolutions des bilans

Au quatrième trimestre 2011, le patrimoine net des ménages a reculé en rythme annuel, pour la première fois en deux ans, à hauteur de 4,0 % de leur revenu (après avoir progressé de 4,7 % du revenu au troisième trimestre et de 20,1 % au quatrième trimestre 2010). L'influence positive de l'épargne nette (7,2 % du revenu) a été plus que contrebalancée par les moins-values supportées par les ménages (11,2 % de leur revenu), encore une fois sur leurs portefeuilles d'actifs financiers, et, pour le trimestre sous revue, sur leurs actifs non financiers (le logement essentiellement) (cf. graphique E).

Les sociétés financières ont effacé une grande partie des fortes moins-values enregistrées sur leurs portefeuilles au cours des trimestres précédents, essentiellement sur leurs avoirs en actions (actions cotées, actions non cotées et titres d'OPCVM notamment investis en actions). Des plus-values (et d'autres effets, tels que des reclassements) résultant principalement de l'appréciation des actifs libellés en devises (dépôts, prêts, et détentions de titres de créance) ont été globalement contrebalancées par des pertes sur titres de créance (tous enregistrés à leur valeur de marché dans les comptes de la zone euro) en raison d'une forte hausse du rendement des emprunts publics.

## 3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,6 % en avril 2012, après 2,7 % au cours des quatre mois précédents. L'inflation devrait rester supérieure à 2 % en 2012, en raison essentiellement des hausses des prix de l'énergie, ainsi que des augmentations des impôts indirects. Sur la base des contrats à terme actuels sur les matières premières, l'inflation annuelle devrait revenir à un niveau inférieur à 2 % début 2013. Dans ce contexte, une attention particulière sera accordée à tout signe de répercussion de la hausse des prix de l'énergie sur les salaires, les marges et la fixation des prix en général. Toutefois, à plus long terme, dans un environnement de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées. Les risques pesant sur les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH pour les années à venir sont encore considérés comme globalement équilibrés.

### 3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH global s'est établie à 2,6 % en avril 2012, après 2,7 % au cours des quatre mois précédents (cf. tableau 5). La hausse des prix du pétrole et les droits d'accise sur les carburants dans certains pays, ainsi que les effets de la dépréciation antérieure de l'euro, continuent d'entraîner les prix de l'énergie à la hausse, contrebalançant ainsi largement les effets de base négatifs découlant de la composante énergie.

En mars 2012, dernier mois pour lequel une ventilation officielle est disponible, l'inflation globale est restée stable, la baisse des taux de progression annuels des composantes énergie et produits alimentaires transformés ayant été annulée par la hausse du taux de croissance de la composante produits manufacturés hors énergie. Le taux de croissance des composantes produits alimentaires non transformés et services n'a enregistré aucun changement.

Un examen plus détaillé des principales composantes de l'IPCH montre que la hausse des prix de l'énergie s'est ralentie, revenant à 8,5 % en mars, après 9,5 % en février. Ce fléchissement s'explique par un important effet de base à la baisse, qui a plus que compensé une hausse des prix de l'énergie de 1,6 % en rythme mensuel. En particulier, les taux annuels de hausse des prix des combustibles liquides et des carburants et lubrifiants destinés aux véhicules personnels ont diminué en mars, tandis que ceux des prix du gaz et de l'électricité sont demeurés globalement stables.

Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés s'est établi à 2,2 % en mars, sans changement par rapport au mois précédent, tandis que celui des prix des produits alimentaires transformés

Tableau 5 Évolution des prix

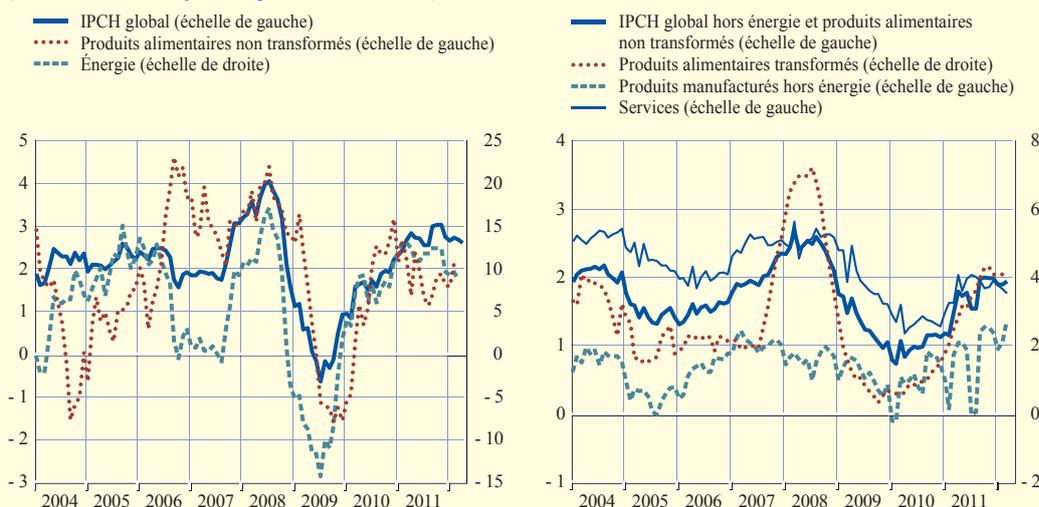
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2010	2011	2011 Nov.	2011 Déc.	2012 Janv.	2012 Fév.	2012 Mars	2012 Avril
<b>IPCH et composantes</b>								
Indice global <sup>1)</sup>	1,6	2,7	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Énergie	7,4	11,9	12,3	9,7	9,2	9,5	8,5	.
Produits alimentaires non transformés	1,3	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	2,2	.
Produits alimentaires transformés	0,9	3,3	4,3	4,1	4,1	4,1	3,9	.
Produits manufacturés hors énergie	0,5	0,8	1,3	1,2	0,9	1,0	1,4	.
Services	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	.
<b>Autres indicateurs de prix</b>								
Prix à la production	2,9	5,9	5,4	4,3	3,8	3,6	.	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	60,7	79,7	81,4	81,7	86,2	89,7	94,2	91,4
Cours des matières premières hors énergie	44,6	12,2	- 1,9	- 6,7	- 4,6	- 7,5	- 5,4	- 3,9

Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE à partir des données de Thomson Reuters  
1) La hausse de l'IPCH en avril 2012 correspond à une estimation rapide d'Eurostat.

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

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



a diminué, revenant à 3,9 %, après 4,1 % pour les trois mois précédents. Cette baisse a notamment reflété la diminution des taux de variation annuels des prix du pain et des céréales, ainsi que de la sous-composante « lait, œufs et fromage », tandis que les prix du tabac augmentaient à un rythme plus élevé.

Hors produits alimentaires et énergie, qui représentent 30 % environ du panier de l'IPCH, l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH a légèrement progressé, atteignant 1,6 % en mars 2012. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, déterminée essentiellement par des facteurs nationaux tels que les salaires, les marges bénéficiaires et la fiscalité indirecte, recouvre deux postes principaux : les produits manufacturés hors énergie et les services.

Le taux de variation annuel des prix des produits manufacturés hors énergie a progressé, passant de 1,0 % en février à 1,4 % en mars, en raison essentiellement d'une accélération de la hausse des prix de l'habillement après la fin des soldes d'hiver. Toutefois, l'augmentation des prix des services est restée stable à 1,8 %, les baisses des taux de variation annuels des prix des loisirs et des services à la personne, ainsi que des services divers, ayant été compensées par la hausse des taux de variation annuels des services de communication et de transport.

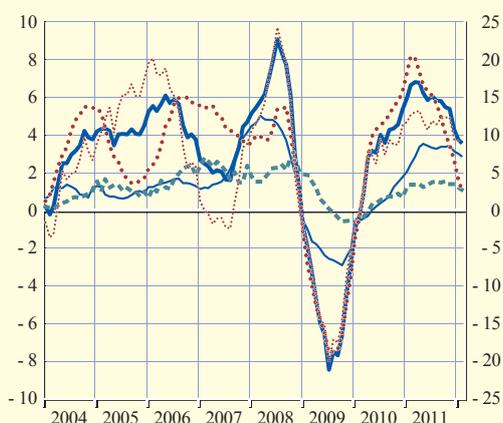
### 3.2 PRIX À LA PRODUCTION

Depuis la publication du *Bulletin mensuel* d'avril 2012, il n'y a pas eu de nouvelles données relatives aux prix à la production pour l'ensemble de la zone euro. Les données disponibles par pays laissent penser que la baisse des prix à la production de la zone euro (hors construction) se sera poursuivie en mars 2012. En février, la hausse des prix à la production est revenue à 3,6 %, après 3,8 % en janvier. Le taux de variation annuel des prix à la production (hors construction et énergie) a fléchi à 1,7 % en février, après 2,0 % en janvier. En aval de la chaîne de production, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires s'est établi en baisse à 3,7 % en février, après 3,9 % le mois précédent. Le taux de variation annuel de la composante non alimentaire, qui tend à précéder les évolutions de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH, a également diminué en février, à 1,3 %, après les niveaux historiquement élevés enregistrés fin 2011. Cette baisse, conjuguée au ralentissement

Graphique 23 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

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

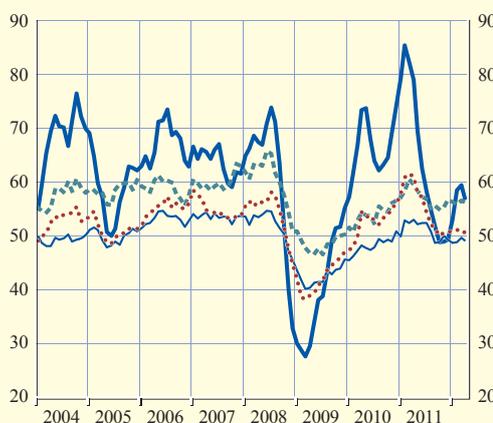


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

(indices de diffusion ; données mensuelles)

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



Source : Markit

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

de la hausse des prix à l'importation, dénote une atténuation des tensions inflationnistes sous-jacentes à court terme accumulées en amont sur les prix à la consommation.

S'agissant de l'indice des directeurs d'achat, les prix des consommations intermédiaires et les prix à la production ont légèrement fléchi en avril en raison de la faiblesse de la demande. Dans le secteur manufacturier, malgré la récente hausse des prix des matières premières, l'indice des prix des consommations intermédiaires est revenu de 57,5 en mars à 56,2 en avril, enregistrant sa première baisse depuis octobre 2011. L'indice des prix à la production a de nouveau diminué, de 50,1 à 49,5, au cours de la même période. Les prix des consommations intermédiaires, comme les prix à la production, se situent actuellement à un niveau légèrement inférieur à leur moyenne de long terme. En ce qui concerne les anticipations relatives aux prix de vente, l'indice global issu de l'enquête de la Commission européenne a également légèrement diminué. Cette évolution renforce l'opinion selon laquelle, si les tensions sur les prix s'atténuent en aval de la chaîne de production, elles réapparaissent en revanche en amont de la chaîne, sous l'effet notamment des hausses récentes des prix du pétrole.

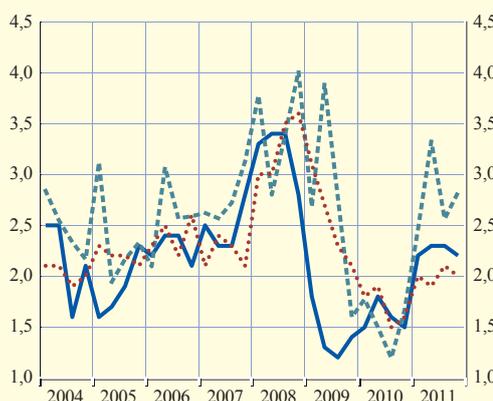
### 3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Jusqu'à l'été 2011, les indicateurs de coûts de main-d'œuvre de la zone euro ont augmenté

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

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

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



Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

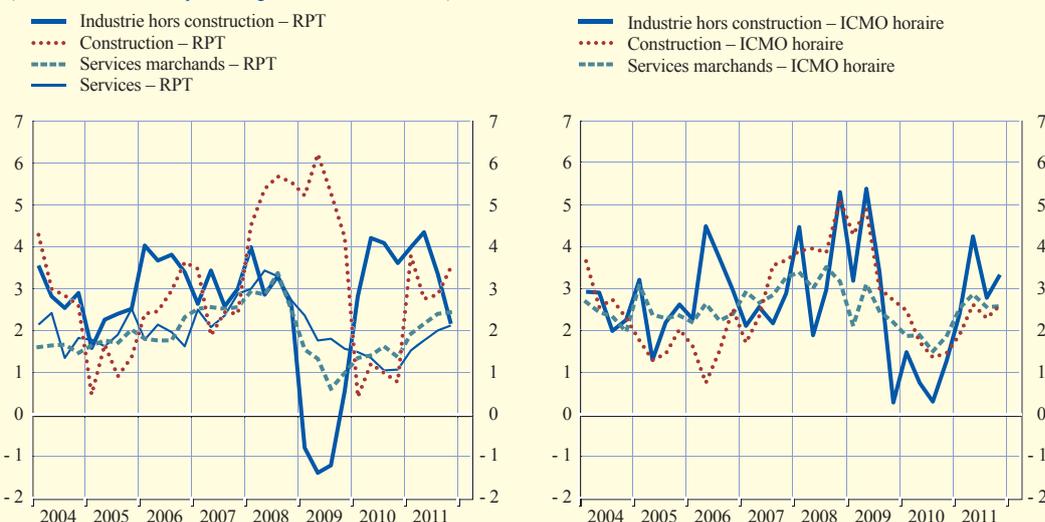
progressivement, en liaison avec l'amélioration concomitante de la situation sur le marché du travail (cf. graphique 25 et tableau 6). Par la suite, l'évolution des salaires a montré des signes de stabilisation.

Les données provisoires relatives aux salaires négociés dans la zone euro en février confirment l'opinion selon laquelle les évolutions des salaires seront probablement plus modérées en 2012 qu'en 2011. Les coûts horaires de main-d'œuvre dans la zone ont légèrement augmenté au quatrième trimestre 2011, reflétant principalement les évolutions dans les secteurs de l'industrie et de la construction. Les coûts non salariaux ont continué de progresser plus vite que la composante salaires et traitements des coûts horaires de main-d'œuvre de la zone euro.

Les autres indicateurs de coûts salariaux, comme la croissance de la rémunération par tête, se sont stabilisés vers la fin 2011, à un niveau légèrement plus élevé qu'en 2010. En ligne avec ces évolutions, la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre est redevenue positive en 2011, principalement sous l'effet d'une hausse de la productivité du travail nettement plus lente que celle de la rémunération par tête. Les enquêtes les plus récentes laissent présager une poursuite du ralentissement de la productivité pour les prochains trimestres, ce qui pourrait encore alimenter la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre. À moyen terme, les tensions s'exerçant sur les coûts de main-d'œuvre devraient rester contenues, en raison des perspectives de croissance relativement maussades et de l'atonie persistante du marché du travail.

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

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

### 3.4 PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL DANS LA ZONE EURO

Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro ont diminué de 0,2 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2011, après avoir augmenté de quelque 1 % aux deuxième et troisième trimestres. Une analyse plus détaillée des récentes évolutions des prix du logement est présentée à l'encadré 6.

#### Encadré 6

#### ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES PRIX DU LOGEMENT DANS LA ZONE EURO

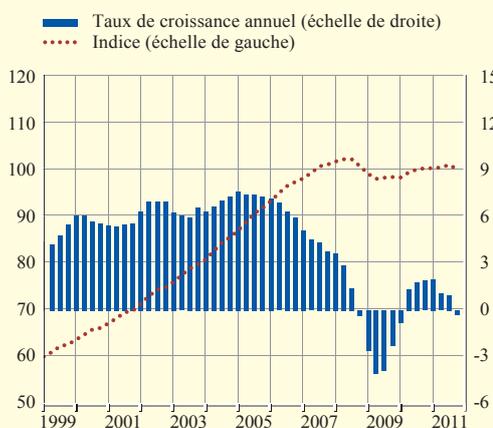
Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro<sup>1</sup> ont diminué de 0,2 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2011, après avoir augmenté de quelque 1 % aux deuxième et troisième trimestres (cf. graphique). Les dernières données disponibles confirment la poursuite du tassement des prix du logement, qui avaient amorcé une reprise entre le troisième trimestre 2009 et le premier trimestre 2011. En moyenne sur l'année 2011, les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro ont progressé de 1,0 %, en léger recul par rapport à 2010 (1,1 %).

La distorsion importante des prix du logement par rapport aux fondamentaux, qui était apparue dans un certain nombre de pays avant la crise, continue de peser sur la dynamique des prix de l'immobilier. Le nouveau ralentissement de la hausse de ces prix traduit également la conjonction de différents facteurs ayant une incidence sur les marchés du logement de manière plus générale. Les taux débiteurs des banques se situent à des niveaux bas mais, dans le même temps, les critères d'octroi des crédits se sont durcis au second semestre 2011. En outre, le chômage, et donc l'incertitude relative au revenu des ménages et à leur capacité d'achat d'un logement, ont de nouveau augmenté vers fin 2011. En parallèle, les tensions observées sur certains compartiments des marchés financiers de la zone euro ont probablement eu pour effet de stimuler la demande d'actifs réels dans certains pays, reflétant l'incertitude entourant les perspectives de rendement des actifs financiers.

Les évolutions les plus récentes des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro continuent de masquer des différences très importantes d'un pays à l'autre (cf. tableau). Par exemple, le taux de croissance annuel des prix du logement a considérablement fléchi en France au cours de l'année 2011, revenant de 7,0 % au premier trimestre à 3,9 % au quatrième trimestre. Il a également fortement reculé en Finlande pour s'inscrire à 1,0 % au dernier trimestre de l'année. Dans certains pays, comme l'Irlande, l'Espagne et les Pays-Bas, où les taux de croissance étaient négatifs début 2011, la contraction des prix s'est accentuée tout au long de l'année. L'Irlande et l'Espagne affichaient des taux de croissance

#### Graphique Prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro (en termes nominaux)

(indice : 2007 = 100 ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Données nationales et calculs de la BCE

Note : Cf. la note de bas de page du texte pour des informations sur l'établissement de l'indice nominal

<sup>1</sup> Depuis 2010, la BCE établit un indicateur des prix de l'immobilier résidentiel pour la zone euro selon une fréquence trimestrielle. En ce qui concerne l'Italie, les données trimestrielles sont tirées d'observations semestrielles (à partir notamment d'indicateurs trimestriels). Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des marchés de l'immobilier résidentiel de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de décembre 2010

## Prix de l'immobilier résidentiel (en termes nominaux) dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	Pondération (%)	2010		2011		2010		2011		2010				2011			
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Belgique <sup>1)</sup>	3,8	5,4	3,1	4,9	5,9	3,3	-	3,8	5,9	5,9	5,9	3,1	3,5	3,9	2,1		
Allemagne <sup>2)</sup>	26,7	0,5	2,6	-0,4	1,5	2,7	2,5	-1,5	0,7	1,4	1,5	3,1	2,3	2,7	2,3		
Estonie <sup>3)</sup>	0,2	0,1	9,9	-4,5	5,1	6,4	13,4	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7	14,4	12,4		
Irlande <sup>2)</sup>	1,8	-13,1	-13,2	-14,9	-11,2	-11,8	-14,7	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8		
Grèce <sup>3)</sup>	2,6	-4,7	-5,1	-3,2	-6,1	-5,1	-5,1	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,4	-4,9	-4,3	-5,9		
Espagne <sup>2)</sup>	11,7	-2,0	-7,4	-1,9	-2,0	-5,5	-9,3	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2		
France <sup>1)</sup>	21,3	5,1	6,0	3,2	7,0	7,0	5,0	1,2	5,3	6,5	7,6	7,0	7,1	6,2	3,9		
Italie <sup>2)</sup>	17,0	0,1	0,7	-0,2	0,4	0,9	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-		
Chypre <sup>2)</sup>	0,2	-2,5	-	-0,5	-4,3	-4,9	-	0,0	-1,1	-2,5	-6,2	-5,0	-4,8	-5,5	-		
Luxembourg <sup>3)</sup>	0,4	4,5	-	3,5	5,4	4,0	-	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7	1,9	-		
Malte <sup>2)</sup>	0,1	1,1	1,3	2,4	-0,2	-1,3	-	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0	1,8	6,2		
Pays-Bas <sup>1)</sup>	6,4	-2,0	-2,3	-3,2	-0,8	-1,6	-3,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4		
Autriche <sup>2)</sup>	3,1	5,7	4,1	5,5	5,9	2,6	5,6	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	1,4	5,7	5,5		
Portugal <sup>2)</sup>	1,9	1,8	-0,2	1,4	2,2	0,4	-0,8	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8		
Slovénie <sup>2)</sup>	0,4	0,1	2,7	-0,3	0,6	3,7	1,7	-1,6	1,0	1,4	-0,2	4,1	3,2	2,1	1,4		
Slovaquie <sup>1)</sup>	0,7	-3,9	-3,1	-6,0	-1,7	-2,7	-3,5	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7		
Finlande <sup>1)</sup>	1,9	8,7	2,8	10,9	6,6	3,6	1,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,1	3,2	2,7	1,0		
Zone euro	100	1,1	1,0	0,3	1,9	1,6	0,4	-0,8	1,4	1,8	1,9	2,0	1,1	1,0	-0,2		

Sources : Données nationales et calculs de la BCE

Notes : Les pondérations sont fondées sur le PIB nominal de 2009. Les données trimestrielles relatives à l'agrégat de la zone euro incluent des données trimestrielles estimées pour l'Italie, obtenues à l'aide d'informations trimestrielles supplémentaires.

1) Logements existants (maisons et appartements) ; ensemble du pays

2) Tous les logements (maisons et appartements nouveaux et existants) ; ensemble du pays

3) Tous les appartements ; ensemble du pays

annuels négatifs à deux chiffres au quatrième trimestre 2011, les Pays-Bas enregistrant, pour leur part, un taux de contraction de 3,4 %. Dans d'autres pays, la hausse des prix du logement a été plus volatile sur l'ensemble de l'année 2011, comme en Estonie, où elle s'est accentuée avant de se modérer légèrement en fin d'année. En Allemagne, le taux de croissance annuel des prix de l'immobilier résidentiel a fluctué entre 3,1 % début 2011 et 2,3 % en fin d'année. Sur l'ensemble de l'année toutefois, la hausse a été nettement plus forte qu'en 2010.

Au total, compte tenu des ajustements dont la nécessité continue de se faire sentir dans certains pays, les évolutions des prix de l'immobilier résidentiel dans l'ensemble de la zone euro resteront probablement modérées pendant un certain temps.

### 3.5 PRÉVISIONS D'INFLATION

L'inflation devrait rester supérieure à 2 % en 2012, principalement en raison des hausses des prix de l'énergie et des augmentations de la fiscalité indirecte. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur les matières premières, les taux d'inflation annuels devraient revenir en deçà de 2 % début 2013. Dans un contexte de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées.

La dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (cf. encadré 7) montre que, par rapport à la précédente campagne d'enquête, les participants ont revu à la hausse leurs perspectives d'inflation pour 2012 et 2013, celles-ci se situant en moyenne à 2,3 % pour 2012 et 1,8 % pour 2013. Ces prévisions sont tout à fait conformes aux fourchettes ressortant des projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Les anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2016) demeurent inchangées, à 2,0 %.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH pour les années à venir sont encore considérés comme globalement équilibrés. Les risques à la hausse ont trait à un renchérissement des matières premières et à des relèvements de la fiscalité indirecte plus importants que prévu, tandis que les risques à la baisse sont liés à une évolution plus faible qu'anticipé de l'activité économique.

## Encadré 7

## RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DU DEUXIÈME TRIMESTRE 2012 AUPRÈS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS

Cet encadré présente les résultats de la campagne d'enquête du deuxième trimestre 2012 auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) menée par la BCE entre le 17 et le 19 avril 2012 et pour laquelle cinquante-six réponses ont été reçues<sup>1</sup>. Par rapport à la précédente campagne d'enquête, les résultats font apparaître une révision à la hausse des anticipations d'inflation pour 2012 et 2013, tandis que celles relatives à la croissance du PIB en volume ont été légèrement revues à la baisse pour ces deux années. S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2016), l'estimation ponctuelle moyenne est restée inchangée à 2,0 %.

## Révision à la hausse des anticipations d'inflation à court terme pour 2012 et 2013

Les anticipations d'inflation ressortant de l'EPP s'établissent à 2,3 % pour 2012 et à 1,8 % pour 2013 (cf. tableau), soit une révision à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour 2012 et de 0,1 point de pourcentage pour 2013. Les participants expliquent cette révision principalement par la hausse des prix de l'énergie observée depuis la précédente campagne d'enquête, mais également par une fiscalité indirecte et des prix administrés plus élevés que prévu dans certains pays.

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

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

IPCH	Horizon temporel couvert		
	2012	2013	Long terme <sup>2)</sup>
EPP T2 2012	2,3	1,8	2,0
EPP précédente (T1 2012)	1,9	1,7	2,0
Projections macroéconomiques de la BCE (mars 2012)	2,1–2,7	0,9–2,3	–
Consensus économique (avril 2012)	2,3	1,7	2,0
Baromètre de la zone euro (avril 2012)	2,3	1,8	2,1
<b>Croissance du PIB en volume</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Long terme<sup>2)</sup></b>
EPP T2 2012	- 0,2	1,0	1,8
EPP précédente (T1 2012)	- 0,1	1,1	1,8
Projections macroéconomiques de la BCE (mars 2012)	- 0,5–0,3	0,0–2,2	–
Consensus économique (avril 2012)	- 0,4	0,9	1,7
Baromètre de la zone euro (avril 2012)	- 0,3	0,9	1,8
<b>Taux de chômage<sup>1)</sup></b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Long terme<sup>2)</sup></b>
EPP T2 2012	11,0	10,9	8,9
EPP précédente (T1 2012)	10,6	10,6	8,8
Consensus économique (avril 2012)	10,9	11,0	–
Baromètre de la zone euro (avril 2012)	10,9	11,0	9,9

1) En pourcentage de la population active

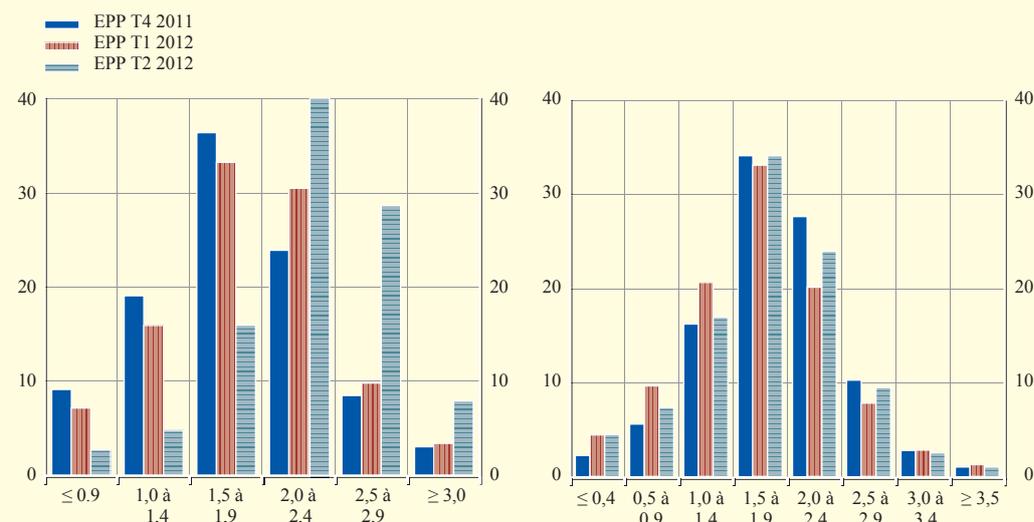
2) Les anticipations d'inflation à long terme correspondent à 2016 pour l'enquête EPP, le Consensus économique et le Baromètre de la zone euro.

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

(probabilité en pourcentage)

a) 2012

b) 2013



Source : BCE

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

Les anticipations d'inflation ressortant de l'EPP pour 2012 et 2013 se situent à l'intérieur des fourchettes présentées en mars 2012 dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE et reflètent celles publiées en avril par le Baromètre de la zone euro et le Consensus économique. La distribution des probabilités agrégées s'est déplacée vers le haut par rapport à la campagne d'enquête précédente (cf. graphique A). La probabilité la plus élevée (40 %) est à présent attribuée à une inflation comprise entre 2,0 % et 2,4 % en 2012 tandis que la probabilité attachée à l'intervalle compris entre 2,5 % et 2,9 % est de 29 %. Pour 2013, la plus forte probabilité (34 %) demeure attribuée à l'intervalle compris entre 1,5 % et 1,9 %, mais en deuxième position, on trouve à présent une probabilité de 24 % affectée à une inflation comprise entre 2,0 % et 2,4 %. Au total, la probabilité attribuée à une inflation égale ou supérieure à 2 % est passée de 44 % à 77 % pour 2012 et de 32 % à 37 % pour 2013.

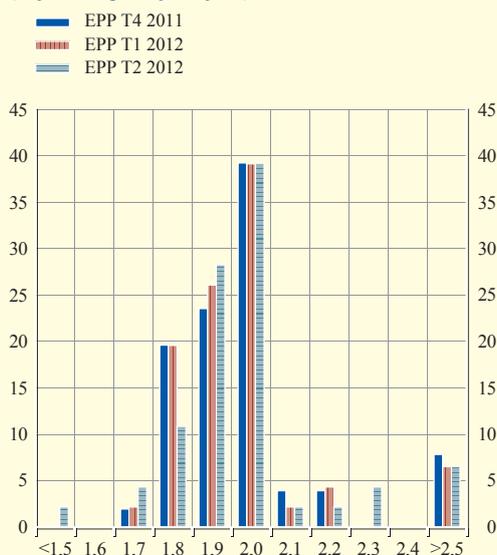
Certains participants ont cité le renchérissement de l'énergie et des matières premières, ainsi que de nouveaux relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés, comme faisant peser des risques à la hausse sur leur scénario de référence pour l'inflation. Dans leurs commentaires qualitatifs, ils ont estimé que les principaux risques à la baisse pesant sur leurs prévisions étaient liés à des perspectives économiques plus médiocres que prévu.

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

L'estimation ponctuelle moyenne de l'inflation à plus long terme reste inchangée à 2,0 % pour 2016. Assorties de deux décimales, les anticipations ressortent en moyenne à 1,99 %, contre 1,98 % lors de la précédente campagne. La médiane et le mode des prévisions ponctuelles sont également inchangés à 2,0 %, et la proportion de participants à l'enquête ayant fourni une estimation ponctuelle de 2,0 % est stable, à 39 % (cf. graphique B). Les anticipations d'inflation à plus long terme ressortant de l'EPP sont globalement conformes aux prévisions à long terme (pour 2016) du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro publiées en avril 2012.

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

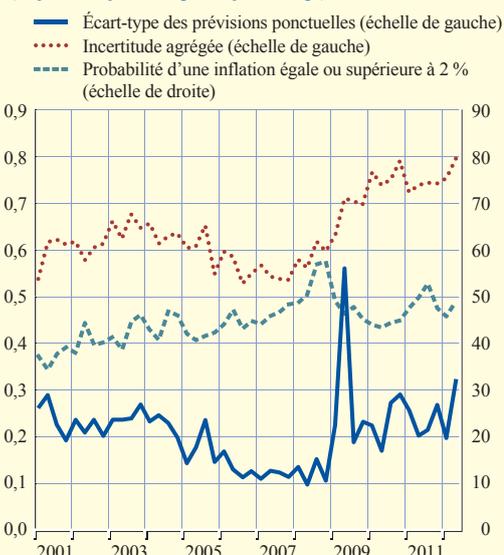
(en pourcentage des participants)



Source : BCE

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

(en points de pourcentage ; en pourcentage)



Source : BCE

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

La distribution des probabilités agrégées s'est légèrement déplacée vers le haut par rapport à la campagne d'enquête précédente, la probabilité que l'inflation soit égale ou supérieure à 2,0 % étant passée de 46 % à 49 %.

La divergence de vues entre les prévisionnistes s'agissant de leurs anticipations d'inflation à long terme, mesurée par l'écart-type de leurs estimations ponctuelles, s'est creusée à 0,3 point de pourcentage (au lieu de 0,2 point de pourcentage dans l'enquête précédente). L'incertitude agrégée qui entoure les anticipations d'inflation à long terme, mesurée par l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées, a de nouveau légèrement augmenté, atteignant son plus haut niveau historique (cf. graphique C)<sup>2</sup>.

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

Les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume ont été légèrement revues à la baisse (de 0,1 point de pourcentage pour les deux horizons de prévision) et s'établissent à présent à -0,2 % pour 2012 et à 1,0 % pour 2013. Ces anticipations se situent à l'intérieur des fourchettes publiées dans les projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE et sont légèrement supérieures aux prévisions publiées en avril 2012 par le Consensus économique et le Baromètre de la zone euro.

Selon les participants à l'enquête, la mise en œuvre de mesures d'assainissement budgétaire supplémentaires dans certains pays de la zone euro a été l'une des principales raisons à l'origine de la nouvelle légère révision à la baisse. Certains participants à l'enquête ont également évoqué le

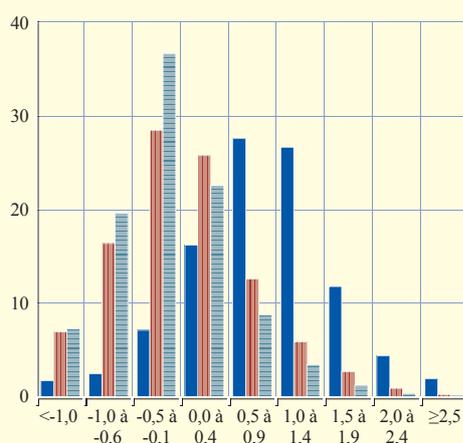
<sup>2</sup> Pour une analyse des mesures de l'incertitude, cf. l'encadré intitulé *Les mesures de la perception de l'incertitude macroéconomique* du *Bulletin mensuel* de janvier 2010

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

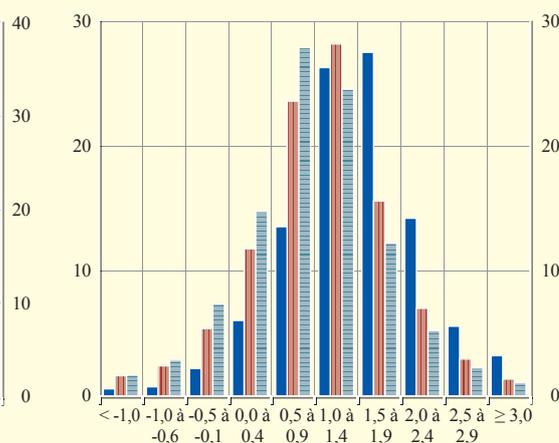
(probabilité en pourcentage)

a) 2012

■ EPP T4 2011  
 ■ EPP T1 2012  
 ■ EPP T2 2012



b) 2013



Source : BCE

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

désendettement du secteur privé et un taux de chômage plus élevé que prévu. Ces facteurs ont été toutefois partiellement contrebalancés par une amélioration des perspectives de l'économie mondiale, qui devrait exercer une incidence positive sur les exportations de la zone euro.

Les distributions des probabilités agrégées pour 2012 et 2013 se sont déplacées vers le bas, tout particulièrement pour 2012, les participants attribuant à présent la probabilité la plus forte (37 %) à l'intervalle compris entre - 0,5 % et - 0,1 % pour 2012, contre une probabilité de 29 % lors de la précédente campagne d'enquête.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance pour 2012 et 2013 sont toujours considérés comme orientés à la baisse. Les principaux risques à la baisse sont liés à une aggravation de la crise de la dette souveraine et à d'éventuelles interactions négatives entre assainissement budgétaire et croissance, ainsi qu'à de nouvelles hausses des cours du pétrole et à un ralentissement de la croissance dans les économies de marché émergentes.

Les anticipations de croissance à plus long terme (pour 2016) ressortent à 1,8 %, sans changement par rapport à l'enquête précédente. La distribution des probabilités agrégées s'est légèrement déplacée vers le haut par rapport à la précédente campagne d'enquête, la probabilité la plus forte (27 %) demeurant attribuée à l'intervalle compris entre 1,5 % et 1,9 %.

### Révision à la hausse des anticipations relatives au taux de chômage pour 2012 et 2013

Les anticipations relatives au taux de chômage ressortent à 11,0 % pour 2012 et à 10,9 % pour 2013, soit une révision à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour 2012 et de 0,3 point de pourcentage pour 2013. Une partie de cette révision à la hausse reflète probablement le fait que les dernières données relatives au chômage disponibles au moment de la précédente campagne d'enquête (novembre 2011)

ont été revues depuis à la hausse de 0,2 point de pourcentage. Selon les participants à l'enquête, la révision à la hausse des anticipations relatives au taux de chômage est principalement attribuée au ralentissement de l'activité économique. Les prévisions pour 2012 et 2013 sont globalement conformes aux derniers résultats publiés par le Consensus économique et le Baromètre de la zone euro.

S'agissant de l'évaluation des risques entourant ces anticipations, la persistance de la crise, notamment dans les pays du sud de l'Europe, est considérée par les participants à l'enquête comme le principal risque à la hausse pesant sur ces perspectives, tandis que les risques à la baisse paraissent essentiellement liés à la poursuite de la mise en œuvre de réformes structurelles et au succès de celles qui ont déjà été mises en place dans plusieurs pays. Les anticipations à plus long terme relatives au taux de chômage (pour 2016) ont augmenté pour se situer à 8,9 %.

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

Selon les autres informations fournies par les participants, les hypothèses relatives aux cours du pétrole, au taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar et au principal taux directeur de la BCE ont fait l'objet d'une révision à la hausse. Les participants estiment à présent que les cours du pétrole devraient se situer à 119 dollars le baril environ en 2012 et diminuer légèrement en 2013. Ils anticipent un taux de change de l'euro de l'ordre de USD 1,30 en 2012, l'euro s'appréciant légèrement en fin d'année. Le principal taux directeur de la BCE devrait s'établir en moyenne à 0,9 % en 2012 et à 1,0 % en 2013. Enfin, les hypothèses relatives à la croissance annuelle moyenne de la rémunération par tête sont restées inchangées, à 2,1 % environ pour 2012 et 2013.

## 4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Le PIB en volume s'est contracté de 0,3 % en rythme trimestriel dans la zone euro au quatrième trimestre 2011. Les indicateurs disponibles pour le premier trimestre 2012 continuent d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'activité économique à un faible niveau. Les dernières indications fournies par les données d'enquêtes relatives à la zone euro font état d'un contexte empreint d'incertitude. Dans le même temps, des éléments montrent que la reprise se poursuit au niveau mondial. Au-delà du court terme, un redressement progressif de l'économie de la zone euro est toujours attendu dans le courant de l'année, soutenu par la demande étrangère, le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et l'ensemble des mesures adoptées pour favoriser le bon fonctionnement de l'économie de la zone. Toutefois, les tensions subsistant sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier et le niveau élevé du chômage, devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance. Ces perspectives économiques continuent d'être soumises à des risques à la baisse.

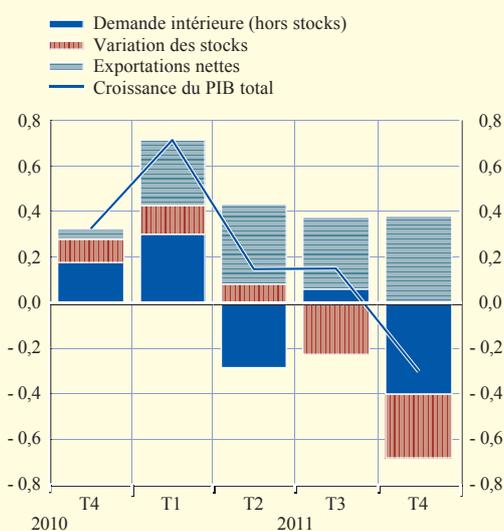
### 4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

La croissance du PIB en volume de la zone euro a diminué de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2011, après une hausse de 0,1 % les deux trimestres précédents (cf. graphique 27). Les contributions négatives de la demande intérieure et de la variation des stocks ont plus que compensé les évolutions des exportations nettes, qui ont continué d'apporter une contribution positive à la croissance de la production de la zone euro. L'encadré 8 examine les dernières évolutions des stocks et leur incidence sur le cycle conjoncturel.

Après une hausse de 0,2 % au troisième trimestre, la croissance de la consommation privée est redevenue négative au quatrième trimestre, affichant une contraction de 0,5 %. Cette évolution semble s'expliquer par la consommation de biens de consommation courante et de services. En revanche, les immatriculations de voitures particulières ont augmenté entre le troisième et le quatrième trimestre, les achats de véhicules contribuant ainsi positivement aux dépenses de consommation.

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

#### Encadré 8

### LA CONSTITUTION DE STOCKS : CONSIDÉRATIONS THÉORIQUES ET ÉVOLUTIONS RÉCENTES

Les stocks sont un facteur important des fluctuations du cycle conjoncturel et ont joué un rôle majeur au cours de la crise financière qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008<sup>1</sup>. Le présent encadré passe en revue les mécanismes par lesquels les stocks exercent une incidence sur l'activité économique, décrit leurs évolutions récentes et examine leurs implications pour la situation économique actuelle.

<sup>1</sup> Cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des stocks des entreprises* du Bulletin mensuel de mai 2009

## Stocks et cycle conjoncturel

Les ajustements des stocks sont un moyen de lisser la production dans un contexte de volatilité de la demande. Ils devraient par conséquent augmenter lorsque la demande est faible, et inversement. Toutefois, les données macroéconomiques empiriques indiquent que les ajustements des stocks accentuent aussi bien le recul de l'activité que le mouvement de reprise ultérieur. Au début d'une phase de ralentissement, on constate, comme prévu, une constitution de stocks involontaire, la production ne pouvant s'ajuster assez rapidement à la baisse de la demande. Cette période est toutefois suivie d'un processus de déstockage, les entreprises cherchant à alléger le niveau de leurs stocks en réduisant la production, ce qui accentue le repli de l'économie pendant cette phase conjoncturelle. Une fois que le rythme de déstockage se ralentit, les stocks apportent une contribution positive à la croissance du PIB, soutenant ainsi la reprise économique globale.

Il est important de noter que ce n'est pas la variation trimestrielle des stocks en elle-même qui a une incidence sur la croissance trimestrielle du PIB, mais la variation du rythme de la variation (qu'il s'agisse d'une accélération ou d'une décélération). Cela provient du fait que c'est la variation des stocks qui est une composante de la ventilation du PIB par type de dépense (la production qui n'est pas vendue sur la même période comptable vient accroître les stocks de cette période). Par conséquent, une contribution positive des stocks à la croissance ne passe pas nécessairement par une constitution de stocks effective, mais peut intervenir en cas de simple ralentissement du rythme de déstockage. C'est souvent le cas pendant une reprise de l'activité économique juste après que le point inférieur du cycle a été atteint, lorsque le rythme de déstockage atteint souvent son maximum.

## La question des données

Les stocks sont difficiles à recenser et à mesurer, et les données quantitatives les concernant sont sujettes à révisions. Ils sont particulièrement difficiles à recenser dans l'UE, parce qu'il n'y existe aucun équivalent des importants indicateurs mensuels relatifs aux ventes et aux stocks publiés par le département du Commerce des États-Unis, indicateurs largement commentés et s'avérant cruciaux pour l'analyse des évolutions des stocks dans ce pays. En revanche, dans l'UE, on utilise les données des comptes nationaux pour analyser les stocks. Elles présentent l'avantage d'une couverture exhaustive en principe, mais il faut faire preuve de prudence lors de l'interprétation des variations de stocks sur cette base, parce qu'elles sont la composante la moins fiable de la ventilation du PIB par type de dépense. Compte tenu du manque fréquent de données sources effectives ou fiables sur les stocks à une fréquence trimestrielle, les variations de stocks jouent souvent un rôle de premier plan dans le processus d'équilibrage des comptes nationaux et renferment par conséquent une composante résiduelle importante. En outre, les données concernant les évolutions des stocks font souvent l'objet de révisions substantielles<sup>2</sup>. Une difficulté supplémentaire tient au fait qu'Eurostat ne publie pas de données en volume (chaînées) relatives aux variations de stocks, mais seulement les contributions des stocks à la croissance (ou des variations de stocks, en valeur)<sup>3</sup>. Pour ces raisons, l'évaluation à court terme des évolutions des stocks repose largement sur des résultats d'enquêtes.

## Indicateurs à court terme pour les évolutions des stocks

Les données d'enquêtes peuvent être utilisées pour analyser les mouvements cycliques des stocks. Par exemple, le graphique A présente la variation des stocks calculée à partir de l'indice des directeurs d'achat.

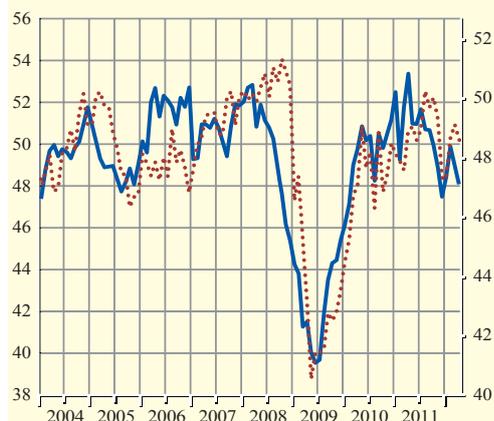
<sup>2</sup> Cf l'encadré intitulé *Fiabilité des estimations de la croissance du PIB de la zone euro et de ses composantes* du *Bulletin mensuel* de juin 2006

<sup>3</sup> Il est important de noter que la variation des stocks en valeur exclut les plus-values et les moins-values sur stocks. Elle diffère ainsi de la variation de la valeur des stocks, qui les inclut. Alors que l'identité comptable qui relie le PIB et les composantes de la demande est vérifiée en valeur et en volume à prix constants, elle ne l'est pas en volume en données chaînées (mais est toutefois vérifiée pour les contributions chaînées à la croissance). Par conséquent, à moins que l'office statistique n'en publie une estimation (comme c'est le cas aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni), les variations de stocks en données chaînées sont difficiles, voire impossibles, à calculer.

### Graphique A Variations de stocks d'après l'indice des directeurs d'achat de la zone euro

(indices de diffusion ; données mensuelles)

— consommations intermédiaires des secteurs manufacturier et du commerce de détail (échelle de gauche)  
 ..... produits finis du secteur manufacturier (échelle de droite)

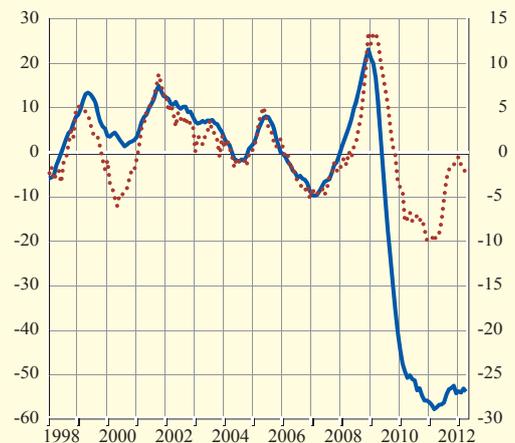


Sources : Markit et calculs de la BCE.  
 Note : Moyenne simple des stocks de consommations intermédiaires des secteurs manufacturier et du commerce de détail

### Graphique B Niveau des stocks de produits finis dans le secteur manufacturier dans la zone euro

(soldes nets des enquêtes ; données mensuelles)

— indice des directeurs d'achat cumulé (échelle de gauche)  
 ..... Commission européenne (échelle de droite)



Sources : Markit, Commission européenne et calculs de la BCE.  
 Note : Fondé sur les séries à moyenne retranchée de la Commission européenne sur la période 1997-2008 et les indices cumulés et à moyenne retranchée des directeurs d'achat dans la zone euro, corrigés de la tendance et réconciliés avec les séries de la Commission européenne déjà mentionnées

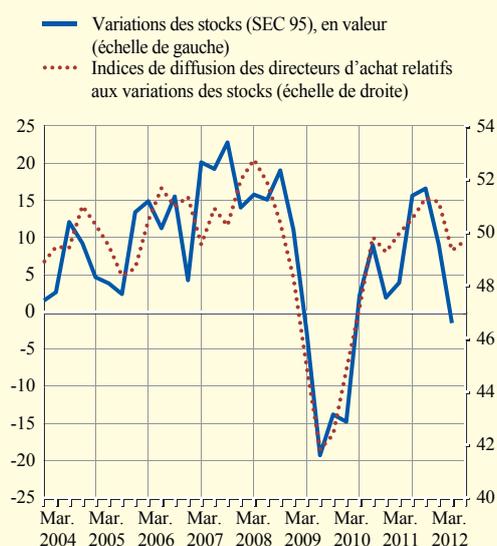
Les indices sont construits de telle manière qu'une valeur supérieure à 50 indique en principe une constitution de stocks et une valeur inférieure à 50 correspond à un mouvement de déstockage.

Comme le montre le graphique A, les indices des directeurs d'achat font état de différences significatives dans l'évolution des stocks de produits finis dans le secteur manufacturier (qui s'ajustent après) et des stocks de consommations intermédiaires et de produits de détail (qui s'ajustent en premier). Les entreprises peuvent plus facilement ajuster leurs stocks de consommations intermédiaires, en reportant ou en annulant des commandes ou des livraisons par exemple, que leurs stocks de produits finis, qui requièrent des ajustements de la production plus coûteux et qui prennent plus de temps. Au moment de la faillite de Lehman Brothers par exemple, le déstockage des consommations intermédiaires et des produits de détail dans l'industrie manufacturière s'est amorcé dès septembre 2008 et s'est accéléré par la suite. En revanche, la constitution de stocks de produits finis s'est poursuivie (et s'est même légèrement renforcée) jusqu'à mi-décembre 2008. Cela tend à démontrer que le déstockage volontaire des consommations intermédiaires et des produits de détail a contribué à l'augmentation involontaire des stocks de produits finis, les producteurs s'avérant incapables de réduire leur production suffisamment rapidement pour éviter que le ratio des stocks de produits finis dans le secteur manufacturier rapportés aux ventes ne dépasse les niveaux souhaités. Un « choc de stocks » conduit donc dans un premier temps à une modification de la composition des stocks, avant d'affecter leur niveau global.

D'autres enquêtes fournissent des informations sur le niveau des stocks plutôt que sur leur variation. Tel est le cas des enquêtes menées par la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise. Le graphique B fait ressortir une forte hausse de l'appréciation du niveau des stocks de produits finis dans le secteur manufacturier par rapport à leur niveau « normal » courant 2008, ce qui est conforme aux éléments ressortant de l'indice des directeurs d'achat, qui font état d'une accumulation de ces stocks en 2008. Il met également en évidence le caractère involontaire de cette constitution de stocks, son niveau évalué s'inscrivant au-dessus de sa moyenne.

**Graphique C Variations des stocks dans la zone euro calculées à partir des comptes nationaux et des indices des directeurs d'achat**

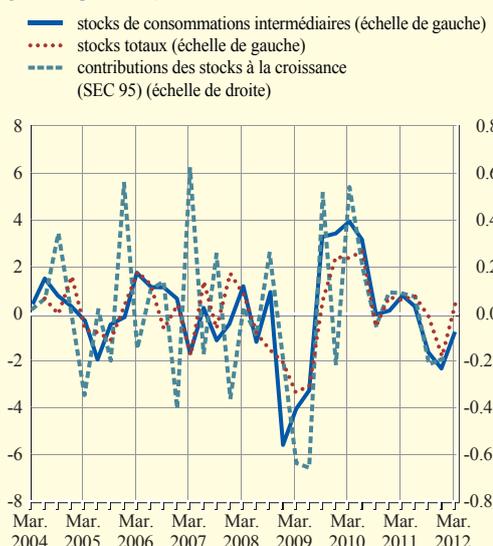
(indices de diffusion ; en milliards d'euros)



Sources : Markit, Eurostat et calculs de la BCE  
 Note : Comptes nationaux : variations des stocks, en valeur. Indice des directeurs d'achat : moyenne des stocks de consommations intermédiaires et de produits finis dans les stocks des secteurs manufacturier et du commerce de détail

**Graphique D Contributions des stocks à la croissance du PIB de la zone euro calculées à partir des comptes nationaux et des indices des directeurs d'achat**

(variations en points d'indices de diffusion ; en points de pourcentages du PIB)



Sources : Markit, Eurostat et calculs de la BCE  
 Note : Comptes nationaux : contributions en volume en données chaînées. Indice des directeurs d'achat : variations en indices (en points). Cf. graphique C

En revanche, les stocks ont continué d'être considérés dans cette enquête comme durablement supérieurs à leur niveau « normal » début 2009, ce qui peut sembler contredire les éléments ressortant de l'indice des directeurs d'achat, qui font état d'un déstockage important. Toutefois, la différence apparente entre les deux séries peut en fait indiquer que le déstockage volontaire des produits finis ressortant de l'indice des directeurs d'achat était simplement jugé insuffisant, les entreprises révisant à la baisse leurs objectifs en termes de stocks parallèlement à la diminution du niveau de leurs stocks.

Les qualités d'indicateurs avancés que présentent certains de ces indicateurs à court terme pour les évolutions des données trimestrielles des comptes nationaux relatives aux stocks sont illustrées dans les graphiques C et D. Le graphique C retrace les variations trimestrielles de stocks dans la zone euro, en données corrigées des variations saisonnières, d'après les données des comptes nationaux (en valeur) par rapport à l'indice des directeurs d'achat. Le graphique D montre la contribution des stocks à la croissance du PIB, en volume en données chaînées, par rapport à la variation de l'indice des directeurs d'achat. Les graphiques font ressortir que les évolutions des stocks mesurées d'après les données des comptes nationaux et d'après les données provenant de l'enquête auprès des directeurs d'achat sont globalement cohérentes.

Les données issues d'enquêtes relatives aux stocks sont donc utiles pour l'analyse des évolutions économiques, notamment en raison de leur délai d'obtention et de leur fiabilité par rapport aux données des comptes nationaux. La ventilation du PIB par type de dépense est disponible après soixante jours seulement et, contrairement aux données d'enquêtes, les données relatives aux contributions des stocks à la croissance du PIB sont sujettes à d'importantes révisions.

## Analyse provisoire des évolutions des stocks en 2011-2012

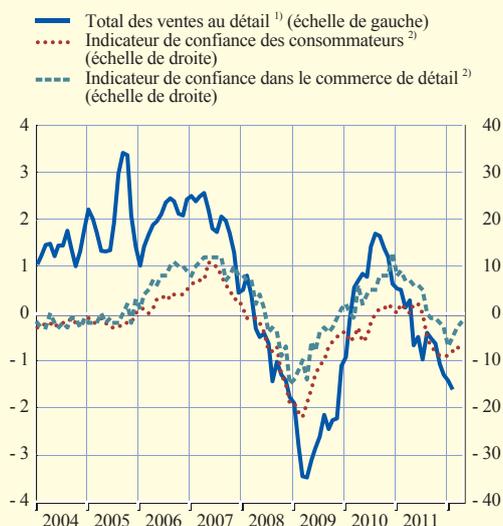
Selon les données récentes relatives aux évolutions des stocks, après une phase de reconstitution, la détérioration des perspectives économiques et le durcissement des conditions de financement ont entraîné, mi-2011, un retournement du cycle des stocks, les variations de stocks contribuant négativement à la croissance du PIB en volume aux troisième et quatrième trimestres. Cette situation était similaire à celle de fin 2008. Toutefois, dans un contexte de niveaux relativement faibles des stocks (cf. graphique B) et de déstockage modéré enregistré dans les comptes nationaux au dernier trimestre 2011 (cf. graphique C), la probabilité d'un déstockage prononcé pesant sur la croissance du PIB début 2012, comme observé début 2009, semble très limitée. En outre, depuis janvier 2012, les enquêtes auprès des directeurs d'achat font état d'un déstockage moins rapide, et donc de contributions des stocks à la croissance potentiellement moins négatives ou plus positives que prévu (cf. graphique D).

S'agissant du premier trimestre 2012, les informations relatives à la consommation privée font état d'évolutions toujours moroses de la dépense des ménages. Le volume des ventes au détail a enregistré une croissance étale en février et s'est établi, au cours des deux premiers mois du premier trimestre, 0,2 % environ au-dessus de son niveau moyen du quatrième trimestre 2011, soit une amélioration par rapport au trimestre précédent, où les ventes au détail s'étaient contractées de 1,1 %. Dans le même temps, même si les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont augmenté en février et mars 2012, elles ont continué de reculer fortement, de 7,9 % en rythme trimestriel au premier trimestre. Cette évolution contraste avec le dernier trimestre 2011, lors duquel les nouvelles immatriculations avaient progressé de 1,3 %. Les données d'enquêtes relatives au commerce de détail dénotent également une atonie persistante de la consommation de biens de consommation courante au premier trimestre 2012 et en avril (cf. graphique 28). En moyenne, l'indice des directeurs d'achat relatif au commerce de détail est resté inchangé au premier trimestre 2012, à 46,7, demeurant ainsi inférieur au seuil théorique de 50 qui délimite la frontière entre expansion et contraction, ce qui témoigne du niveau toujours faible des ventes. L'indice a chuté à 41,3 en avril, soit le chiffre le plus bas depuis fin 2008. De plus, après trois mois d'amélioration, la confiance des consommateurs s'est détériorée dans la zone euro en avril. L'indice, qui s'est globalement stabilisé après la forte baisse enregistrée au second semestre 2011, demeure inférieur à sa moyenne de long terme, indiquant ainsi une faiblesse persistante des dépenses de consommation. De même, l'indicateur des achats importants demeure inférieur à sa moyenne de long terme.

La FBCF a diminué de 0,5 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2011, après des baisses de 0,2 % lors des deux trimestres précédents. S'agissant de la ventilation de l'investissement au quatrième trimestre, l'investissement dans la construction s'est contracté de 0,4 % en glissement trimestriel et l'investissement

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

(données mensuelles)



Sources : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs et Eurostat  
1) Variations annuelles en pourcentage ; moyennes mobiles sur 3 mois ; données corrigées des jours ouvrés ; y compris les combustibles  
2) Soldes d'opinion ; données corrigées des variations saisonnières et centrées

hors construction de 0,5 %. La production industrielle de biens d'équipement (un indicateur des évolutions futures de l'investissement hors construction) a augmenté de 0,7 % en février, après une baisse de 0,4 % en janvier. Le niveau moyen de la production de biens d'équipement au cours de ces deux mois a néanmoins été inférieur de 0,7 % à celui du quatrième trimestre, où la production avait diminué de 1,5 % en rythme trimestriel. Les résultats des enquêtes relatives à l'industrie hors construction (l'indice des directeurs d'achat et l'indicateur de la Commission européenne) font apparaître, dans l'ensemble, une amélioration limitée de l'activité d'investissement au premier trimestre 2012 par rapport au quatrième trimestre 2011. Parallèlement, les enquêtes de la Commission montrent que l'utilisation des capacités de production est restée globalement stable sur la période de trois mois s'achevant en avril 2012, à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme.

L'investissement dans la construction devrait également être resté faible au premier trimestre. La production dans le secteur de la construction de la zone euro a diminué de 7,0 % en glissement mensuel en février 2012, évolution fortement influencée par les mauvaises conditions météorologiques dans certaines parties de la zone euro. Ce recul a été conforme à l'indice des directeurs d'achat relatif à la construction, qui avait déjà indiqué une forte contraction. Aucun signe de reprise n'a été observé jusqu'à présent, les contraintes de financement et les corrections en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays de la zone euro continuant de peser sur l'investissement dans la construction. Les enquêtes confirment la faiblesse persistante de l'investissement. Par exemple, l'indicateur relatif à la confiance dans la construction publié par la Commission européenne reste inférieur à sa moyenne historique (les données sont disponibles jusqu'à avril 2012). Dans le même temps, même si l'indice des directeurs d'achat relatif à la construction dans la zone euro s'est redressé en mars, il demeure néanmoins nettement inférieur à 50, indiquant de nouvelles évolutions négatives au premier trimestre 2012.

S'agissant des échanges commerciaux, les importations et les exportations ont fléchi de 1,4 % et 0,4 %, respectivement, au quatrième trimestre 2011, principalement en raison du ralentissement de la croissance économique dans la zone euro et au niveau mondial sur la période. Au cours des deux premiers mois de 2012, toutefois, les exportations de biens se sont redressées sur fond de renforcement de la demande étrangère. Les importations de biens ont également progressé en valeur sur la période, bien que les données disponibles laissent penser que cette évolution a reflété en partie des hausses des prix des importations. Les données d'enquêtes relatives aux exportations de la zone euro ont été également légèrement plus encourageantes au début de l'année, dans un contexte de signes croissants de stabilisation de la demande extérieure. Au premier trimestre 2012, le niveau moyen de l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation adressées au secteur manufacturier de la zone euro a été nettement supérieur à la moyenne du trimestre précédent, tout en demeurant inférieur au seuil théorique de 50 délimitant la frontière entre expansion et contraction. Plus récemment, toutefois, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a fléchi en données mensuelles en avril, faisant état de risques à la baisse pesant sur la croissance des exportations à court terme. Corroborant globalement les perspectives d'évolution de l'activité économique dans la zone euro, les perspectives à court terme pour les importations sont relativement médiocres.

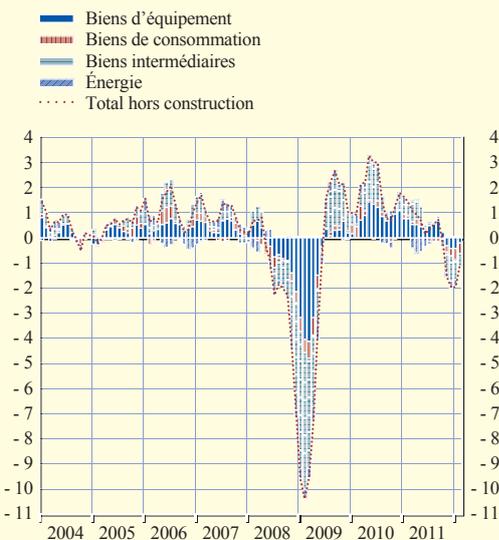
#### 4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

La valeur ajoutée réelle a diminué de 0,2 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2011. Elle s'est contractée de 1,7 % dans l'industrie (hors construction) tandis qu'elle a augmenté de 0,1 % dans les services, et de 0,3 % dans la construction.

En ce qui concerne les évolutions au premier trimestre 2012, la production industrielle (hors construction) s'est accrue de 0,4 % en février, après une croissance égale le mois précédent. En janvier et en février, la production s'est établie en moyenne à 0,6 % au dessous de son niveau du quatrième trimestre. Cette évolution représente une amélioration, après la contraction de 2,0 % en glissement trimestriel observée au dernier trimestre de l'année (cf. graphique 29). Parallèlement, les nouvelles commandes à

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

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

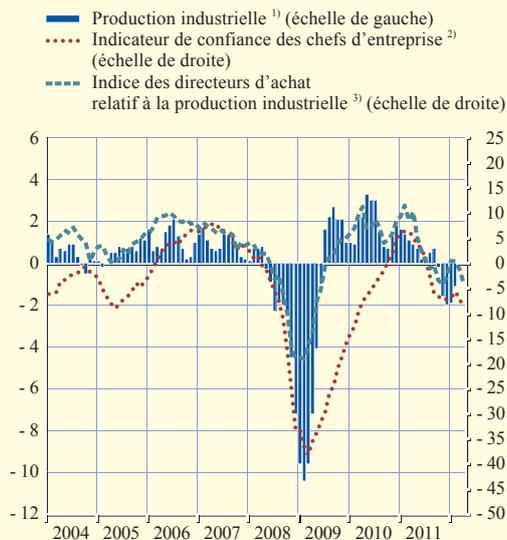


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

### Graphique 30 Production industrielle, indicateur de confiance des chefs d'entreprise et indice des directeurs d'achat

(données mensuelles cvs)



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

Notes : Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.

1) Variations en pourcentage sur 3 mois glissants

2) Soldes d'opinion

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

l'industrie dans la zone euro (hors matériel de transport lourd) ont encore fléchi, de 0,8 % en rythme mensuel en février, après une baisse de 2,5 % en janvier. Même si des données d'enquêtes plus récentes confirment le scénario d'une atonie persistante, elles font également apparaître une certaine stabilisation au premier trimestre 2012 par rapport au quatrième trimestre 2011. Par exemple, bien que l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier ait diminué au cours de la période de trois mois s'achevant en avril, sa moyenne au premier trimestre 2012 était encore supérieure à celle du dernier trimestre 2011 (cf. graphique 30). Dans le même temps, les données d'enquêtes de la Commission européenne montrent que le fléchissement de la demande et la détérioration des conditions de financement ont exercé une incidence négative sur la production durant la période de trois mois s'achevant en avril 2012. L'indice des directeurs d'achat dans le secteur des services s'est également amélioré au premier trimestre 2012 avant de diminuer en avril. D'autres enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise, comme celles de la Commission européenne, vont globalement dans le sens des évolutions affichées par l'indice des directeurs d'achat. L'encadré 9 présente une approche visant à identifier les signaux cycliques à partir des indicateurs économiques. Il en ressort essentiellement que les hausses des indicateurs économiques de la zone euro au premier trimestre reflètent une véritable amélioration cyclique. Toutefois, les données disponibles pour le deuxième trimestre sont encore trop limitées pour que l'on puisse en tirer des conclusions. Si la plupart des données d'enquêtes pour la zone euro font état d'une détérioration en avril, certains résultats d'enquêtes nationales présentent un tableau plus contrasté.

## Encadré 9

## IDENTIFIER LES SIGNAUX CYCLIQUES À PARTIR DES INDICATEURS ÉCONOMIQUES DE LA ZONE EURO

Pour l'analyse cyclique en général et l'évaluation de la situation économique actuelle de la zone euro en particulier, il peut être très utile d'essayer de déterminer si le retournement de l'un des indicateurs économiques mensuels faisant l'objet d'un suivi régulier est véritablement de nature cyclique ou s'il s'agit simplement d'un « bruit ». Le recours à des techniques de filtrage permet de distinguer la tendance-cycle des mouvements irréguliers dans les séries temporelles. Toutefois, la fiabilité des résultats filtrés est généralement moindre en fin d'échantillon, c'est-à-dire pour la partie de la série temporelle qui est la plus pertinente pour l'évaluation de la situation économique courante. Pour éviter cet inconvénient, une autre solution consiste à fonder la distinction entre véritable mouvement cyclique et volatilité des données sur l'analyse des séries dans le passé. Il est possible, à cet effet, d'appliquer une mesure des « mois de dominance cyclique » (*Months for Cyclical Dominance-MCD*), reposant sur une comparaison de l'ampleur moyenne des variations des composantes irrégulières et cycliques d'une série sur différentes durées dans le passé<sup>1</sup>. Cette mesure statistique permet de calculer approximativement la durée à partir de laquelle la variation d'une série doit être prise en compte pour avoir la relative certitude qu'elle correspond à une évolution cyclique et non à un bruit. L'encadré présente la mesure des MCD et l'applique à une palette d'indicateurs régulièrement utilisés pour le suivi de l'activité économique dans la zone euro.

## L'approche par la mesure des MCD

Pour calculer la valeur des MCD relatifs à un indicateur économique, la série corrigée des variations saisonnières doit être ventilée en estimations de ses composantes irrégulière, cyclique et, le cas échéant, tendancielle. Cette ventilation peut être effectuée au moyen des techniques habituelles de filtrage. Si les variations de la composante tendancielle sont proches de zéro sur les horizons à court terme, les variations à court terme de la série temporelle peuvent être largement attribuées à des variations des composantes irrégulière et cyclique. On calcule ensuite les ratios bruit/signal. Ces ratios comparent l'ampleur moyenne de la variation à court terme de chacune de ces deux composantes sur différentes durées. Comme l'ampleur de la variation de la composante cyclique tend à s'accroître avec la durée, alors que la variation de la composante irrégulière demeure pratiquement la même quelle que soit la durée, le ratio bruit/signal diminue avec l'allongement de la durée. Une fois que la variation de la composante cyclique dépasse celle de la composante irrégulière, le ratio devient inférieur à 1. La durée atteinte à ce stade représente le nombre de mois requis, en moyenne, pour que la composante cyclique domine la composante irrégulière pour la série considérée (MCD). Le MCD correspond donc à la durée minimale pendant laquelle la variation d'une série donnée doit être observée pour qu'on puisse la considérer comme cyclique. En général, plus une série est bruitée, plus cette durée est longue.

Cependant, si une valeur du ratio inférieure à 1 indique qu'une variation observée dans la série sur cette durée est davantage susceptible de refléter une évolution cyclique qu'un bruit, pour avoir une relative certitude que tel est effectivement le cas, il pourrait également être envisagé de retenir une durée correspondant à un ratio bruit/signal légèrement plus faible. Pour une valeur de 0,95, par exemple, les variations de la composante irrégulière sur cet horizon ont été en moyenne inférieures de 5 % seulement à celles de la composante cyclique. La valeur du ratio bruit/signal ne doit toutefois pas être trop faible, pour ne pas retarder la détection des variations cycliques.

<sup>1</sup> La mesure des MCD (*Months for Cyclical Dominance*) est due à J. Shiskin, *Electronic Computers and Business Indicators, Occasional Paper Series*, n° 57, National Bureau of Economic Research, 1957. Cf. également J. Shiskin, *How accurate?*, *The American Statistician*, vol. 14, n° 4, octobre 1960

## Résultats empiriques pour les indicateurs économiques de la zone euro

L'approche des MCD a été appliquée à une série d'indicateurs d'activité économique à court terme de la zone euro. Les indicateurs considérés comprenaient des données « solides » relatives à la production dans les secteurs de l'industrie et de la construction ainsi que dans des sous-secteurs de l'industrie. Des données tirées des enquêtes de la Commission européenne et de l'enquête auprès des directeurs d'achat sur les évolutions de l'activité dans l'industrie, la construction et les services ainsi que dans l'ensemble de l'économie ont également été prises en compte. Le tableau présente les ratios bruit/signal des indicateurs pour des durées allant de un à six mois<sup>2</sup>. Il donne également une estimation de la durée minimale nécessaire pour qu'une variation des différents indicateurs permette de conclure avec une relative certitude à son caractère cyclique. Afin de ménager une marge de sécurité pour la sélection empirique de l'horizon temporel et de réduire la probabilité d'un faux signal de variation cyclique, le seuil du ratio bruit/signal a été fixé à un niveau inférieur à 0,8.

Le tableau montre qu'il existe d'importantes différences dans les ratios bruit/signal pour les indicateurs considérés et donc dans le nombre de mois pendant lesquels une variation doit être observée pour que l'on puisse la considérer avec une relative certitude comme étant cyclique. Pour la grande majorité des séries de données solides relatives à la production, la composante irrégulière domine sur les évolutions de la composante cyclique, même quand des variations de trois mois ou plus sont prises en compte. Même pour les séries globales relatives à la production industrielle (hors construction), les évolutions doivent être observées, en retenant la marge de sécurité précitée du ratio bruit/signal, durant cinq mois au moins avant

<sup>2</sup> Les résultats empiriques ont été calculés en appliquant le filtre passe-bande de Baxter-King.

### Ratios bruit/signal et nombre de mois retenus pour les indicateurs d'activité économique

Indicateur mensuel	Ratio bruit/signal (nombre de mois)						Nombre de mois retenus
	1	2	3	4	5	6	
Production industrielle (hors construction)	3,0	1,6	1,0	0,9	0,7	0,5	5
Production de biens intermédiaires	2,0	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Production de biens d'équipement	2,8	1,5	1,0	0,8	0,7	0,5	5
Production de biens de consommation durables	3,6	1,8	1,3	1,0	0,8	0,6	6
Production de biens de consommation non durables	4,8	2,5	1,8	1,5	1,2	0,9	>6
Production de biens de consommation	3,0	1,8	1,4	1,1	0,9	0,7	6
Production d'énergie	6,0	3,6	2,4	1,9	1,6	1,3	>6
Production manufacturière	2,2	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Production dans la construction	4,4	2,5	1,7	1,4	1,2	1,0	>6
Indicateur CE de confiance dans l'industrie	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	2
Indicateur CE de confiance dans les services	1,9	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Indicateur CE de confiance dans la construction	2,6	1,6	1,0	0,7	0,6	0,4	4
Indicateur CE de climat économique	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	2
Indice global des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	3
Indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier	1,3	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	3
Indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier	1,3	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4	3
Indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services	1,6	1,1	0,9	0,6	0,5	0,4	4
Indice des directeurs d'achat relatif aux nouveaux contrats dans le secteur des services	1,7	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	4
Indice des directeurs d'achat relatif à la production dans la construction	2,1	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	5
Indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes dans la construction	1,9	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5	4
Indice composite des directeurs d'achat relatif à la production	1,3	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Indice composite des directeurs d'achat relatif aux nouveaux contrats	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4

Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et calculs de la BCE  
Note : CE correspond à la Commission européenne

de pouvoir être considérées avec une relative certitude comme étant de nature cyclique. Les variations de séries comme la construction et la production d'énergie doivent être observées sur une durée encore plus longue. L'indicateur le plus performant pour les données relatives à la production est celui de la production de biens intermédiaires, mais, même dans ce cas, une variation doit être observée pendant quatre mois avant que l'on puisse en tirer une conclusion. De plus, si l'on prend en compte les délais de publication des données relatives à la production (environ un mois et demi après le mois de référence) même pour la série relative à la production de biens intermédiaires, un signal cyclique ne peut être identifié avec une certitude raisonnable qu'environ un semestre après le mois de référence, ce qui est trop tard pour être utile à l'analyse de la situation économique courante.

Les indicateurs tirés d'enquêtes affichent de meilleures performances que les données solides, mais, là encore, il existe des différences notables entre les indicateurs. Les meilleurs résultats sont obtenus par l'indicateur de confiance dans l'industrie établi par la Commission européenne, suivi de près par son indicateur du climat économique. Pour ces indicateurs, même les variations observées sur deux mois présentent une probabilité relativement élevée d'être liées au cycle. En ce qui concerne la confiance dans l'industrie, les fluctuations irrégulières sur deux mois sont déjà en moyenne, quelque 50 % plus faibles que les variations cycliques. Parmi les indices tirés d'enquêtes auprès des directeurs d'achat, l'indice pour le secteur manufacturier donne les meilleurs résultats, avec des ratios bruit/signal de 0,6 à 0,7 pour des variations d'une durée de trois mois. La meilleure performance des enquêtes en termes de MCD ainsi que leur disponibilité plus rapide (ils sont publiés vers la fin du mois considéré ou au début du mois suivant) font que ces données sont les plus utiles en termes d'information rapidement disponible sur les évolutions cycliques (dans la mesure où elles ressortent des données d'enquêtes).

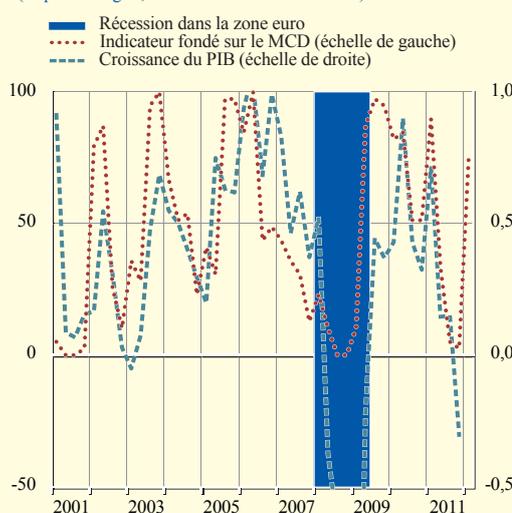
### Signaux relatifs à la situation cyclique dans la zone euro

Un moyen commode de synthétiser les signaux cycliques à partir des indicateurs à court terme sur la base de leur MCD consiste à calculer la fraction de ces indicateurs qui signale une amélioration cyclique, c'est à dire la fraction qui s'est améliorée au moins sur la durée considérée comme fiable sur la base des MCD. Cette approche est illustrée dans le graphique à l'aide des signaux donnés par la série d'enquêtes précédemment mentionnée. Les données solides ne sont pas prises en compte dans cet indicateur synthétique en raison du caractère tardif de leurs signaux de variation cyclique.

Le graphique montre que cet indicateur semble détecter de façon relativement fiable les variations de la vigueur sous-jacente de la croissance du PIB. Toutefois, il ne faut pas considérer que cet indicateur synthétique fournit des estimations quantitatives du dynamisme de la croissance. Les variations de cet indicateur précèdent légèrement, en moyenne, les variations de la vigueur sous-jacente de la croissance du PIB. De plus, l'information sous-jacente à l'indicateur est

#### Fraction d'une sélection d'indicateurs tirés d'enquêtes indiquant une amélioration cyclique

(en pourcentages ; taux de croissance trimestriels)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et calculs de la BCE  
Note : Pour améliorer la lisibilité du graphique, les taux de croissance fortement négatifs du PIB pendant la récession sont coupés. MCD correspond à *Months for Cyclical Dominance*

disponible plus rapidement que les données des comptes nationaux pour la même période de référence. En ce qui concerne la situation actuelle, cet indicateur fait état d'une amélioration cyclique au premier trimestre 2012. Environ 75 % des séries sous-jacentes ont présenté des résultats en hausse au premier trimestre au moins sur l'horizon considéré comme fiable à l'aune des MCD.

Globalement, l'approche des MCD constitue un outil pertinent pour distinguer les évolutions cycliques des mouvements irréguliers des indicateurs économiques et pour identifier les indicateurs susceptibles de fournir des signaux précoces d'inflexion dans le cycle. Toutefois, cette approche, qui met l'accent sur les indicateurs présentant de faibles ratios bruit/signal et fournit rapidement des informations sur un point de retournement, ne prend pas en compte la solidité de leur relation avec la croissance du PIB. En outre, l'ensemble des séries figurant dans l'indicateur synthétique utilisé pour illustrer les résultats et le système de pondération appliqué n'est pas destiné à permettre le calcul d'indications quantitatives sur la vigueur de la croissance. Cela étant, l'indicateur synthétique semble retracer de façon relativement satisfaisante et à un stade précoce les modifications de la dynamique de fond de la croissance dans la zone euro. En ce qui concerne la situation cyclique actuelle de la zone euro, les résultats suggèrent que les hausses des indicateurs économiques au premier trimestre ne sont pas simplement un bruit mais reflètent probablement une véritable amélioration cyclique, les données disponibles pour le deuxième trimestre étant encore trop limitées pour que l'on puisse en tirer des conclusions.

### 4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

La situation continue de se détériorer sur les marchés du travail de la zone euro. L'emploi a reculé au second semestre 2011 et le taux de chômage a augmenté. Les données d'enquêtes laissent présager d'autres évolutions négatives au cours des mois à venir.

L'emploi a diminué de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième et au quatrième trimestres 2011, après avoir affiché une croissance positive au cours des deux premiers trimestres (cf. tableau 7). Dans le même temps, les heures travaillées ont diminué de 0,4 %, en glissement trimestriel, au quatrième trimestre. Au niveau sectoriel, en glissement trimestriel, les derniers chiffres font apparaître une forte baisse de l'emploi dans la construction, les reculs dans l'industrie (hors construction) et dans les services étant moins prononcés.

**Tableau 7 Croissance de l'emploi**

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

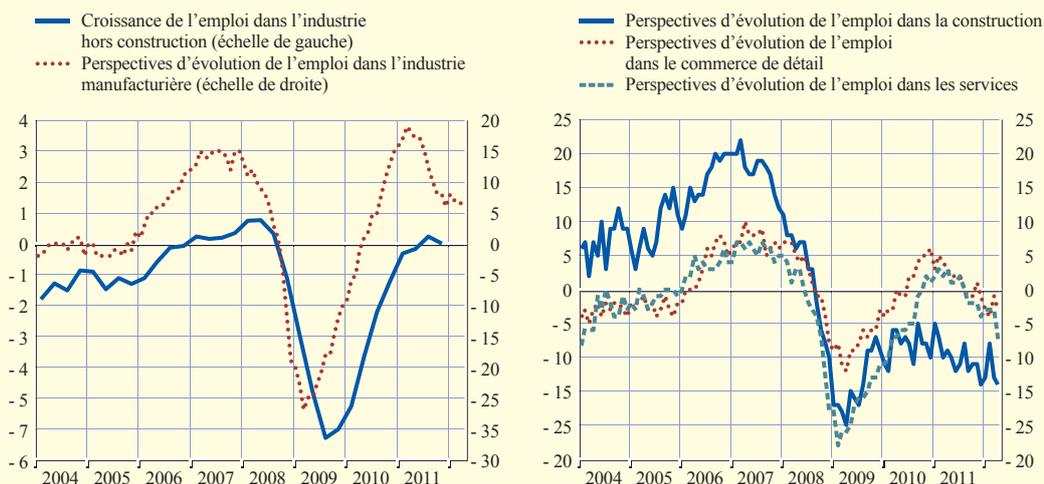
	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2010	2011	2011 T2	2011 T3	2011 T4	2010	2011	2011 T2	2011 T3	2011 T4
Ensemble de l'économie	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche	-0,9	-2,6	0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,9	-0,9	-1,2	-0,3
Industrie	-3,3	-1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,9	-0,8	-0,7	-0,1	-1,0
Hors construction	-3,1	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,6	-0,4	0,4	-0,2
Construction	-3,8	-3,8	-0,5	-1,6	-1,6	-3,9	-3,6	-1,3	-1,1	-2,6
Services	0,4	0,7	0,3	-0,1	-0,1	0,7	0,7	-0,1	0,3	-0,2
Commerce et transport	-0,7	0,6	0,6	-0,1	-0,4	-0,3	0,4	0,2	0,5	-0,8
Information et communication	-1,1	1,6	0,5	-0,3	0,0	-0,8	1,4	-0,1	0,4	-0,7
Activités financières et d'assurance	-1,0	-0,2	-0,3	0,1	0,0	-0,6	0,2	-0,5	0,2	-0,3
Activités immobilières	-0,4	2,6	-0,5	-0,5	2,2	0,6	2,1	-0,7	0,8	1,2
Activités spécialisées	2,0	2,6	0,9	-0,2	0,4	2,8	3,0	0,5	0,1	0,5
Administration publique	1,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	1,1	0,1	-0,3	0,1	0,1
Autres services <sup>1)</sup>	0,8	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	0,6	-0,5	-1,3	1,0	-0,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

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

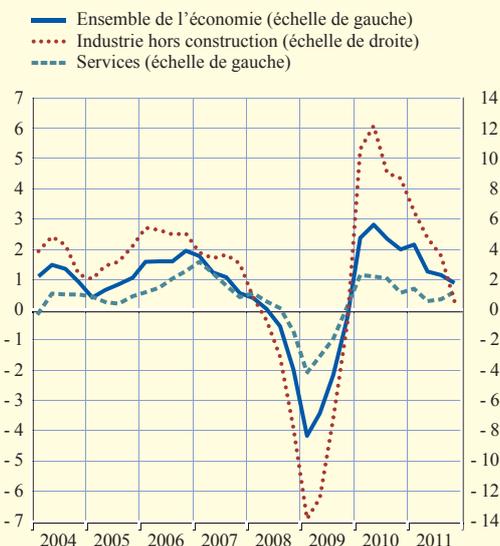


Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs  
Note : Les soldes d'opinion sont centrés.

La croissance annuelle du PIB ayant diminué davantage en 2011 que celle de l'emploi, la croissance annuelle de la productivité du travail par personne employée s'est ralentie à 0,9 % au quatrième trimestre, après 2,2 % au premier trimestre (cf. graphique 32). Sur cette période, la croissance annuelle de la productivité horaire du travail a diminué, revenant de 1,8 % à 0,7 %. En ce qui concerne le premier trimestre 2012, les derniers chiffres de l'indice des directeurs d'achat vont dans le sens d'une croissance globalement stable de la productivité.

Graphique 32 Productivité du travail par personne employée

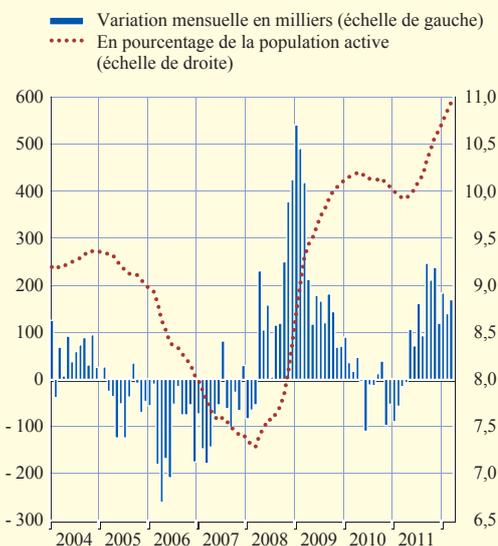
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 33 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

Le taux de chômage s'est accru pour s'établir à 10,9 % en mars (cf. graphique 33). Cette évolution représente une hausse de 1,0 point de pourcentage par rapport à avril 2011, où le taux de chômage avait recommencé à augmenter. Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'évolutions toujours négatives de l'emploi, tant dans l'industrie que dans les services, au début du deuxième trimestre 2012 (cf. graphique 31). De plus, le taux de chômage attendu pour 2012 et 2013 a été révisé en hausse dans la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels (cf. encadré 6 dans la section 3). Toutefois, une partie de cette révision reflète probablement le fait que les données historiques ont été révisées à la hausse.

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

Les indicateurs disponibles pour le premier trimestre 2012 continuent d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'activité économique à un faible niveau. Les dernières indications fournies par les données d'enquêtes relatives à la zone euro font état d'un contexte empreint d'incertitude. Dans le même temps, des éléments montrent que la reprise se poursuit au niveau mondial. Au-delà du court terme, un redressement progressif de l'économie de la zone euro devrait toujours intervenir dans le courant de l'année, soutenu par la demande étrangère, le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et l'ensemble des mesures adoptées pour favoriser le bon fonctionnement de l'économie de la zone. Toutefois, les tensions subsistant sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier et le niveau élevé du chômage, devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Ces perspectives économiques continuent d'être soumises à des risques à la baisse, liés en particulier à une intensification des tensions sur les marchés de la dette de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone, ainsi qu'à un nouveau renchérissement des matières premières.

## ARTICLES

# UN PACTE BUDGÉTAIRE POUR UNE UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE PLUS FORTE



*Le présent article passe en revue et évalue les éléments essentiels du pacte budgétaire, qui – en tant que partie intégrante du nouveau Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire – a été signé le 2 mars 2012 par la plupart des chefs d'État ou de gouvernement, le Royaume-Uni et la République tchèque s'étant abstenus. Le pacte budgétaire prévoit l'introduction obligatoire d'une règle d'équilibre budgétaire et d'un mécanisme de correction déclenché automatiquement au niveau national ainsi qu'un renforcement de l'automatisme de la procédure concernant les déficits excessifs dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance si un pays de la zone euro ne respecte pas le critère de déficit. Globalement, le pacte budgétaire constitue une avancée encourageante dans la mesure où il remédie à certaines des insuffisances qui subsistaient dans le cadre de gouvernance budgétaire renforcée de l'Union européenne qui est entrée en vigueur en décembre 2011. Toutefois, la pleine « appropriation » nationale et une mise en œuvre rigoureuse de ce pacte seront essentielles. À terme, d'autres étapes ambitieuses visant à améliorer le cadre budgétaire de l'UE seront nécessaires.*

### I INTRODUCTION

L'accumulation de graves déséquilibres macroéconomiques, financiers et budgétaires au sein de la zone euro, et la crise de la dette souveraine qui en est résultée dans plusieurs pays membres ont conduit à un renforcement décisif du cadre de gouvernance économique de l'UE, en particulier pour la zone euro, afin d'assurer la stabilité et le bon fonctionnement de l'UEM. Les dirigeants de l'UE et de la zone euro ont réagi en plusieurs étapes, notamment en instaurant le Semestre européen <sup>1</sup>, en prenant des engagements supplémentaires dans le cadre du Pacte pour l'Euro plus <sup>2</sup>, et en mettant en œuvre six modifications d'ordre législatif visant à renforcer le cadre de gouvernance économique de l'UE (communément appelées le « paquet de réformes (*six-pack*) », qui est entré en vigueur en décembre 2011). Celles-ci comprennent une réforme des volets préventif et correctif du Pacte de stabilité et de croissance, les nouvelles exigences minimales applicables aux cadres budgétaires nationaux, la nouvelle Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques et un mécanisme renforcé de mise en œuvre à travers l'application de nouvelles sanctions pécuniaires, dans le cadre à la fois du Pacte de stabilité et de croissance et de la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques <sup>3</sup>. En outre, la Commission européenne a proposé, en novembre 2011, deux règlements supplémentaires en vue de renforcer encore la surveillance des pays de la zone euro (le *two-pack*), qui feront prochainement l'objet de négociations dans le cadre du dialogue entre le Conseil de l'UE, la Commission européenne et le Parlement européen,

et devraient être menées à leur terme courant 2012. Le premier règlement vise, en particulier, à conférer de nouveaux pouvoirs à la Commission lui permettant d'évaluer et, le cas échéant, de demander une révision des projets de programmes budgétaires nationaux ainsi que d'assurer la correction des déficits excessifs. Le second règlement propose de nouvelles dispositions permettant à la Commission et au Conseil d'intensifier la surveillance de la situation macroéconomique, financière et budgétaire des pays de la zone euro faisant face ou risquant d'être confrontés à de graves difficultés en matière de stabilité financière. La nécessité de réformer le cadre de gouvernance s'impose avec plus d'acuité au vu du caractère évolutif de la crise – la crise financière s'étant transformée en une crise de la dette souveraine.

Considérées globalement, ces modifications d'ordre législatif et ces décisions représentent en matière de gouvernance l'ensemble de réformes le

- 1 Le Conseil européen a décidé, le 17 juin 2010, de mettre en œuvre le Semestre européen en tant qu'instrument de coordination *ex ante* des politiques économiques à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011. Le Semestre européen comprend un calendrier qui s'applique à l'ensemble des éléments de la surveillance, englobant les politiques budgétaires, macroéconomiques et structurelles. Le cycle des différents processus de surveillance est aligné pour assurer la cohérence, mais ceux-ci demeurent séparés tant juridiquement que du point de vue procédural.
- 2 Le Pacte pour l'Euro plus a été adopté en mars 2011 par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro, à laquelle se sont associés la Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie, afin de renforcer le pilier économique de l'UEM et de promouvoir la coordination des politiques économiques, en vue d'améliorer la compétitivité, conduisant ainsi à un degré de convergence plus élevé.
- 3 Cf. l'article intitulé *Éléments clés de la réforme de la gouvernance économique dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mars 2011.

**Tableau I Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance : synthèse des principales dispositions**

Traité	Principaux éléments
Titre III : Pacte budgétaire	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Règle d'équilibre budgétaire comprenant un mécanisme de correction automatique et devant être transposée dans le droit national</li> <li>• Renforcement de la procédure de déficit excessif</li> <li>• Spécification de la référence numérique pour la réduction de la dette publique dans les États membres où celle-ci dépasse 60 % du PIB</li> <li>• Information préalable sur les plans d'émissions de dette</li> </ul>
Titre IV : Coordination des politiques économiques et convergence (cf. encadré 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Engagements à adopter les mesures favorisant le bon fonctionnement de l'UEM et la croissance économique grâce au renforcement de la convergence et de la compétitivité</li> <li>• Débat préalable et, le cas échéant, coordination des grandes réformes de politique économique par rapport aux meilleures pratiques en la matière</li> </ul>
Titre V : Gouvernance de la zone euro (cf. encadré 2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Organisation d'un sommet de la zone euro au moins deux fois par an</li> <li>• Conférence réunissant les représentants des commissions concernées du Parlement européen et les représentants des commissions concernées des parlements nationaux afin de débattre des questions régies par le Traité</li> </ul>

Source : BCE

plus exhaustif mis en œuvre au niveau européen depuis l'introduction de la monnaie unique, conduisant à un renforcement substantiel du cadre de surveillance mutuelle. Toutefois, il subsiste certaines préoccupations concernant la crédibilité des politiques budgétaires, la stabilité du secteur financier et les conditions à long terme de la croissance économique dans la zone euro, et les tensions affectant les marchés dans un certain nombre de pays persistent dans le contexte de besoins de refinancement à court terme élevés. La crainte d'une extension de la crise de la dette souveraine, susceptible de compromettre la stabilité de l'ensemble de la zone euro, a suscité la volonté politique de soutenir les mesures en faveur d'un renforcement de l'union économique afin de la mettre en adéquation avec l'union monétaire.

Afin de relever ce défi, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont adopté, le 26 octobre 2011, une approche globale pour faire face à la crise de la dette souveraine et mettre fin à l'interaction négative avec la stabilité du secteur financier<sup>4</sup>. En outre, le 9 décembre 2011, ils ont défini les contours d'un nouveau pacte budgétaire et d'une coordination renforcée des politiques économiques, invitant les autres États membres de l'UE à s'associer à cette démarche, tout en renforçant également les outils de stabilisation de la zone euro<sup>5</sup>. Le 2 mars 2012, les chefs d'État ou de gouvernement de l'ensemble des États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque, ont signé le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG), qui

comporte le pacte budgétaire, un renforcement de la coordination et de la convergence des politiques économiques ainsi que des mesures liées à la gouvernance de la zone euro (cf. le tableau 1, qui présente une synthèse des principaux éléments). Deux États membres n'étant pas disposés à s'engager au titre du traité, ce dernier revêt la forme d'un accord intergouvernemental entre les parties contractantes, qui entrera en vigueur après que douze pays de la zone euro l'aient ratifié<sup>6</sup>. Toutefois, l'intention est d'incorporer le contenu du traité dans les traités de l'UE dans les cinq ans suivant son entrée en vigueur<sup>7</sup>.

Le présent article passe en revue les dispositions du TSCG afin d'évaluer si et dans quelle mesure le pacte

4 Pour plus de détails, cf. la déclaration publiée à l'issue du Sommet sur l'euro du 26 octobre 2011, disponible sur le site internet du Conseil européen (<http://www.consilium.europa.eu>)

5 La déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro du 9 décembre 2011 appelle également à un examen et une mise en œuvre rapides des deux propositions de la Commission européenne de novembre 2011 en vue d'un renforcement de la surveillance des pays de la zone euro (le paquet de mesures communément désigné sous le terme de *two-pack*) ; cf. le site internet du Conseil européen (<http://www.consilium.europa.eu>).

6 Le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance joue également un rôle important en ce qui concerne le Mécanisme européen de stabilité (MES). À compter du 1<sup>er</sup> mars 2013, l'octroi d'une assistance financière dans le cadre de nouveaux programmes au titre du MES sera subordonné à la ratification du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance par la partie contractante concernée et, dès que la période de transposition n'excédant pas un an sera arrivée à expiration, à l'introduction appropriée d'un certain nombre d'éléments clés du pacte budgétaire dans la législation nationale.

7 Le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance doit respecter les traités de l'UE, et être appliqué et interprété en conformité avec le droit de l'UE. Pour une analyse, cf. également l'encadré intitulé La transposition juridique du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance du présent article

budgétaire peut renforcer la gouvernance budgétaire au sein de l'UE et la discipline budgétaire au niveau national. En outre, les autres éléments essentiels du traité sont présentés dans les encadrés 1 et 2. La section 2 examine les raisons pour lesquelles un cadre budgétaire plus robuste et plus rigoureux est nécessaire pour assurer un fonctionnement stable et harmonieux de l'UEM. La section 3 décrit les principaux éléments du pacte budgétaire, qui sont évalués dans le contexte du cadre budgétaire actuel de l'UE dans la section 4. Enfin, la section 5 fournit des éléments de conclusion.

## 2 POURQUOI UN CADRE BUDGÉTAIRE PLUS ROBUSTE ET PLUS RIGOREUX EST-IL NÉCESSAIRE ?

Aux termes du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (ci-après le Traité), la politique monétaire est conduite au niveau supranational de l'UE, tandis que les politiques budgétaires, financières et structurelles continuent de relever, dans une large mesure, de la compétence des gouvernements nationaux. Une politique monétaire axée sur la stabilité des prix ne suffit pas, à elle seule, à assurer le bon fonctionnement de l'UEM et doit être accompagnée de politiques saines dans d'autres domaines<sup>8</sup>.

Pour cette raison, le Traité et le Pacte de stabilité et de croissance disposent que les pays de la zone euro ont l'obligation d'éviter les déficits publics excessifs (sur la base d'un critère de déficit et d'un critère de dette, qui sont évalués par rapport aux valeurs de référence fixées respectivement à 3 % et 60 % du PIB) et de « maintenir des finances publiques saines et soutenables ». En outre, le volet préventif du pacte oblige les États membres à maintenir leur objectif budgétaire à moyen terme ou à prendre des mesures d'ajustement permettant sa réalisation<sup>9</sup>, tandis que le volet correctif du pacte doit permettre la correction des déficits excessifs éventuels. Ce dernier prévoit en dernier lieu des sanctions pécuniaires pour les pays de la zone euro en cas de non-respect des recommandations du Conseil<sup>10</sup>.

Toutefois, le pacte n'a pas permis d'assurer la discipline budgétaire. Les périodes économiques

favorables qui ont précédé la crise n'ont pas été mises à profit pour parvenir à des situations budgétaires soutenables. Les recettes exceptionnelles ont servi à financer des dépenses au lieu d'être utilisées pour conforter l'assainissement budgétaire, les violations du critère de déficit n'ont été corrigées que lentement et le critère de dette a été largement ignoré. Cette évolution tient principalement au fait que le pacte a été mis en œuvre à contrecœur et que l'application des règles budgétaires imposée par la pression des pairs a été peu rigoureuse. Les procédures prévues en cas de non-respect manquaient d'automaticité, laissant ainsi une trop grande marge discrétionnaire. Des sanctions pécuniaires n'ont en fait jamais été infligées.

L'application insuffisante du pacte s'est accompagnée d'une différenciation minimale, sur les marchés financiers, en ce qui concerne les taux d'intérêt des dettes souveraines des pays de la zone euro, ce qui s'est traduit par une discipline de marché laxiste en matière de politique budgétaire au sein de l'UEM. En conséquence, la situation des finances publiques de nombreux pays de la zone euro était précaire lorsque la crise financière a éclaté au cours de l'été 2007<sup>11</sup>. Le ralentissement prononcé de l'activité économique qui a suivi, le jeu des stabilisateurs automatiques, les mesures de relance budgétaire et le soutien apporté au secteur financier ont engendré une forte détérioration des finances publiques dans un grand nombre de pays de la zone euro et, en fin de compte, une crise de la dette souveraine dans certains d'entre eux.

8 Cf. l'article intitulé *Une politique monétaire unique et des politiques budgétaires multiples : comment assurer le bon fonctionnement de l'UEM ?* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2008

9 L'objectif à moyen terme est de (a) préserver une marge de sécurité en ce qui concerne la valeur de référence de 3 % du PIB définie pour le déficit public ; (b) réaliser des progrès rapides en direction de finances publiques soutenables et de niveaux d'endettement prudents ; et (c) ménager une marge de manœuvre budgétaire, en particulier pour prendre en compte les besoins d'investissement public.

10 En 2005, une réforme du Pacte de stabilité et de croissance a introduit un degré de discrétion et de flexibilité plus élevé dans les procédures de surveillance. Cette mesure a fait l'objet de vives critiques de la part de la BCE. Cf. l'article intitulé *Réforme du Pacte de stabilité et de croissance* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'août 2005. Pour une analyse approfondie des résultats de la mise en œuvre du pacte, cf. l'article intitulé *Les dix ans du Pacte de stabilité et de croissance*, du *Bulletin mensuel* d'octobre 2008, ainsi que les références qui y figurent

11 Pour plus de détails, cf. van Riet, A. (ed.), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper Series, no 109, BCE, avril 2010

Cette crise a démontré que les politiques macroéconomique, financière et budgétaire insoutenables mises en œuvre par l'un des pays membres de l'UEM se renforcent mutuellement et affectent d'autres pays de la zone à travers des effets de contagion négatifs. Cette évolution compromet ensuite la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble. En conséquence, la BCE a réclaté, à plusieurs reprises, un « saut qualitatif » en matière de gouvernance économique dans l'UE afin d'assurer la stabilité et le bon fonctionnement de l'UEM<sup>12</sup>. Les pays doivent reconnaître leur responsabilité conjointe en ce qui concerne la stabilité et la prospérité dans la zone euro, ce qui suppose la mise en place d'institutions efficaces.

Face à la crise de la dette souveraine, les dirigeants de l'UE et de la zone euro ont consolidé le cadre de la gouvernance économique de l'UE, en particulier pour les pays de la zone euro, notamment à travers un renforcement du Pacte de stabilité et de croissance dans le cadre du *six-pack*. L'entrée en vigueur du nouveau cadre en décembre 2011 devrait améliorer la surveillance budgétaire et économique et l'exécution des mesures. Toutefois, le cadre budgétaire de l'UE présente encore les cinq points faibles fondamentaux suivants<sup>13</sup>.

En premier lieu, le nombre élevé de situations exceptionnelles pouvant être prises en compte affaiblit l'application des règles du Pacte de stabilité et de croissance renforcé. En particulier, il existe une longue liste de facteurs pertinents – ayant dans la plupart des cas des effets compensateurs – qu'il convient de prendre en considération lorsqu'il s'agit de décider si un ratio de déficit ou de dette publique par rapport au PIB est excessif. En conséquence, le non-respect des critères de déficit et de dette n'entraînera pas nécessairement l'ouverture d'une procédure concernant les déficits excessifs. En outre, depuis la réforme du Pacte de stabilité et de croissance mise en œuvre en 2011, il est également tenu compte de ces facteurs pertinents si le déficit excède largement le plafond de 3 % du PIB alors que le ratio de la dette du pays concerné est inférieur à la valeur de référence de 60 % du PIB.

Deuxièmement, le cadre budgétaire amélioré présente encore une automaticité insuffisante en cas

de non-respect des règles. En particulier, le Conseil continue de disposer d'une marge discrétionnaire substantielle en vertu du Pacte de stabilité et de croissance renforcé. Ainsi, le Conseil doit décider à la majorité qualifiée – sur la base d'une évaluation globale – qu'un déficit excessif existe.

Troisièmement, l'efficacité du cadre budgétaire renforcé dépend encore fortement d'une application stricte et rigoureuse des règles par la Commission européenne. Ainsi, la Commission européenne joue un rôle décisif lorsqu'il s'agit d'évaluer s'il existe un déficit excessif ou si des États membres ont pris des mesures concrètes pour corriger un déficit excessif. En outre, la Commission européenne peut adresser une recommandation au Conseil afin de réduire ou d'annuler les nouvelles sanctions pécuniaires, au motif de circonstances économiques exceptionnelles ou à la suite d'une demande du pays de la zone euro concerné.

Quatrièmement, le cadre de gouvernance budgétaire renforcé est plus complexe, ce qui pourrait nuire à sa transparence et à son applicabilité, et rendre ensuite plus difficile la détermination de la responsabilité. En particulier, l'évaluation des progrès accomplis par les États membres en direction de leurs objectifs budgétaires à moyen terme respectifs nécessite une analyse plus complexe du solde budgétaire structurel et des dépenses nettes des recettes sensibles aux mesures discrétionnaires. Dans ce contexte, il pourrait être difficile de vérifier à temps toutes les données nécessaires (par exemple en ce qui concerne les catégories de dépenses détaillées ou les effets des recettes sensibles aux mesures discrétionnaires).

Enfin, les valeurs de référence convenues pour les cadres budgétaires nationaux sont insuffisantes. Notamment, le renforcement des cadres budgétaires nationaux dépendra largement de la volonté politique des pays de mettre en œuvre des règles budgétaires saines.

12 Cf., par exemple, l'article intitulé *Éléments clés de la réforme de la gouvernance économique dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE, op. cit.

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

### 3 LES PRINCIPAUX ÉLÉMENTS DU PACTE BUDGÉTAIRE

Cette section présente les éléments clés du pacte budgétaire. Les autres dispositions du TSCG, qui concernent la coordination et la convergence des politiques économiques, ainsi que la gouvernance de la zone euro, sont présentées dans les encadrés 1 et 2 à la fin de cette section. Certaines modalités de l'application juridique du traité sont examinées dans l'encadré 3.

Le principal objectif du pacte budgétaire est de promouvoir la discipline budgétaire, notamment dans la zone euro, en s'appuyant sur le Pacte de stabilité et de croissance renforcé tout en l'améliorant. Il comprend deux volets principaux : une règle d'équilibre budgétaire comprenant un mécanisme de correction automatique, et un renforcement de la procédure concernant les déficits excessifs. Dans le cadre du premier volet, les parties contractantes s'engagent à appliquer, dans leur législation nationale, une règle budgétaire selon laquelle le budget des administrations publiques doit être en équilibre ou en excédent. Cette règle budgétaire est considérée comme respectée si le solde structurel annuel <sup>14</sup> correspond à l'objectif à moyen terme spécifique au pays – c'est-à-dire l'objectif tel que défini au titre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance – avec une limite inférieure de déficit structurel de 0,5 % du PIB. Un déficit structurel plus élevé d'au maximum 1,0 % est autorisé lorsque le rapport entre la dette publique et le PIB est sensiblement inférieur à 60 % et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles.

Conformément au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé, l'évaluation des progrès réalisés en direction de l'objectif à moyen terme et du respect de cet objectif doit s'appuyer sur un examen global prenant pour référence le solde structurel et comportant une analyse des dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes. Le pacte budgétaire exige une « convergence rapide » vers l'objectif à moyen terme, le calendrier de convergence devant être précisé dans une proposition présentée par la Commission européenne et prenant en compte les risques pour la soutenabilité des finances publiques spécifiques à chaque pays.

Les parties contractantes ne peuvent s'écarter temporairement de leur objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation qu'en cas de circonstances exceptionnelles, pour autant que cet écart ne mette pas en péril la soutenabilité des finances publiques à moyen terme. Les circonstances exceptionnelles font référence à des événements inhabituels échappant au contrôle du pays concerné et ayant une incidence financière sensible sur la situation budgétaire des administrations publiques, ou à des périodes de grave récession économique dans l'ensemble de la zone euro ou de l'UE, telles que définies dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé.

La règle d'équilibre budgétaire doit comporter un mécanisme de correction, qui est déclenché automatiquement si des écarts importants sont constatés par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation. Ce mécanisme devrait viser à corriger de tels écarts, y compris leurs effets cumulés sur la dynamique de la dette publique, et s'appliquer également aux écarts temporaires justifiés par des circonstances exceptionnelles. La Commission européenne a été chargée de proposer des principes communs pour ce mécanisme de correction.

Les éléments précédemment mentionnés relatifs à la règle d'équilibre budgétaire doivent être introduits dans le droit national des parties contractantes au plus tard un an après l'entrée en vigueur du TSCG (cf. encadré 3). Cela doit se faire au moyen de dispositions contraignantes et permanentes, de préférence constitutionnelles, ou dont le plein respect et la stricte observance tout au long des processus budgétaires nationaux sont garantis de quelque autre façon.

La Commission européenne a été invitée à établir un rapport sur le respect de cette exigence en matière de transposition. Si la Commission conclut dans son rapport que l'une des parties contractantes n'a pas satisfait à cette exigence, une ou plusieurs autres parties contractantes saisiront la Cour de justice de

<sup>14</sup> Comme le précise le Pacte de stabilité et de croissance, le solde structurel est défini comme étant le solde budgétaire ajusté du cycle, déduction faite des mesures exceptionnelles et temporaires.

l'Union européenne (la Cour). Indépendamment du rapport de la Commission, toute partie contractante pourra également saisir la Cour pour vérifier la transposition de la règle d'équilibre budgétaire et du mécanisme de correction dans le droit national. L'arrêt de la Cour est contraignant et le pays concerné doit prendre les mesures nécessaires pour se conformer audit arrêt dans un délai déterminé ; dans le cas contraire, une autre partie contractante peut saisir à nouveau la Cour, qui pourra alors infliger au contrevenant le paiement d'une somme forfaitaire ou d'une astreinte ne dépassant pas 0,1 % de son PIB. Pour les pays de la zone euro, les montants payés à ce titre seront transférés au Mécanisme européen de stabilité (MES). S'agissant des autres parties contractantes, ils seront versés au budget général de l'UE.

Un autre élément clé réside dans le fait que la Commission européenne est invitée à publier des principes communs concernant le rôle et l'indépendance des institutions chargées, au niveau national, de vérifier le respect des dispositions relatives à la règle d'équilibre budgétaire.

Le second volet du pacte budgétaire renforce la procédure concernant les déficits excessifs dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance, en particulier en accroissant son automaticité si un pays de la zone euro ne respecte pas le critère de déficit (pour plus de détails, cf. la section 4). Un autre élément nouveau dans ce contexte est l'obligation faite aux pays faisant l'objet d'une telle procédure de soumettre des programmes de partenariat budgétaire et économique comportant une description détaillée des réformes structurelles à mettre en œuvre pour

assurer une correction effective et durable de son déficit excessif.

En outre, le pacte budgétaire concerne les obligations juridiques des pays faisant face à une dette publique élevée et les risques liés au financement de la dette. En particulier, la référence numérique pour la réduction de la dette publique dépassant la valeur de référence de 60 % du PIB <sup>15</sup>, comme prévu dans le volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé, est à présent également inscrite dans le pacte budgétaire. De plus, il est stipulé que les parties contractantes donnent à l'avance au Conseil et à la Commission des indications sur leurs plans d'émission de dette publique, ce qui devrait permettre une meilleure coordination du financement de la dette entre les parties contractantes et devrait, dans tous les cas, contribuer à accroître la transparence des stratégies de gestion de la dette publique <sup>16</sup>.

En dernier lieu, le traité comporte également des dispositions visant à renforcer la coordination des politiques économiques et à améliorer la transparence et la responsabilité de la gouvernance de la zone euro. Ces dispositions sont présentées et analysées dans les encadrés 1 et 2.

<sup>15</sup> Les États membres enregistrant un ratio de dette publique excédant 60 % doivent réduire l'écart par rapport à la valeur de référence de 60 % du PIB au rythme moyen d'un vingtième par an, qui sert de référence. Toutefois, cette disposition du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé n'entrera en vigueur qu'à l'issue d'une période transitoire de trois ans après la fin de la procédure actuelle concernant les déficits excessifs spécifique à certains pays.

<sup>16</sup> La teneur des rapports et les modalités d'information préalable doivent être précisés par la Commission européenne en coopération avec les États membres.

#### Encadré 1

### LA COORDINATION ET LA CONVERGENCE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

Dans le cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire, les politiques économiques sont largement restées de la compétence des États membres. Dans le même temps, les politiques économiques nationales sont considérées comme une question d'intérêt commun pour l'Union européenne et pour la zone euro en particulier (articles 120, 121 et 136 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (le traité)). Cela traduit la capacité des politiques économiques nationales à affecter les autres pays, surtout dans une union de pays dont l'intégration économique est étroite. Le Titre IV du TSCG définit un certain nombre de dispositions supplémentaires relatives à la coordination des politiques économiques et à la convergence, qui sont examinées ci-après.

Si la coordination des politiques économiques et ses résultats en termes d'amélioration de la croissance et de la compétitivité ont été jusqu'ici assez limités<sup>1</sup>, un certain nombre de modifications importantes de la structure de gouvernance ont été adoptées dans le contexte de la crise économique et financière, ce qui devrait entraîner un renforcement significatif de cette coordination. La crise a révélé que des déséquilibres macroéconomiques importants pouvaient compromettre la stabilité économique et financière de l'UEM, et plus généralement de l'UE. Pour y répondre, un nouveau cadre de surveillance macroéconomique de l'UE, la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, a été instauré et est entré en vigueur en décembre 2011. Le cadre global de coordination des politiques a été ainsi complété par une composante entièrement nouvelle qui comble ainsi une lacune importante. Cette nouvelle procédure a pour objet de garantir que les États membres conduisent leurs politiques économiques en s'attachant à éviter (dans le cadre du volet préventif) ou à corriger (le volet correctif) les déséquilibres macroéconomiques excessifs. Elle comporte aussi un certain nombre d'éléments de nature à accroître son efficacité, comme le vote à la majorité qualifiée inversée et la possibilité d'imposer des sanctions financières aux pays de la zone euro qui ne respectent pas ces règles. Dans la continuité de leurs efforts en vue de renforcer la gouvernance économique, les chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro et d'un certain nombre d'autres pays de l'UE ont conclu en mars 2011 le Pacte pour l'euro plus, cadre non contraignant de coordination des politiques qui définit des objectifs visant, notamment, à améliorer la compétitivité et à favoriser l'emploi.

Le TSCG apporte plusieurs éléments supplémentaires au cadre de coordination des politiques. Premièrement, les parties contractantes soulignent leur engagement à œuvrer pour une politique économique propre à favoriser le bon fonctionnement de l'UEM et à réaliser la croissance économique en renforçant la convergence et la compétitivité. Deuxièmement, elles s'engagent à coordonner étroitement les politiques économiques, lorsque cela est nécessaire et approprié, grâce (a) à une coordination et une surveillance renforcées de la discipline budgétaire des pays de la zone euro et à l'adoption d'orientations de politique économique spécifiques, ainsi (b) qu'au recours à une coopération renforcée, qui permette à un sous-ensemble de pays de l'UE de coopérer plus étroitement lorsque les États membres de l'UE ne le souhaitent pas tous. Troisièmement, le traité dispose que toutes les grandes réformes de politique économique que les parties contractantes envisagent d'entreprendre feront l'objet de discussions préalables et, s'il y a lieu, d'une coordination visant à établir comme référence les meilleures pratiques.

Au total, le TSCG confirme que les politiques économiques continuent de relever essentiellement de la compétence des États membres, ajoutant uniquement des engagements, formulés de manière générale, en faveur d'une plus grande coordination des politiques et destinés à favoriser principalement la convergence et la compétitivité. Quoique bienvenus, ces engagements manquent de précision car ils ne définissent pas d'objectifs concrets, ni de mesures structurelles à appliquer ou d'échéances. Notamment, à l'exception d'une référence figurant dans un des considérants, le traité ne mentionne pas explicitement le Pacte pour l'euro plus et n'en fait pas un instrument contraignant. Il cite simplement, en termes généraux, les quatre objectifs du Pacte<sup>2</sup>, sans leur donner force exécutoire.

1 Les principaux instruments de coordination des politiques économiques qui existaient avant la crise étaient les Lignes directrices intégrées définies dans la Stratégie de Lisbonne, couvrant les grandes orientations des politiques économiques (article 121 du traité) et les Lignes directrices pour l'emploi (article 148 du traité). Chaque année, les États membres présentent leurs programmes de stabilité ou de convergence et leurs programmes nationaux de réforme, en exposant les mesures envisagées. En juin 2010, la Stratégie Europe 2020 a remplacé la Stratégie de Lisbonne et comporte cinq grands objectifs portant sur des domaines de politique économique spécifiques (comme la croissance de l'emploi ou l'investissement en recherche et développement). Pour plus de précisions sur les instruments de coordination des politiques macroéconomiques disponibles, cf. également l'article intitulé *Éléments clés de la réforme de la gouvernance économique dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mars 2011.

2 Ces quatre objectifs sont 1) favoriser la compétitivité, 2) promouvoir l'emploi, 3) rendre soutenables les finances publiques et 4) renforcer la stabilité financière.

De plus, le TSCG ne définit aucun nouvel instrument et ne prévoit pas un nouveau renforcement des instruments existants qui autorisent l'UE à donner aux pays les instructions nécessaires pour qu'ils appliquent des réformes spécifiques lorsqu'ils compromettent le bon fonctionnement de l'UEM. Par conséquent, les parties contractantes doivent utiliser pleinement les instruments existants déjà définis dans les traités de l'UE et se fonder sur ces instruments pour mettre en œuvre les réformes nécessaires.

Afin d'améliorer les caractéristiques structurelles des économies des pays membres de la zone euro, la coordination des politiques économiques doit viser à établir une comparaison des politiques nationales avec les meilleures pratiques internationales. En particulier, la discussion préalable et, s'il y a lieu, la coordination des réformes économiques, devraient permettre aux pays membres de la zone euro d'aller de l'avant grâce à des projets de réforme ambitieux, tout en apportant un soutien suffisant aux pays à la traîne. Cependant, dans le cas où le défaut de mise en œuvre de réformes urgentes risque d'affecter les autres pays, il devrait être possible de donner des instructions au pays concerné pour qu'il prenne les mesures nécessaires. De nouvelles avancées dans cette direction seraient très appréciées.

Parmi les projets de réforme les plus urgents dans la plupart des États membres figure l'élimination des rigidités sur les marchés des produits et du travail. Ainsi que la BCE l'a souligné à plusieurs occasions<sup>3</sup>, ces rigidités font peser des risques significatifs sur le bon fonctionnement de l'UEM. Pour y remédier, les obstacles à la concurrence sur les marchés de produits doivent être levés en ouvrant les professions protégées, en facilitant la création d'entreprises (simplification des procédures administratives) et en consolidant les autorités chargées de la concurrence. En particulier, la libéralisation du secteur des services est impérative pour développer la concurrence et faciliter les ajustements nécessaires des prix relatifs dans les pays dont la compétitivité s'est dégradée. À cet égard, la mise en œuvre intégrale de la Directive sur les services favorisera le processus d'intégration des marchés de services et, dès lors, renforcera la concurrence.

De plus, la flexibilité des marchés du travail doit être améliorée, compte tenu du niveau élevé du chômage dans de nombreux États membres. Cette flexibilité permettra notamment de déterminer un degré de différenciation salariale adapté aux différentes catégories de travailleurs et stimulera l'embauche des jeunes, des femmes et des travailleurs plus âgés. Les rigidités des marchés du travail doivent être éliminées en réduisant le degré de protection des emplois permanents. D'autres réformes des marchés du travail doivent être entreprises pour réduire les goulets d'étranglement et favoriser la flexibilité, notamment la diminution des salaires minimums, la suppression des mécanismes d'indexation des salaires et le renforcement des accords conclus au niveau des entreprises afin que les salaires et les conditions de travail puissent être adaptés aux besoins spécifiques des entreprises.

Les gouvernements doivent, de toute urgence, intensifier leurs efforts pour mettre en œuvre des réformes structurelles afin de retrouver la compétitivité et, plus important encore, corriger les déséquilibres macroéconomiques. Ce dernier objectif est essentiel pour réduire la vulnérabilité de ces économies et celle de l'ensemble de la zone euro. Renforcer la compétitivité permettra d'améliorer la productivité et de développer le potentiel de croissance, ce qui facilitera la soutenabilité budgétaire. Dans le même temps, les réformes visant à accroître la concurrence contribueront également à alléger les tensions sur les prix<sup>4</sup>.

3 Cf., par exemple, l'encadré intitulé *Actualisation 2008 des lignes directrices intégrées de la stratégie de Lisbonne*, du *Bulletin mensuel* d'avril 2008 (et les évaluations précédentes publiées dans le *Bulletin mensuel* en avril 2007 et en janvier 2006), l'encadré intitulé *Les priorités de politique structurelle pour la zone euro*, du *Bulletin mensuel* d'avril 2009, ou l'article intitulé *Les ajustements du marché du travail à la récession dans la zone euro*, du *Bulletin mensuel* de juillet 2010

4 Des données empiriques récentes confirment que les rigidités des marchés du travail et des produits tendent à renforcer la persistance de l'inflation. En outre, les chocs sur les cours des matières premières sont davantage susceptibles de se traduire par des hausses de salaires lorsque ceux-ci ne sont pas fixés au niveau des entreprises (cf., par exemple, F. Jaumotte et H. Morsy, *Determinants of Inflation in the Euro Area: the Role of Labour and Product Market Institutions*, document de travail du FMI n° 12/37, janvier 2012).

## Encadré 2

**LA GOUVERNANCE DE LA ZONE EURO**

L'amélioration de la gouvernance au sein de la zone euro est un élément important du TSCG et fait l'objet plus particulièrement du Titre V (Gouvernance de la zone euro). Le traité prévoit essentiellement un renforcement du rôle des sommets de la zone euro en tant qu'instance de coordination régulière ainsi que du rôle du Parlement européen et des parlements nationaux. Le présent encadré examine ces aspects plus en détail.

Le TSCG prévoit la tenue d'au moins deux sommets de la zone euro par an réunissant les chefs d'État ou de gouvernement des pays membres, afin d'examiner les questions spécifiques liées à l'appartenance à la zone euro. Il contient un ensemble de dispositions détaillées concernant l'organisation et la participation aux réunions. En particulier, le président du sommet de la zone euro (désigné par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone) assurera la préparation des sommets, en étroite collaboration avec le président de la Commission européenne et de l'Eurogroupe. Le président de la BCE sera également invité à participer aux réunions. Le président du sommet de la zone euro tiendra les États membres de l'Union européenne ne faisant pas partie de la zone étroitement informés de la préparation de ces sommets ainsi que de leurs résultats.

La reconnaissance formelle des sommets de la zone euro est utile pour trois raisons. Premièrement, elle contribue à renforcer le degré d'appropriation et de responsabilité en ce qui concerne le bon fonctionnement de la zone euro au niveau politique le plus élevé. Débattre explicitement des responsabilités spécifiques liées à l'appartenance à la zone euro permet, au moment de formuler les politiques nationales, d'internaliser d'éventuels effets de contagion au reste de la zone euro et à l'UE. Deuxièmement, compte tenu du large champ de compétences des chefs d'État ou de gouvernement, les orientations politiques définies à l'occasion des sommets de la zone euro peuvent aller au-delà du cadre de compétence des ministres des Finances, ce qui facilite la coordination de l'ensemble des domaines et des instruments de politique pertinents (en matière de compétitivité, par exemple) qui sont nécessaires au bon fonctionnement de l'UEM. De cette manière, les sommets de la zone euro peuvent fournir des orientations fermes dans de nombreux domaines, compensant ainsi en partie le manque de contraintes fortes sur les politiques économiques (en ce qui concerne les réformes du marché du travail, par exemple). Enfin, la tenue de sommets au niveau de la zone euro garantira que tout risque menaçant le bon fonctionnement de l'UEM ainsi que les questions de politique économique et de gouvernance seront régulièrement à l'ordre du jour au plus haut niveau politique au sein de la zone euro. Cependant, ce nouveau mécanisme de coordination demeure, pour l'essentiel, un exercice volontaire. En outre, le succès des sommets de la zone euro dépendra également de la qualité de leur préparation par les organes politiques et techniques subordonnés.

Afin de garantir un degré adéquat de transparence et de responsabilité, le TSCG prévoit la participation du Parlement européen et des parlements nationaux à sa mise en œuvre. Le président du Parlement européen peut être invité aux sommets de la zone euro ; le président du sommet doit à son tour rendre compte au Parlement européen des conclusions des réunions. En outre, le traité fait également référence explicitement à la possibilité pour les commissions concernées du Parlement européen et des parlements nationaux de débattre ensemble des politiques budgétaires ainsi que d'autres questions régies par le traité.

Lors des divers sommets de la zone euro qui ont eu lieu en 2011, des décisions supplémentaires ont été prises également pour renforcer la gouvernance de la zone euro. Ces éléments, qui ne sont pas

repris dans le traité, concernent en particulier (a) l'amélioration des compétences de la zone euro en matière de prise de décision, notamment par le renforcement permanent des sous-structures assurant les travaux préparatoires et par l'élection d'un président à temps plein, basé à Bruxelles, du groupe de travail Eurogroupe ainsi que (b) l'organisation de réunions mensuelles entre les présidents du sommet de la zone euro, de la Commission européenne et de l'Eurogroupe<sup>1</sup>.

Du point de vue de la BCE, il est important de veiller à ce que le nouveau cadre de gouvernance soit mis en œuvre de façon rigoureuse. La capacité de décision renforcée de la zone euro et les nouveaux instruments de surveillance doivent être utilisés au maximum afin de placer les politiques macroéconomique, financière et budgétaire sur une trajectoire soutenable et éviter ainsi l'apparition de déséquilibres potentiellement déstabilisants et de retombées négatives. Il est important que toutes les parties prenantes, en particulier la Commission européenne, l'Eurogroupe, le Conseil de l'UE et le sommet de la zone euro, exercent la pression morale nécessaire sur les pays qui menacent la stabilité de la zone euro dans son ensemble.

1 Cf. l'annexe 1 de la déclaration du sommet de la zone euro du 26 octobre 2011 (« Dix mesures pour améliorer la gouvernance de la zone euro »).

#### 4 ÉVALUATION DU PACTE BUDGÉTAIRE

Le pacte budgétaire peut-il atteindre ses objectifs principaux, à savoir promouvoir la discipline budgétaire et améliorer le Pacte de stabilité et de croissance renforcé ? Aux fins d'une évaluation correcte, il est procédé à une comparaison entre les éléments essentiels du pacte budgétaire et les règlements de l'UE relatifs au volet préventif (a) et au volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé (b).

##### a) Évaluation du pacte budgétaire au regard du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé

Les dispositions générales relatives à la règle d'équilibre budgétaire définie dans le pacte budgétaire présentent une grande concordance avec les règlements de l'UE relatifs au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. De fait, le pacte budgétaire s'y réfère explicitement dans les trois domaines suivants (cf. tableau 2) : l'objectif à moyen terme, la clause d'exception et l'évaluation du respect de la trajectoire d'ajustement.

En premier lieu, la règle d'équilibre budgétaire se réfère explicitement à l'objectif à moyen terme du Pacte de stabilité et de croissance, qui dispose que le solde budgétaire des administrations publiques doit être proche de l'équilibre ou en excédent en termes structurels et fixe une limite de déficit structurel de 1 % du PIB pour les pays de la zone euro et les

pays participant au MCE II. Le pacte budgétaire fixe une limite générale inférieure de 0,5 % du PIB pour le déficit structurel, cette limite pouvant être relevée pour atteindre au maximum 1,0 % pour les pays présentant un rapport entre la dette publique et le PIB sensiblement inférieur à 60 % et des risques faibles pour la soutenabilité à long terme des finances publiques. Toutefois, dans la pratique, la nouvelle règle d'équilibre budgétaire ne sera pas plus ambitieuse que ce qu'impose déjà le règlement de l'UE, dans la mesure où l'ensemble des pays de la zone euro ont un objectif à moyen terme égal ou inférieur à un déficit structurel de 0,5 % du PIB.

En deuxième lieu, la définition de la clause d'exception, en termes de circonstances exceptionnelles, est identique dans les deux cas, qu'il s'agisse du pacte budgétaire ou du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. En outre, les dispositions détaillées de ce dernier prévoient également, dans des conditions strictes, des écarts plus importants par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation en cas de réformes structurelles majeures ou de réformes du régime de retraite ayant une incidence favorable sur la soutenabilité des finances publiques à long terme.

Troisièmement, pour déterminer si les écarts constatés par rapport à l'objectif d'équilibre budgétaire ou à la trajectoire de convergence propre à permettre sa réalisation sont considérés

comme significatifs, il sera procédé à une évaluation globale prenant pour référence le solde structurel et comprenant une analyse des dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes, conformément aux dispositions du Pacte de stabilité et de croissance renforcé<sup>17</sup>.

Comparé au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, le pacte budgétaire comporte toutefois quatre améliorations principales, sous réserve qu'elles fassent l'objet d'une mise en œuvre rigoureuse.

Premièrement, d'un point de vue juridique, il intègre des éléments essentiels du Pacte de stabilité et de croissance (droit dérivé de l'UE) dans un traité intergouvernemental, ce qui requiert l'inscription de ces éléments dans les constitutions des parties contractantes (ou tout au moins dans les actes juridiques assimilés au droit constitutionnel ; cf. encadré 3). De plus, la nouvelle conférence des représentants des commissions concernées du Parlement européen et des parlements nationaux, examinant les questions qui relèvent du TSCG, y compris le pacte budgétaire, concourt à la responsabilité démocratique. Ces deux aspects sont de nature à accroître l'appropriation nationale et impliquent un ancrage national plus solide de la discipline budgétaire, ce qui se traduit par un renforcement de l'engagement vis-à-vis de règles budgétaires saines.

Une deuxième amélioration a trait au fait que le pacte budgétaire devrait faciliter une convergence plus rapide vers les objectifs à moyen terme spécifiques à chaque pays, en particulier lorsque les risques pour la soutenabilité des finances publiques propres aux pays sont dûment pris en considération, ces risques s'étant accrus sensiblement pour de nombreux pays de la zone euro au lendemain de la crise financière. La Commission européenne doit proposer des calendriers de convergence ambitieux et contraignants, allant au-delà des exigences du Pacte de stabilité et de croissance renforcé. Une rapide convergence vers les objectifs à moyen terme peut contribuer à rétablir la confiance dans la soutenabilité des finances publiques des pays de l'UEM et restaurer la crédibilité de leur politique budgétaire.

Troisièmement, le pacte budgétaire prévoit un mécanisme de correction déclenché automatiquement, qui sera fondé sur des principes communs proposés par la Commission européenne. Dans ce contexte, il est essentiel que la Commission définisse des exigences suffisamment précises, strictes et contraignantes pour le mécanisme de correction envisagé et son application dans le droit national. Compte tenu de l'expérience faite par le passé, où l'on a observé une baisse insuffisante, voire une hausse, des ratios de dette publique, il est primordial de faire en sorte que, comme le prévoit le pacte budgétaire, le mécanisme corrige entièrement et rapidement les effets cumulés sur la dette publique des écarts antérieurs par rapport à l'objectif à moyen terme (y compris ceux justifiés par la clause d'exception). En outre, il convient que les mesures correctives devant être mises en œuvre par les parties contractantes sur une période définie soient déclenchées automatiquement. Cela devrait réduire la possibilité de différer l'assainissement budgétaire et diminuer les incitations en ce sens. Ce mécanisme de correction automatique devrait constituer en fait un « frein à l'endettement » et contribuer à prévenir et à corriger une situation des finances publiques insoutenable. En outre, il constituerait une amélioration importante, comparé au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, qui vise à corriger les écarts significatifs par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation, mais ne prévoit pas la correction de l'aggravation de l'endettement imputable aux dérapages budgétaires antérieurs<sup>18</sup>.

La quatrième amélioration offerte par le pacte budgétaire réside dans la possibilité de saisir la Cour de justice de l'Union européenne pour qu'elle vérifie

17 Le Code de conduite du Pacte de stabilité et de croissance (en date du 24 janvier 2012) prévoit que, pour être significatif, un écart implique au moins le non-respect d'un critère et l'observation limitée d'un autre (cf. tableau 2). Cela pourrait signifier que les écarts entre le solde budgétaire structurel et l'objectif à moyen terme ou la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation ne sont pas suffisants pour permettre de constater un écart significatif si le pays continue de se conformer au critère de dépenses.

18 On peut faire valoir que, pour les pays affichant un ratio de dette supérieur à 60 % du PIB, la référence numérique relative à la réduction de l'écart par rapport à cette valeur de référence à un rythme moyen d'un vingtième par an, servant de référence, s'inscrit dans le cadre de la tentative visant à assurer la correction de dérapages budgétaires antérieurs.

**Tableau 2 Comparaison entre le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé et la règle d'équilibre budgétaire du pacte budgétaire**

	<b>Pacte de stabilité et de croissance renforcé (volet préventif)</b>	<b>Pacte budgétaire (règle d'équilibre budgétaire)</b>
Base juridique	• Droit dérivé de l'UE	• Droit primaire (à l'échelle intergouvernementale et nationale)
Objectif budgétaire	• Proche de l'équilibre ou en excédent • Objectif à moyen terme spécifique à chaque pays : déficit structurel d'au maximum 1 % du PIB pour les pays de la zone euro	• En équilibre ou en excédent • Objectif à moyen terme spécifique à chaque pays : déficit structurel d'au maximum 0,5 % du PIB (ou au plus 1 % si le ratio dette/PIB est inférieur à 60 % et si les risques à long terme pour la soutenabilité budgétaire sont faibles)
Clauses d'exception	• Récession économique sévère dans l'ensemble de la zone euro ou de l'UE • Événement exceptionnel indépendant du contrôle des autorités publiques ayant une incidence financière majeure • Mise en œuvre des réformes structurelles et/ou des régimes de retraite (dans des conditions strictes)	• Reproduit le Pacte de stabilité et de croissance renforcé (sans référence explicite aux réformes structurelles et/ou des régimes de retraite)
Convergence vers l'objectif budgétaire	• Évalué sur la base du solde structurel et de la règle en matière de dépenses • Référence : amélioration annuelle du solde structurel de 0,5 % du PIB (plus importante en période économique favorable et/ou si le ratio dette/PIB est supérieur à 60 % ou s'il existe des risques prononcés pour la soutenabilité de la dette globale ; peut être moins importante en période économique défavorable)	• Convergence rapide vers l'objectif à moyen terme (propositions à formuler dans le détail par la Commission européenne) en tenant compte des risques pour la soutenabilité • Évaluation des progrès accomplis, comme dans le Pacte de stabilité et de croissance
Évaluation de la conformité	• Écart important observé (pour un État membre n'ayant pas atteint son objectif à moyen terme) en cas de non-respect simultané des deux critères suivants (ou non-respect de l'un et conformité limitée à l'autre) : – Critère de déficit structurel : supérieur d'au moins 0,5 % sur une année ou de 0,25 % en moyenne sur deux années consécutives à la trajectoire d'ajustement propre à permettre la réalisation de l'objectif à moyen terme – Critère relatif aux dépenses : incidence négative de l'évolution des dépenses (nettes des mesures discrétionnaires concernant les recettes) sur la trajectoire d'ajustement du solde budgétaire équivalente au moins à 0,5 % du PIB sur une année ou, en cumul, sur deux années consécutives	• Évaluation des « écarts importants constatés par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation » conformément au Pacte de stabilité et de croissance renforcé • Principes communs proposés par la Commission européenne sur le rôle et l'indépendance des autorités chargées au niveau national de vérifier le respect des règles
Mécanisme de correction	• En cas d'écart important constaté par rapport à la trajectoire d'ajustement propre à permettre la réalisation de l'objectif à moyen terme : avertissement de la Commission européenne • Recommandation du Conseil de l'UE sur les mesures nécessaires à prendre sur la base d'une recommandation de la Commission européenne (délai de 5 mois maximum (3 mois dans les cas particulièrement graves) pour corriger l'écart)	• Se déclenche automatiquement en cas d'écart important constaté par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation (obligation notamment de mettre en œuvre les mesures nécessaires visant à corriger cet écart sur une période déterminée) • Mis en œuvre au niveau national sur la base de principes communs proposés par la Commission européenne et concernant en particulier la nature, l'ampleur et le calendrier des mesures correctives à mettre en œuvre, y compris en cas de circonstances exceptionnelles • Correction également des effets cumulés des écarts antérieurs sur la dynamique de la dette publique
Mise en application	• La Commission européenne peut proposer une sanction pécuniaire (sous forme de dépôt rémunéré équivalant à 0,2 % du PIB) si aucune mesure effective n'a été prise • Approbation automatique (de la sanction), sauf si le Conseil de l'UE rejette la recommandation de la Commission européenne à la majorité qualifiée des États membres faisant partie de la zone euro, à l'exception du pays concerné	• Outre le Pacte de stabilité et de croissance renforcé, des sanctions pécuniaires peuvent être imposées par la Cour de justice de l'Union européenne si la règle d'équilibre budgétaire et le mécanisme de correction se sont pas correctement transposés dans le droit national

Source : BCE

la transposition de la règle d'équilibre budgétaire et du mécanisme de correction automatique dans le droit national – y compris la possibilité de sanctions pécuniaires infligées par la Cour. Le rôle de la Commission européenne à cet égard se borne à établir un rapport constatant qu'une

partie contractante n'a pas transposé correctement la règle d'équilibre budgétaire ou a omis de le faire, dans la mesure où seules les autres parties contractantes peuvent demander à la Cour de vérifier cette transposition. Dans ce contexte, il est essentiel que les procédures concrètes soient claires et bien

définies afin qu'une transposition imparfaite donne lieu à une saisine de la Cour. La Cour ne participera pas à la surveillance du respect effectif de la règle d'équilibre budgétaire. Cette responsabilité relève de la compétence des institutions nationales dotées d'un certain degré d'indépendance, venant s'ajouter, bien évidemment, au mécanisme de surveillance budgétaire prévu par le Pacte de stabilité et de croissance et d'autres textes législatifs de l'UE.

### **b) Évaluation du pacte budgétaire au regard du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé**

Le pacte budgétaire introduit une plus grande automaticité dans les procédures du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance ouvertes à la suite du non-respect du critère de déficit par un pays de la zone euro. Dans ce cas, les parties contractantes dont la monnaie est l'euro s'engagent à soutenir les propositions de la Commission européenne ou les recommandations de décisions du Conseil dans le cadre d'une procédure concernant les déficits excessifs, sauf si une majorité qualifiée (à l'exception de l'État membre concerné) s'oppose à une telle décision (cf. le schéma). L'introduction de cet engagement de vote par les pays de la zone euro, applicable aux étapes procédurales importantes, telles que l'ouverture d'une procédure concernant les déficits excessifs, la décision suivant l'évaluation des mesures concrètes prises par un pays de la zone euro, et une éventuelle accélération de la procédure concernant les déficits excessifs, accroît l'automaticité des procédures par rapport au Pacte de stabilité et de croissance renforcé. Si, par exemple, la Commission européenne parvient à la conclusion, à la suite du non-respect par un pays de la zone euro du critère de déficit, qu'il existe un déficit excessif et adresse un avis correspondant à l'État membre concerné et une proposition au Conseil, la proposition sera adoptée, sauf si une majorité qualifiée des membres du Conseil appartenant à la zone euro décide de s'y opposer<sup>19</sup>.

L'un des principaux points faibles du pacte budgétaire réside toutefois dans le fait que la procédure de « vote à la majorité qualifiée inversée » ne s'appliquera pas à la suite du non-respect du critère de dette par un pays de la zone euro. Dans de tels cas, la procédure de décision définie à l'article 126 du traité,

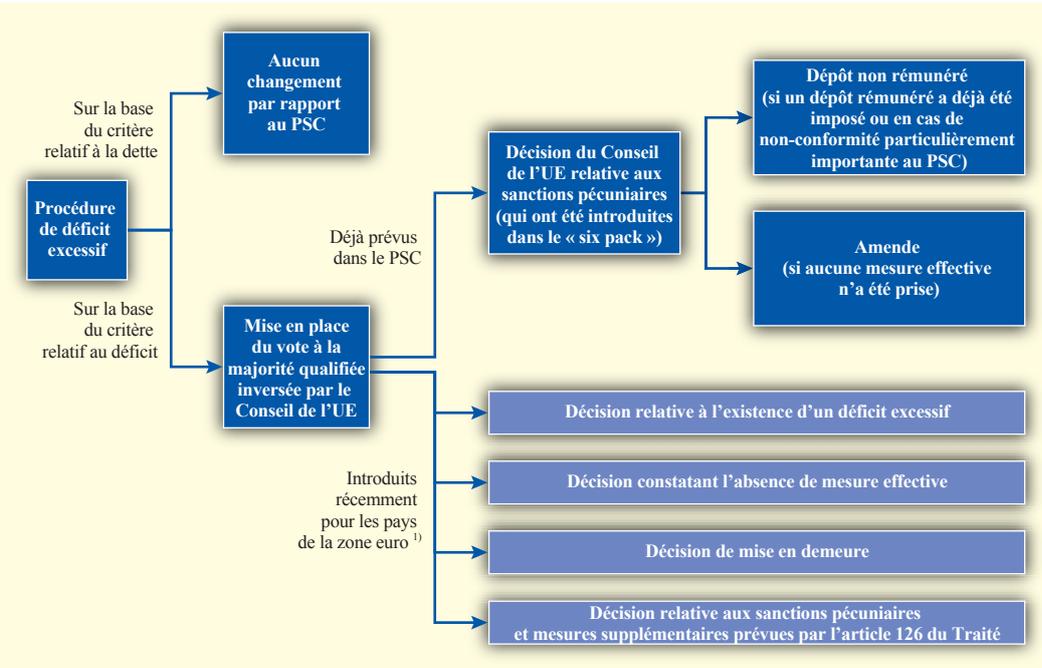
c'est-à-dire l'adoption par une majorité qualifiée de pays membres de la zone euro, à l'exclusion du pays concerné, continuera de s'appliquer. En outre, la procédure concernant les déficits excessifs applicable aux États membres de l'UE ne participant pas à la zone euro n'est en aucune façon modifiée.

Globalement, le degré d'automaticité plus élevé que le pacte budgétaire introduit pour les pays de la zone euro qui ne respectent pas le critère de déficit constitue une avancée dans la bonne direction, dans la mesure où il réduit le pouvoir discrétionnaire des responsables politiques dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs et accroît la probabilité d'une application stricte des règles et des sanctions. Cette avancée remédie (bien que ce ne soit que partiellement) à une grave lacune affectant le volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance et renforce les incitations en faveur de politiques budgétaires saines.

Toutefois, d'une manière générale, l'amélioration dépend de la mise en œuvre rigoureuse de l'engagement des parties contractantes de la zone euro de voter en faveur des propositions et des recommandations de la Commission européenne dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs ouverte à la suite du non-respect du critère de déficit, sauf si la majorité qualifiée des parties contractantes s'y oppose. Par ailleurs, il est essentiel que la Commission européenne mette à profit l'extension de son influence dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs en adoptant une approche rigoureuse lors de l'évaluation des déficits budgétaires et ne prenne pas de décisions influencées par le pouvoir politique. À cet égard, la décision prise récemment de promouvoir le commissaire aux Affaires économiques et monétaires, qui assume désormais les fonctions de vice-président de la Commission et de commissaire chargé de l'euro, et l'élargissement de l'autonomie qui lui est conférée dans le cadre de la prise de décision en matière de surveillance sont de nature à favoriser des évaluations plus indépendantes et plus rigoureuses.

<sup>19</sup> Il convient de noter que depuis l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne le 1<sup>er</sup> décembre 2009, seuls les États membres dont la monnaie est l'euro disposent du droit de vote au sein du Conseil concernant les mesures liées aux déficits excessifs des pays de la zone euro.

## Comparaison entre le volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance renforcé (PSC) et le pacte budgétaire



Source : BCE

Notes : Dans le cadre du PSC renforcé, une procédure de déficit excessif peut être ouverte sur la base du non-respect du critère de déficit et/ou de non-respect du critère de la dette. Le pacte budgétaire renforce le processus de décision concernant cette procédure à la suite du non-respect du critère de déficit par un pays de la zone euro, mais pas celui prévu en cas de non-respect du critère de la dette. En particulier, le pacte budgétaire prévoit la mise en place d'un vote à la majorité qualifiée inversée par les pays de la zone euro sur les étapes importantes de la procédure de déficit excessif (en bleu clair), pour lesquelles l'article 126 du Traité sur le fonctionnement de l'UE exige un vote à la majorité qualifiée. Cela renforce le caractère automatique de la procédure de déficit excessif à la suite du non-respect du critère de déficit. Si un État membre ne respecte pas à plusieurs reprises une décision du Conseil, ce dernier peut prendre des mesures supplémentaires en vertu de l'article 126 du Traité. Il peut, par exemple, exiger de l'État membre concerné qu'il publie des informations complémentaires ou inviter la Banque européenne d'investissement à reconsidérer la politique qu'elle mène à l'égard de cet État membre en matière de prêt.

1) En vertu de l'article 7 du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, les parties contractantes s'engagent à appuyer les propositions ou recommandations soumises par la Commission européenne.

### Encadré 3

#### TRANSPPOSITION JURIDIQUE DU TRAITÉ SUR LA STABILITÉ, LA COORDINATION ET LA GOUVERNANCE

Le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire a été signé par 25 des 27 États membres de l'UE et revêt donc la forme d'un traité intergouvernemental ne faisant pas partie du cadre juridique de l'Union. Le présent encadré examine quelques points concernant sa relation avec le droit national et le droit de l'UE, en mettant l'accent sur la mise en œuvre juridique du pacte budgétaire.

S'agissant de la relation avec le droit national, les États membres qui ont ratifié le TSCG seront tenus d'introduire dans leur droit national un certain nombre d'éléments clés du pacte budgétaire, qui auront une incidence directe sur leurs politiques budgétaires. La constitution est l'instrument juridique privilégié pour transposer ces éléments dans le droit national. Dans certaines circonstances, une loi autre que la constitution peut être utilisée, à condition d'être de niveau plus élevé que la législation régissant le vote du budget national annuel. La loi de finances annuelle et le processus de préparation du budget seront donc régis par la législation contenant les différents éléments devant être intégrés par les parties contractantes dans leur droit national, tels que la règle d'équilibre budgétaire et le mécanisme de

correction automatique, au même titre que s'ils étaient régis par la constitution. La Cour de justice de l'Union européenne est habilitée à juger de la conformité au pacte budgétaire, qui doit être transposé dans le droit national par les États membres après un rapport présenté par la Commission européenne.

La plupart des éléments clés du pacte budgétaire devant être intégrés au droit national figurent intégralement dans le TSCG, à savoir la description détaillée de la règle d'équilibre budgétaire à observer et des circonstances exceptionnelles prises en compte. Par conséquent, aucun acte de droit dérivé ni aucune action de la Commission européenne n'est nécessaire pour permettre au législateur de transposer ces deux éléments dans le droit national. S'agissant de l'obligation pour les États membres de veiller à assurer une convergence rapide vers leur objectif à moyen terme respectif, défini explicitement, le traité prévoit que le calendrier de cette convergence sera proposé par la Commission européenne.

S'agissant du mécanisme de correction automatique en cas d'écart par rapport à la règle d'équilibre budgétaire, le traité prévoit une étape nécessaire avant l'intervention du législateur national, en exigeant de la Commission européenne qu'elle définisse des principes communs à partir desquels les États membres doivent intégrer le mécanisme de correction dans leur droit national.

Le texte du traité indique déjà à la Commission une liste d'éléments que les principes communs devront prendre en compte dans tous les cas, en plus de ceux que la Commission est elle-même susceptible d'ajouter. D'après cette liste, les principes communs ont trait, entre autres, à la nature, à l'ampleur et au calendrier des mesures correctives nécessaires en cas d'écart par rapport à la règle d'équilibre budgétaire, notamment lorsque cet écart résulte de circonstances exceptionnelles. La correction de l'incidence cumulée des écarts sur la dynamique de la dette publique devra également être prévue dans le mécanisme, comme le rappellent les considérants du traité. Les principes communs devront également porter sur le rôle et l'indépendance des institutions chargées, à l'échelle nationale, de veiller au respect de la règle d'équilibre budgétaire. Comme expressément établi dans le traité, ce mécanisme de correction doit respecter pleinement les prérogatives des parlements nationaux.

S'agissant de la relation avec le droit de l'UE, le TSCG doit être appliqué et interprété conformément aux traités sur lesquels l'UE est fondée et au droit de l'UE, y compris le droit procédural lorsqu'il y a lieu d'adopter des actes de droit dérivé. Il s'agit d'une conséquence évidente du caractère contraignant du droit européen. Le traité peut être complété par le droit dérivé de l'UE, auquel il est fait effectivement référence dans les considérants, notamment en ce qui concerne (a) les modalités d'information préalable sur les plans d'émission de dette publique, (b) l'ampleur des programmes de partenariat économique détaillant les réformes structurelles des États membres faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif ainsi que (c) la coordination des grandes réformes de politique économique des États membres.

Le traité entrera en vigueur lorsqu'il aura été ratifié par au moins douze pays de la zone euro. Il s'appliquera à l'ensemble des États membres qui l'auront ratifié, qu'ils fassent partie ou non de la zone euro. Cependant, dans un premier temps au moins, certains actes du droit dérivé de l'UE venant en complément du traité, seront fondés sur l'article 136 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et s'appliqueront donc uniquement aux parties contractantes dont la monnaie est l'euro. C'est pourquoi il sera nécessaire, à un stade ultérieur, de mettre en place un droit de l'UE s'appliquant à l'ensemble des pays de l'UE. Dans l'intervalle, rien n'empêchera les États membres ne faisant pas partie de la zone euro de le mettre en œuvre sur une base volontaire dans leur droit national. En outre, il convient de souligner que le contenu même du traité a explicitement pour objet d'être intégré au cadre juridique de l'UE dans un délai de cinq ans maximum à compter de sa date d'entrée en vigueur, sur la base d'une évaluation de l'expérience acquise.

## 5 CONCLUSIONS

À la suite de l'entrée en vigueur, en décembre 2011, du cadre de gouvernance économique renforcée de l'UE, l'accord concernant le TSCG, et en particulier le pacte budgétaire, constitue une avancée encourageante en direction d'un cadre de gouvernance budgétaire plus robuste, fondé sur des règles. La mise en œuvre obligatoire de la règle d'équilibre budgétaire et du mécanisme de correction, déclenché automatiquement au niveau national, devrait renforcer l'engagement des pays en faveur de finances publiques saines et soutenables. Si elle est appliquée rigoureusement, cette règle devrait contribuer à prévenir efficacement des politiques budgétaires insoutenables, complétant les règles du Pacte de stabilité et de croissance.

Dans ce contexte, il est essentiel que le mécanisme de correction automatique, dont les principes communs seront définis par la Commission européenne, assure une correction efficace des dérapages budgétaires accumulés par le passé, comme le prévoit le pacte budgétaire. En outre, la Commission européenne doit proposer les calendriers d'une convergence rapide vers les objectifs à moyen terme spécifiques à chaque pays, allant au-delà des exigences actuelles du Pacte de stabilité et de croissance, en tenant compte des risques pour la soutenabilité propres à chaque pays. De plus, la Commission européenne assume un rôle capital en établissant des rapports sur la transposition correcte de la règle d'équilibre budgétaire dans le droit national des parties contractantes et en proposant des principes communs concernant le rôle et l'indépendance de leurs institutions de suivi.

Au niveau national, une large appropriation est nécessaire ; en d'autres termes, les parlements, les gouvernements et les institutions de suivi doivent agir conformément à l'esprit du TSCG et garantir le respect en tout point de la règle d'équilibre budgétaire. Cet aspect est capital afin d'ancrer

la discipline budgétaire et les anticipations des marchés concernant la soutenabilité des finances publiques en Europe, ce qui favorisera la croissance à moyen terme.

Au niveau de l'UE, le degré d'automaticité plus élevé appliqué dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs prévue par le Pacte de stabilité et de croissance devrait permettre une mise en œuvre rigoureuse de la limite en matière de déficit pour les pays de la zone euro.

Bien que le pacte budgétaire remédie à certaines insuffisances qui subsistaient dans le cadre actuel de la gouvernance budgétaire, son efficacité et sa crédibilité restent tributaires d'une mise en œuvre stricte de la surveillance des politiques budgétaires par la Commission européenne et d'un usage limité du pouvoir discrétionnaire du Conseil. En dernier lieu, la complexité du cadre budgétaire global ne s'est pas réduite, dans la mesure où le pacte budgétaire ajoute fondamentalement un niveau supplémentaire aux règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance.

À plus long terme, des avancées ambitieuses visant à améliorer le cadre budgétaire de l'UE, en particulier pour les pays de la zone euro, seront nécessaires pour remédier aux insuffisances qui demeurent. La vulnérabilité générale du cadre existant réside dans le fait qu'il manque les instruments nécessaires pour faire face aux situations dans lesquelles la politique budgétaire d'un pays, en dépit des mécanismes rigoureux de surveillance, de mise en œuvre et de correction, poursuit une dérive dommageable. Il pourrait y être remédié en donnant aux institutions européennes le pouvoir de contraindre efficacement les pays de la zone euro – de manière graduelle au fur et à mesure que la situation se détériore – à prendre les décisions nécessaires en matière de politique budgétaire. Cette démarche devrait permettre de fournir des incitations crédibles en faveur de politiques budgétaires saines.

# COMPARAISON DE LA RÉCENTE CRISE FINANCIÈRE AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO AVEC L'EXPÉRIENCE DU JAPON DANS LES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX

ARTICLES

*La crise financière mondiale, qui a débuté comme une crise de la dette subprime américaine avant de passer par différents stades (le dernier étant la crise de la dette souveraine de la zone euro), a considérablement modifié la trajectoire de la croissance aux États-Unis et dans la zone euro. Une grave récession a été suivie d'une phase de reprise relativement modérée et l'on attend pour les quelques années à venir une période de croissance modeste. Par conséquent, plusieurs commentateurs ont comparé la situation actuelle aux États-Unis et dans la zone euro avec la « décennie perdue » subie par le Japon dans les années quatre-vingt-dix. Celle-ci constitue l'épisode le plus récent au cours duquel une économie avancée a fait l'expérience d'un ajustement prolongé des bilans sectoriels, d'une faiblesse persistante de l'activité économique, d'une hausse rapide de la dette publique et d'une correction à la baisse forte et durable des prix des actifs.*

*D'importantes différences de nature existent toutefois entre les déséquilibres qui se sont produits au Japon et ceux qui ont déclenché la récente crise financière affectant les États-Unis et la zone euro. Au Japon, le rééquilibrage s'imposait essentiellement au secteur des entreprises, en raison de leur endettement excessif, tandis qu'aux États-Unis, les problèmes de bilan concernaient les ménages, à la suite de l'envolée du marché immobilier et des crédits. De leur côté, les problèmes de bilan de la zone euro étaient moins flagrants au niveau agrégé ; toutefois, à mesure que la crise financière s'accroissait, les déséquilibres régionaux se sont intensifiés et l'endettement de certains pays membres de la zone est devenu excessif. En outre, la détérioration prononcée des soldes budgétaires a également entraîné des risques accrus pour la soutenabilité de la dette publique, problème au cœur de la crise de la dette souveraine dans un certain nombre de pays de la zone euro, mais aussi ailleurs dans le monde.*

*Les différences importantes observées entre les causes économiques et les réponses des autorités à la « décennie perdue » du Japon, d'une part, et la crise financière aux États-Unis et dans la zone euro, d'autre part, montrent que chaque crise est particulière : il est donc assez peu probable que ces deux zones économiques suivent la même voie que le Japon. Toutefois, dans le même temps, l'expérience du Japon met en lumière les difficultés qu'éprouvent les économies émergentes de récessions de bilan et devant corriger d'importants déséquilibres à rétablir les perspectives de croissance et à réaliser une reprise soutenable et pérenne. L'un des enseignements que l'on peut en tirer est que le système financier doit être rétabli avant qu'un redressement économique durable puisse s'installer. Un autre enseignement est que, si les réformes ne sont pas mises en œuvre, ou si elles sont reportées, la reprise risque d'être lente, fragile et sujette aux retournements, tandis que des problèmes découlant de déficiences structurelles sont susceptibles de réapparaître.*

## I INTRODUCTION

La récente crise financière a considérablement modifié la trajectoire de la croissance aux États-Unis et dans la zone euro. La grave récession qui a sévi en 2008 et en 2009 a été suivie d'une reprise relativement modérée au regard des normes précédentes. Les projections indiquent une nouvelle période de croissance assez faible pour les prochaines années. L'atonie relative de la croissance tient à des facteurs divers, mais elle s'explique en partie par la nécessité de l'ajustement des bilans, les secteurs public et privé de certains pays essayant de corriger les excès du passé. Ce constat a amené certains commentateurs à établir des comparaisons entre la situation actuelle

aux États-Unis et dans la zone euro, d'une part, et la « décennie perdue » observée au Japon dans les années quatre-vingt-dix, épisode le plus récent au cours duquel une économie avancée a connu une période d'ajustement prolongé des bilans, de stagnation de l'activité et de hausse rapide de la dette publique à la suite d'une forte correction des prix des actifs <sup>1</sup>. Le présent article passe en revue l'expérience japonaise et les implications de périodes prolongées d'ajustement des bilans, en établissant des parallèles avec la situation actuelle et en considérant les enseignements qu'il est possible d'en tirer.

<sup>1</sup> Cf., par exemple, M. Shirakawa, *Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?*, conférence du 10 janvier 2012 à la *London School of Economics*.

Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix

Il convient de traiter avec prudence les comparaisons avec la situation actuelle, un épisode historique particulier ne pouvant pas fournir un modèle exact pour les événements ultérieurs : en effet, il existe des différences de nature importantes entre les déséquilibres qui se sont produits au Japon et ceux qui ont déclenché la récente crise financière affectant les États-Unis et la zone euro. Les ajustements qui ont suivi ont également varié en fonction des caractéristiques structurelles particulières de chaque économie, de l'état de leurs finances publiques et des réponses des autorités. Néanmoins, des comparaisons entre les pays peuvent mettre en lumière un certain nombre de causes et de conséquences des périodes d'ajustement important et prolongé des bilans.

L'exercice de comparaison est particulièrement difficile en ce qui concerne la zone euro, étant donné les expériences très différentes des pays membres depuis le début de la crise. Le présent article se concentre autant que possible sur la zone euro dans son ensemble. Cependant, la perspective par

pays (qui est traitée dans un encadré distinct) doit également être abordée, dans la mesure notamment où les défis auxquels sont confrontés certains pays membres apparaissent relativement proches des difficultés liées à l'ajustement des bilans.

Le présent article est structuré de la façon suivante. Après une vue d'ensemble rapide de l'expérience du Japon (cf. encadré 1), la section 2 décrit la nature et l'ampleur des déséquilibres qui se sont accumulés au Japon avant la crise des années quatre-vingt-dix et ceux qui affectent aujourd'hui les États-Unis et la zone euro. La section 3 souligne à quel point la nature variée des problèmes de bilan a conditionné l'ajustement ultérieur, et l'encadré 2 analyse de façon plus détaillée l'expérience des pays de la zone euro. La section 4 étudie les implications à plus long terme des crises. La section 5 met en lumière l'importance du rôle joué par le secteur financier dans la résolution de ces problèmes. La section 6 décrit les réponses apportées par les autorités et la section 7 apporte des éléments de conclusion.

#### Encadré 1

### L'EXPÉRIENCE ÉCONOMIQUE JAPONAISE DANS LES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX

À la suite de l'effondrement des cours boursiers et des prix de l'immobilier en 1990-1991, l'économie japonaise a connu une période prolongée d'ajustement des bilans au cours des années quatre-vingt-dix. Il a fallu attendre 2003 pour observer une reprise plus soutenue de l'économie, et la croissance du crédit n'est redevenue positive qu'en 2005.

#### L'incidence de la réduction du levier d'endettement des entreprises sur l'investissement et la croissance

Les déséquilibres économiques se sont accumulés pendant la période d'essor des investissements de la fin des années quatre-vingt. À l'époque, les entreprises s'étaient fortement endettées auprès des banques, généralement en apportant des garanties immobilières. La forte baisse des prix de l'immobilier a réduit la valeur des garanties et contraint les entreprises à assainir leurs bilans. Ce processus de réduction du levier d'endettement a entraîné une augmentation de l'épargne des entreprises, un recul prolongé de l'investissement privé et une stagnation des bénéfices des sociétés tout au long des années quatre-vingt-dix. Toutefois, compte tenu de la nature spécifiquement nationale de la crise, le rééquilibrage de l'économie a pu être opéré en partie *via* la croissance des exportations nettes du Japon, dans un contexte de hausse de la demande mondiale, même si cette reprise induite par les exportations a été entravée par la crise asiatique en 1997 et par deux périodes de forte appréciation du yen en 1993-1994 et 1998-1999<sup>1</sup>.

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

### Comment les problèmes du secteur bancaire ont-ils affecté l'économie ?

Pour tenter de limiter leurs pertes à court terme, les banques japonaises faiblement capitalisées ont d'abord accordé des prêts aux entreprises insolvable (on a souvent parlé de « prêts zombie »). Les autorités ont été hésitantes à renforcer la surveillance bancaire et à décourager ce laxisme réglementaire, ce qui a reporté à plus tard les abandons de créance et la recapitalisation. Les banques, aux prises avec des créances douteuses pendant de nombreuses années, ont réduit leurs prêts aux nouvelles entreprises, ce qui a provoqué des distorsions dans la distribution du crédit et, en fin de compte, aggravé la crise financière et retardé la survenue d'une reprise durable. Les « prêts zombie » ont probablement empêché des entreprises plus efficaces d'accéder au marché, freinant l'innovation et ralentissant la croissance de la productivité à long terme<sup>2</sup>. De même, la grande importance traditionnellement portée à la sécurité de l'emploi au Japon pourrait avoir réduit la flexibilité en freinant les ajustements sectoriels dans l'économie. Les ajustements du marché du travail ont été centrés sur les salaires : le taux de chômage a légèrement augmenté mais les salaires nominaux ont rapidement reculé, ce qui semble avoir contribué à faire entrer le Japon dans une phase de déflation à compter de la fin des années quatre-vingt-dix. Les pressions déflationnistes se sont tout particulièrement fait sentir pour les prix des biens, ce qui indique que d'autres facteurs, notamment la forte concurrence des importations et un écart de production notable, ont également joué un rôle déterminant<sup>3</sup>. De plus, les perspectives de croissance économique incertaines à l'époque ont entraîné un report des programmes d'investissement et des projets de consommation, accentuant les pressions à la baisse sur les prix<sup>4</sup>.

Bien que l'on explique généralement la décennie perdue du Japon par la réduction du levier d'endettement et par les problèmes d'intermédiation financière, les faiblesses structurelles de l'économie pourraient également avoir eu leur importance. Selon certaines études, cette décennie de stagnation économique pourrait avoir été associée à l'arrivée à son terme du processus de « rattrapage » à mesure que le Japon se rapprochait de la frontière technologique, ce qui aurait, finalement, limité les nouveaux gains de productivité<sup>5</sup>. En outre, à partir des années quatre-vingt-dix, l'économie japonaise a fait face à des évolutions démographiques défavorables, la population en âge de travailler ayant inversé la tendance à la croissance précédemment observée pour entamer un repli. Ce phénomène a également rendu plus difficile l'absorption de l'excédent d'offre de logements.

### La réponse des autorités à la crise

Malgré une certaine marge de manœuvre initiale avant d'atteindre la borne zéro des taux d'intérêt, la politique monétaire n'a réagi que lentement à la crise, notamment parce que, même deux ans après le krach boursier, ni la banque centrale ni les autres observateurs de marché n'avaient anticipé le ralentissement durable de l'économie<sup>6</sup>. Les anticipations d'inflation demeurant également à un bas niveau, les taux d'intérêt réels à long terme sont restés relativement élevés, alors que le crédit se contractait. Au cours de cette période, l'efficacité du mécanisme de transmission monétaire pourrait avoir été compromise par les problèmes structurels du secteur privé, qui n'ont pas été traités par les autorités réglementaires<sup>7</sup>. Les pressions déflationnistes persistantes n'ayant pas disparu, la Banque du Japon a finalement décidé d'introduire des mesures non conventionnelles de politique monétaire. Sa politique « d'assouplissement quantitatif », mise en œuvre de 2001 à 2006, a peut-être contribué à la réapparition de taux d'inflation légèrement positifs.

2 R.J. Caballero, T. Hoshi et A.K. Kashyap, *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, *American Economic Review*, 98, 2008 ; J. Peek et E. Rosengren, *Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan*, *American Economic Review*, 95, 2005 ; K.G. Nishimura et Y. Kawamoto, *Why does the problem persist? 'Rational Rigidity' and the plight of Japanese banks*, *The World Economy*, Vol. 26, 2003

3 N. Baba, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda, et H. Ugai, *Japan's deflation, problems in the financial system, and monetary policy*, *Monetary and Economic Studies*, Vol. 23, 2005

4 T. Kimura, T. Shimatani, K. Sakura et T. Nishida, *The role of money and growth expectations in price determination mechanism*, *Bank of Japan Working Paper Series*, n° 10-E-11, 2010

5 M. Hayashi, E. Prescott, *The 1990s in Japan: A Lost Decade*, *Review of Economic Dynamics*, 5, 2002

6 A. Ahearne, J. Gagnon, J. Haltmaier et S. Kamin, *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*, *Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*, n°2002-729, 2002

7 Cf. l'encadré 2 de l'article intitulé *La croissance de la monnaie et du crédit après une crise économique et financière : une perspective historique mondiale* du *Bulletin mensuel* de la BCE de février 2012

Au plan budgétaire, le niveau de dette publique du Japon, initialement faible, et l'important excédent du compte de transactions courantes ont amené les autorités à prendre des mesures de relance budgétaire pour remédier à la stagnation de l'économie. De plus, la détérioration des recettes et l'augmentation des dépenses de sécurité sociale ont également contribué au creusement du déficit budgétaire au début des années quatre-vingt-dix. Pour assainir les finances publiques, le gouvernement a relevé la TVA en 1997, au début de la crise asiatique, ce qui, selon certains observateurs, aurait retardé la reprise <sup>8</sup>. À compter de 1998, la politique budgétaire est devenue de plus en plus expansionniste, bien que l'impulsion budgétaire liée à l'augmentation des dépenses soit restée limitée, en partie parce que les multiplicateurs de dépense budgétaire ont diminué après 1990 <sup>9</sup>. Cette évolution a reflété une réorientation des dépenses au détriment des investissements publics et en faveur de la sécurité sociale. De plus, le processus en cours de réduction du levier d'endettement a sans doute rendu le secteur privé moins réactif à la relance budgétaire. Au fil des ans, les politiques budgétaires expansionnistes ont gonflé la dette publique, qui a dépassé 200 % du PIB en 2010.

8 A. Posen, *It takes more than a bubble to become Japan* in A. Richards (ed.), *Asset Prices and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia, 2004; A. Posen, *The Realities and Relevance of Japan's Great Recession: Neither Ran no Rashomon*, Peterson Institute for International Economics Working Paper Series, WP 10-7, 2010  
 9 M. Syed, K. Kang, et K. Tokuoka, « Lost Decade » in Translation: *What Japan's crisis could portend about recovery from the Great Recession*, IMF Working Paper Series, n° WP/09/282, 2009 ; R. Hemming, M. Kell, S. Mahfouz, *The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – a review of literature*, IMF Working Paper Series, n° WP/02/208/, 2002

## 2 LA NATURE ET LE CONTEXTE DES CRISES DE BILAN

La principale similitude entre l'expérience japonaise des années quatre-vingt-dix et la

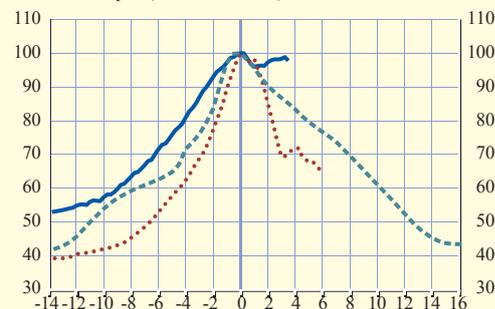
récente crise aux États-Unis et dans la zone euro tient au fait qu'elles peuvent toutes deux être considérées comme des « récessions de bilan », dans lesquelles des pans entiers du secteur privé

Graphique 1 Prix de l'immobilier

(indice = 100 aux pics ; données semestrielles pour le Japon, données trimestrielles pour les États-Unis et la zone euro)

Axe des abscisses : nombre d'années avant/après le pic

— Zone euro (2<sup>e</sup> trimestre 2008)  
 ..... États-Unis (1<sup>er</sup> trimestre 2006)  
 - - - Japon (3<sup>e</sup> trimestre 1991)



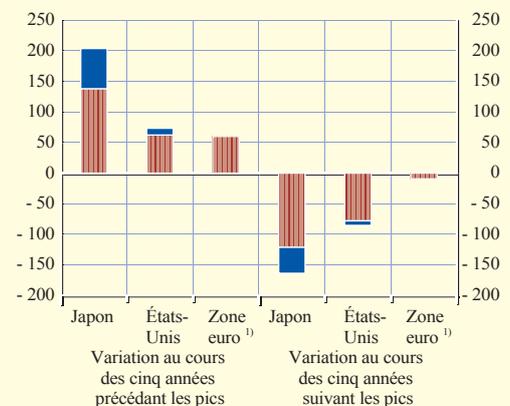
Sources : S&P, Fiserv, MacroMarkets LLC, Japan Real Estate Research Institute et BCE

Notes : Les données des États-Unis se rapportent à l'indice Case Shiller des prix des logements. Les données du Japon se rapportent à l'indice des prix du foncier et les données de la zone euro à l'indice des prix de l'immobilier résidentiel. Le pic est indiqué entre parenthèses. La dernière observation concerne le quatrième trimestre 2011 pour les États-Unis et la zone euro.

Graphique 2 Variation de la valeur de marché du patrimoine immobilier en part du PIB

(différence en points de pourcentage ; données annuelles pour le Japon, données trimestrielles pour les États-Unis et la zone euro)

■ Sociétés non financières  
 ■ Ménages



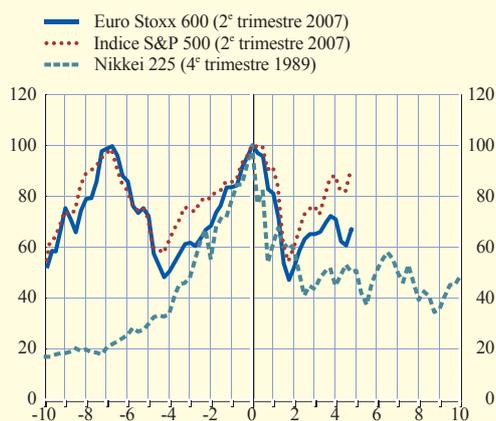
Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Cabinet Office et Eurostat

Notes : Les données se rapportent au total des biens immobiliers détenus par les ménages et les sociétés non financières en pourcentage du PIB. Les ménages incluent les organismes sans but lucratif et les entrepreneurs individuels. Les pics sont les suivants : premier trimestre 2006 pour les États-Unis, 1990 pour le Japon et quatrième trimestre 2007 pour la zone euro. 1) Les données de la zone euro concernent seulement les ménages et se rapportent à la période couvrant trois ans et neuf mois après le pic.

Graphique 3 Prix des actions

(indice = 100 AUX pics ; données trimestrielles)

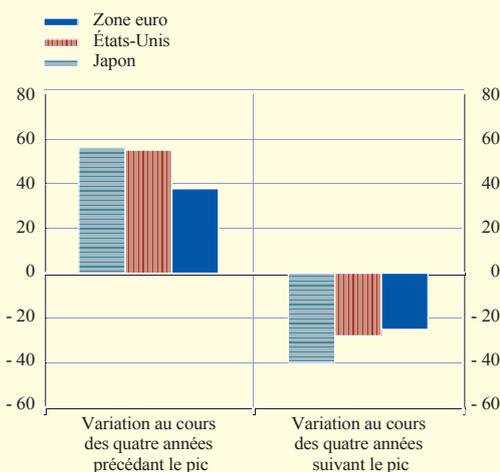
Axe des abscisses : nombre d'années avant/après le pic



Sources : Nikkei, Wall Street Journal, Haver et Stoxx Limited  
Notes : Le pic est indiqué entre parenthèses. La dernière observation concerne le premier trimestre 2012 pour les États-Unis et la zone euro.

Graphique 4 Variation de la valeur de marché des actions en part du PIB

(différence en points de pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Banque du Japon et Eurostat  
Notes : Les données se rapportent aux avoirs domestiques. Les actions de sociétés détenues par des sociétés non financières sont exclues des données américaines. Les pics sont les suivants : deuxième trimestre 2007 pour les États-Unis et la zone euro, quatrième trimestre 1989 pour le Japon.

Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix

non financier ont été contraints d'effectuer d'importants ajustements de leurs positions de bilan à la suite des fortes corrections des prix des actifs, elles-mêmes précédées par une forte expansion du crédit. Toutefois, la principale source des problèmes a été concentrée sur des secteurs différents : au Japon, les excès concernaient essentiellement le secteur des entreprises, qui souffraient d'un endettement excessif (cf. encadré 1), tandis qu'aux États-Unis, les problèmes de bilan touchaient surtout les ménages, à la suite de l'envolée du marché immobilier et des crédits. Dans la zone euro, les prêts ont également augmenté au cours de la période précédant la crise, mais les problèmes de bilan spécifiques à chaque secteur ont été moins flagrants au niveau agrégé, tout en étant importants dans certains pays : cette situation a entraîné des déséquilibres régionaux significatifs et un endettement excessif de certains secteurs dans différents pays membres (cf. encadré 2).

L'ampleur et la rapidité des ajustements ont également différé. En premier lieu, la correction

des prix des actifs dans le secteur de l'immobilier et les ajustements de bilan qui ont suivi ont été plus rapides aux États-Unis au cours de la période récente qu'au Japon dans les années quatre-vingt-dix, tandis que l'ajustement au sein de la zone euro a été beaucoup plus limité. En deuxième lieu, la baisse des prix de l'immobilier a provoqué sur l'économie japonaise un choc comparativement plus important en termes d'effets de richesse négatifs. Au Japon, les secteurs des entreprises et des ménages ont subi des pertes considérables sur leurs actifs immobiliers, tandis qu'aux États-Unis et dans la zone euro, ce sont essentiellement les ménages qui ont été affectés (cf. graphiques 1 et 2). Pour l'ensemble de la zone euro, la diminution du patrimoine immobilier a été comparativement faible, malgré des différences considérables selon les pays, certains ayant connu une hausse excessive des prix de l'immobilier résidentiel et, par conséquent, des corrections plus importantes (cf. encadré 2). Tandis que les États-Unis enregistraient une baisse très forte des prix de l'immobilier résidentiel, l'incidence globale sur l'économie a été atténuée par le niveau nettement

plus faible du ratio patrimoine immobilier/PIB dans ce pays (234 % à son niveau le plus élevé, contre 335 % au Japon). En troisième lieu, le cycle d'envolée et de chute des prix des actions et de l'immobilier a été beaucoup plus persistant et simultané au Japon, ce qui a aggravé le choc. En revanche, les prix des actions ont rebondi dans la zone euro et aux États-Unis, à la différence du Japon, qui a enregistré une stagnation tout au long de la décennie (cf. graphiques 3 et 4).

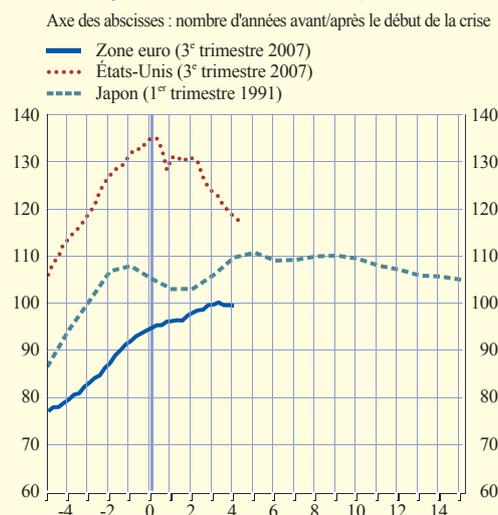
Dans l'ensemble, les comparaisons entre pays de la rapidité et de l'ampleur de l'ajustement des prix des actifs laissent penser que le problème a été relativement plus aigu au Japon qu'aux États-Unis et dans la zone euro : une bulle plus importante touchant plusieurs classes d'actifs avant la crise, suivie d'une baisse plus marquée, plus simultanée et plus durable. Toutefois, la crise actuelle n'étant pas arrivée à son terme, il serait peut-être prématuré de tirer des conclusions définitives quant à la gravité du choc subi par chacune des économies au cours des deux épisodes considérés. La concrétisation du risque systémique au niveau mondial au cours de la récente crise financière, qui a été considérablement plus étendue, a amplifié le choc sur les différentes économies par le biais des répercussions financières et commerciales. Comme de nombreux pays luttent simultanément pour remédier aux déséquilibres, les États-Unis et la zone euro ont clairement été confrontés à un environnement extérieur moins favorable que celui du Japon.

### 3 LA PÉRIODE D'AJUSTEMENT: DIFFÉRENCES SELON LES SECTEURS ET IMPLICATIONS ÉCONOMIQUES

Historiquement, les « récessions de bilan » sont généralement suivies d'une période prolongée d'atonie de la demande, liée à la nécessité de réduire l'endettement dans certains secteurs. La nature des déséquilibres sectoriels a également tendance à conditionner les ajustements économiques qui s'ensuivent. Une différence importante entre les épisodes considérés tient au fait que la restructuration postérieure à la bulle qui s'est imposée concernait le secteur surendetté des entreprises au Japon, alors qu'aux

**Graphique 5 Endettement des ménages en part de leur revenu disponible**

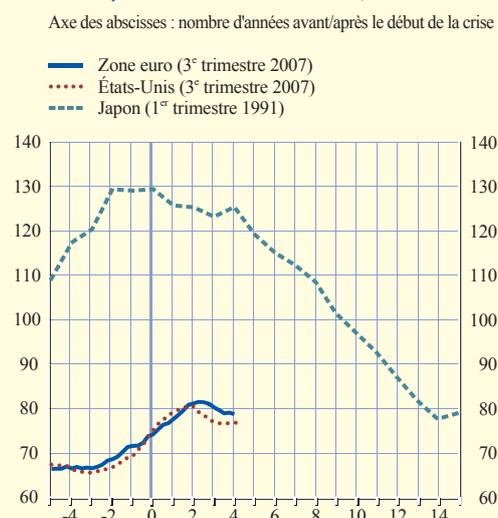
(en pourcentage ; données annuelles pour le Japon, données trimestrielles pour les États-Unis et la zone euro)



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Banque du Japon, BCE et Eurostat  
Notes : Les données se rapportent au total des engagements des ménages et des organismes sans but lucratif. Les trimestres entre parenthèses se rapportent au début des crises respectives. La dernière observation concerne le troisième trimestre 2011 pour la zone euro et le quatrième trimestre 2011 pour les États-Unis.

**Graphique 6 Ratios d'endettement des sociétés non financières en part du PIB**

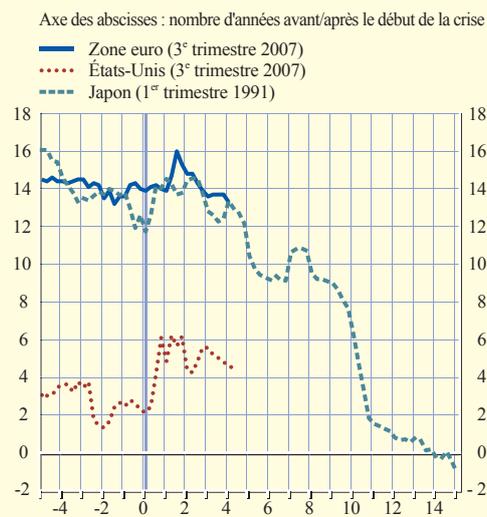
(en pourcentage ; données annuelles pour le Japon, données trimestrielles pour les États-Unis et la zone euro)



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Banque du Japon, BCE et Eurostat  
Notes : Les données se rapportent aux prêts et aux titres de créance en excluant les crédits commerciaux. Les trimestres entre parenthèses se rapportent au début des crises respectives. La dernière observation concerne le troisième trimestre 2011 pour la zone euro et le quatrième trimestre 2011 pour les États-Unis.

## Graphique 7 Taux d'épargne des ménages

(en pourcentage du revenu disponible ; données trimestrielles)



Sources : Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office, BCE et Eurostat

Notes : Les données se rapportent au taux d'épargne des ménages. Les trimestres entre parenthèses se rapportent au début des crises respectives. La dernière observation concerne le troisième trimestre 2011 pour la zone euro et le quatrième trimestre 2011 pour les États-Unis.

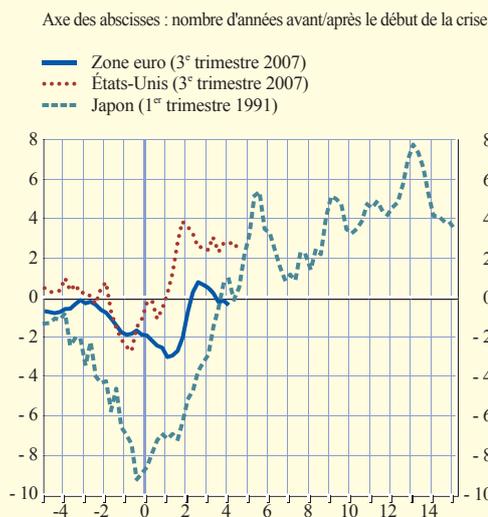
États-Unis et dans certains pays de la zone euro, la bulle de l'immobilier résidentiel a affecté essentiellement les bilans des ménages (cf. graphiques 5 et 6)<sup>2</sup>.

C'est ainsi qu'aux États-Unis, et également dans certains pays de la zone euro, l'ajustement a requis notamment une augmentation du taux d'épargne des ménages (cf. graphique 7). En revanche, au Japon, le désendettement a pris la forme d'une augmentation durable de l'épargne des entreprises, conjuguée à une diminution prolongée de l'investissement, le secteur des entreprises devant réduire la taille de son bilan (cf. graphique 8). L'épargne nette des entreprises a également progressé depuis le début de la crise récente. Toutefois, aux États-Unis et dans la plupart des pays de la zone euro, le désendettement

2 Sauf indication contraire (graphiques 1 à 4 et graphique 18), le choix de l'année de référence dans la plupart des graphiques de cet article indique les points hauts respectifs de l'activité économique, identifiés comme le dernier trimestre précédant le début de la récession, à savoir le premier trimestre 1991 pour le Japon et le troisième trimestre 2007 pour les États-Unis. En raison du début simultané des turbulences financières mondiales au troisième trimestre 2007 et de l'ampleur mondiale de la crise qui a suivi, l'année de référence pour la zone euro est la même que pour les États-Unis.

## Graphique 8 Solde épargne/investissement du secteur des entreprises

(en pourcentage du PIB ; données trimestrielles)



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Banque du Japon, BCE et Eurostat

Notes : Les données se rapportent à la capacité nette/au besoin net de financement des sociétés non financières. Les trimestres entre parenthèses se rapportent au début des crises respectives. La dernière observation concerne le troisième trimestre 2011 pour la zone euro et le quatrième trimestre 2011 pour les États-Unis.

## Graphique 9 Demande étrangère

(indice = 100 au troisième trimestre 2007 pour les États-Unis et la zone euro et au premier trimestre 1991 pour le Japon ; données trimestrielles)



Source : Perspectives économiques de l'OCDE

Notes : Les trimestres entre parenthèses se rapportent au début des crises respectives. Pour les États-Unis et la zone euro, les projections sont effectuées depuis le troisième trimestre 2011 jusqu'au quatrième trimestre 2013.

Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix

des entreprises a souvent reflété une combinaison de facteurs de demande et d'offre (tels qu'une propension plus élevée à mettre les bénéfices en réserve en raison de l'incertitude quant à la demande future et du caractère restrictif des critères d'octroi des crédits), qui était différente de l'activisme des entreprises japonaises visant à s'ajuster à la baisse des valeurs des garanties.

La nature de l'ajustement a également des implications sur la composition de la demande. Aux États-Unis

et dans la zone euro (notamment dans les pays où la nécessité d'un désendettement était importante, cf. encadré 2), la hausse de l'épargne des ménages a entraîné un ralentissement durable des dépenses de consommation et une correction de l'investissement résidentiel par rapport aux niveaux excessivement élevés atteints lors de l'envolée du marché de l'immobilier et des crédits. Depuis la fin de la récession, ces deux composantes ont apporté une contribution plus faible à la croissance du PIB que lors des reprises précédentes.

## Encadré 2

### LES AJUSTEMENTS DE BILAN DANS LES DIFFÉRENTS PAYS DE LA ZONE EURO

Au niveau agrégé, les problèmes de bilan de la zone euro n'ont pas atteint l'ampleur de ceux observés au Japon dans les années quatre-vingt-dix ou, actuellement, aux États-Unis. L'endettement du secteur privé est resté limité au total et la position extérieure nette de l'ensemble de la zone euro est globalement équilibrée. Toutefois, les problèmes auxquels sont aujourd'hui confrontés certains pays de la zone euro résultent principalement d'un recours excessif au levier d'endettement<sup>1</sup>. En particulier, certains pays ont subi des pressions en faveur du désendettement à la suite d'une forte expansion du crédit et d'une correction brutale des prix des actifs, de sorte que les défis qu'ils doivent relever sont assez proches des difficultés liées aux ajustements de bilan.

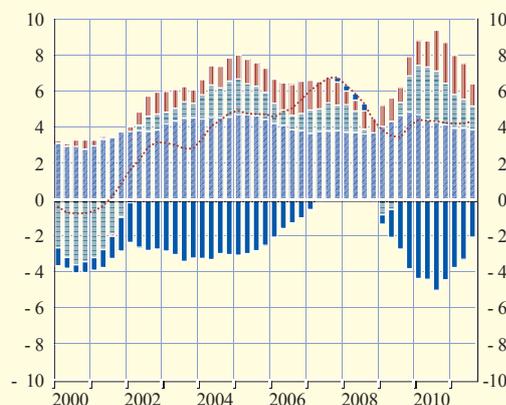
1 Cf. l'article intitulé *La crise financière à la lumière des comptes de la zone euro : une perspective en termes de flux financiers* du Bulletin mensuel d'octobre 2011

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

(en pourcentage du PIB ; sommes sur quatre trimestres)

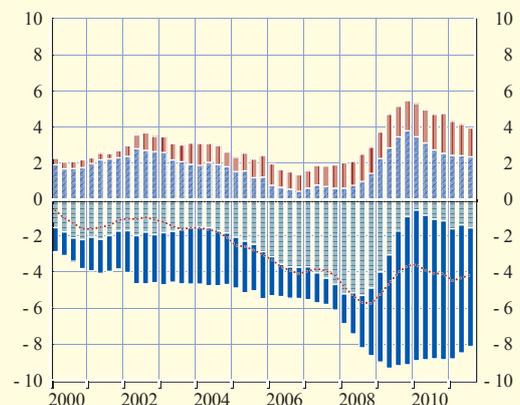
#### 1. Groupe en excédent extérieur

- Administrations publiques
- Sociétés financières
- Sociétés non financières
- Ménages
- ..... Ensemble de l'économie



#### 2. Groupe en déficit extérieur

- Administrations publiques
- Sociétés financières
- Sociétés non financières
- Ménages
- ..... Ensemble de l'économie



Sources : Eurostat et BCE

Notes : La capacité nette/le besoin net de financement illustré(e) dans les graphiques de cet encadré a été ajusté(e), par commodité, afin d'exclure les « acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits » (pour éviter les distorsions créées par les importantes recettes tirées de la cession des licences de téléphone mobile UMTS en 2000). Les chiffres positifs/négatifs correspondent à la capacité nette/au besoin net de financement. La dernière observation porte sur le troisième trimestre 2011.

Une analyse des déséquilibres au niveau de la zone euro, fondée sur les comptes de la zone, montre que même si la position extérieure de l'ensemble de la zone est restée proche de l'équilibre, une divergence croissante a été constatée entre deux groupes de pays : le « groupe en situation d'excédent extérieur, » qui comprend les pays ayant enregistré des excédents du compte de transactions courantes sur une période de cinq ans s'achevant au début de la crise financière en 2007, et le « groupe en situation de déficit extérieur » qui comprend les pays ayant enregistré des déficits (cf. graphique A) <sup>2</sup>. À l'évidence, la composition des groupes est étroitement liée à la période de référence et peut évoluer au fil du temps. Le creusement des déficits financiers du secteur privé dans le groupe en déficit extérieur pourrait avoir reflété, pour partie, l'intégration financière accrue au sein de la zone euro, mais il a également résulté des conséquences de l'expansion du crédit observée dans certains pays. Dans ce même groupe, la récession qui a suivi la crise (ainsi que les fortes corrections des prix de l'immobilier résidentiel dans certains pays) a entraîné une forte diminution du levier d'endettement du secteur privé. La capacité nette de financement des ménages a nettement augmenté et les soldes financiers des sociétés non financières, qui étaient en expansion avant la crise, se sont rapidement inversés.

En parallèle, les soldes budgétaires se sont considérablement détériorés et la dette publique a rapidement augmenté, avec toutefois des différences marquées d'un pays à l'autre de la zone. Par conséquent, les risques pesant sur la soutenabilité de la dette se sont intensifiés dans plusieurs pays de la zone, dans un contexte d'instabilité financière et de faible croissance. Néanmoins, contrairement à ce qui s'est passé au Japon, où l'augmentation de la dette publique a été essentiellement due à des programmes de travaux publics visant à relancer l'économie, dans la zone euro, cette évolution a principalement résulté des mesures de soutien au secteur financier. À cet égard, le soutien apporté par l'État au redressement du système financier peut être considéré comme positif pour la croissance à long terme, dès lors qu'il rétablit la santé financière et ne compromet pas la soutenabilité de la dette publique.

Le tableau, qui montre l'hétérogénéité des pays de la zone euro en matière d'endettement, a été établi par la Commission européenne dans le cadre de la surveillance des déséquilibres macroéconomiques dans l'UE et dans la zone euro (publié le 14 février 2012 dans le rapport sur le mécanisme d'alerte de la Commission européenne). Il met également en lumière l'ampleur des ajustements de bilan qui seront nécessaires dans certains pays de la zone euro au cours des prochaines années. En particulier, l'Irlande, l'Espagne, Chypre et

<sup>2</sup> Le « groupe en situation d'excédent extérieur » comprend la Belgique, l'Allemagne, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande. Le « groupe en situation de déficit extérieur » inclut l'Irlande, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, Malte, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie. Pour plus de détails sur l'analyse des comptes de la zone euro pendant la crise financière et sur le regroupement des pays de la zone, cf. l'encadré intitulé *Analyse des déséquilibres de la zone euro à partir des comptes sectoriels* du *Bulletin mensuel* de février 2012

#### Tableau de bord d'indicateurs dans le cadre du mécanisme d'alerte relatif aux économies de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

Année 2010	Position extérieure nette	Dette du secteur privé	Dette du secteur public
Belgique	77,8	232,8	96,2
Allemagne	38,4	128,1	83,2
Estonie	- 72,8	176,1	6,7
Irlande	- 90,9	341,3	92,5
Grèce	- 92,5	124,1	144,9
Espagne	- 89,5	227,3	61,0
France	- 10,0	159,8	82,3
Italie	- 23,9	126,4	118,4
Chypre	- 43,4	289,2	61,5
Luxembourg	96,5	253,9	19,1
Malte	9,2	212,0	69,1
Pays-Bas	28,0	223,4	62,9
Autriche	- 9,8	165,7	71,8
Portugal	- 107,5	248,5	93,4
Slovénie	- 35,7	128,8	38,8
Slovaquie	- 66,2	69,0	41,0
Finlande	9,9	177,7	48,3
<b>Pour mémoire : seuils</b>	<b>- 35,0</b>	<b>160,0</b>	<b>60,0</b>

Source : Commission européenne

Note : Les cellules grisées indiquent les pays qui ont dépassé le seuil en 2010.

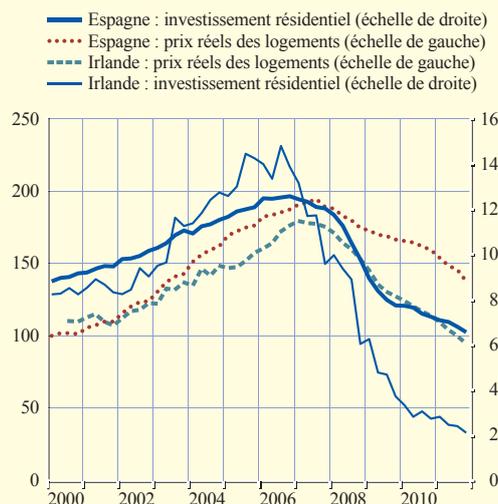
le Portugal enregistrent tous des niveaux élevés de dette publique et privée et leurs positions extérieures nettes affichent manifestement des déficits excessifs. L'Espagne et l'Irlande sont également des exemples de pays où les problèmes de bilan provenaient d'un cycle d'expansion et de récession dans l'immobilier. Leur expérience est donc, dans une certaine mesure, comparable aux ajustements de bilan observés au Japon dans les années quatre-vingt-dix et, actuellement, aux États-Unis. Dans ces deux pays, les concours au secteur privé ont fortement augmenté à compter du début des années deux mille, ce qui a entraîné un essor du marché de l'immobilier et du secteur de la construction. Après avoir culminé en 2007, l'investissement résidentiel a rapidement fléchi au cours des années suivantes et, pour l'essentiel, la correction est maintenant arrivée à son terme. Les prix des logements ont également atteint un pic en 2007 dans les deux pays. Alors que la correction a été importante en Irlande, la surévaluation des prix de l'immobilier résidentiel se résorbe plus progressivement en Espagne (cf. graphique B).

Une forte augmentation de l'endettement du secteur privé dans ces deux pays a pu être constatée au cours des années qui ont précédé l'envolée des prix des actifs. En ce qui concerne le secteur des ménages, la dette s'est inscrite en nette augmentation jusqu'à la crise financière, pour atteindre 130 % du PIB en Irlande et 90 % en Espagne. Par comparaison, le niveau d'endettement des ménages de la zone euro s'est stabilisé autour de 65 % du PIB. Depuis lors, le processus de désendettement du secteur privé a été plus prononcé en Irlande qu'en Espagne (cf. graphique C)<sup>3</sup>.

De plus, les deux pays ont enregistré une hausse particulièrement forte de la dette publique. Par rapport aux niveaux enregistrés avant la crise en 2007, le ratio de dette publique devrait avoir augmenté de 83,2 points de pourcentage, pour atteindre 108,1 %, en Irlande en 2011 et de 33,4 points de pourcentage, pour ressortir à 69,6 %, en Espagne<sup>4</sup>, sous l'effet notamment du soutien important apporté aux institutions financières en difficulté.

### Graphique B Investissement résidentiel en pourcentage du PIB et prix réels des logements en Espagne et en Irlande

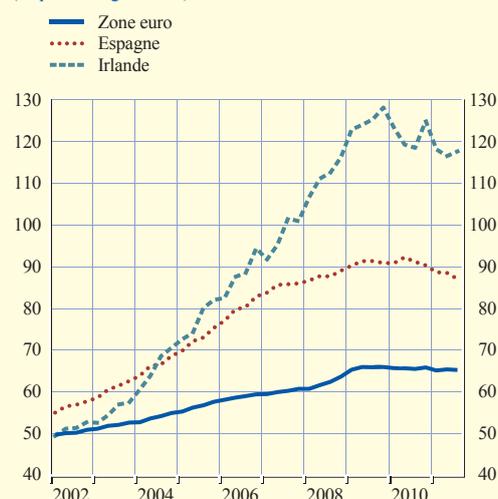
(échelle de gauche : 2000 = 100 ;  
échelle de droite : en pourcentage du PIB)



Sources : Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística et Eurostat  
 Notes : Les prix des logements sont déflatés par l'IPCH. La dernière observation porte sur le quatrième trimestre 2011.

### Graphique C Dette du secteur des ménages

(en pourcentage du PIB)



Sources : Central Statistics Office, Instituto nacional de Estadística et Eurostat  
 Note : La dernière observation porte sur le troisième trimestre 2011.

<sup>3</sup> Pour une analyse de l'endettement des entreprises dans la zone euro, comprenant une comparaison avec les États-Unis, cf. l'article intitulé *L'endettement des entreprises dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de février 2012  
<sup>4</sup> Cf. prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne, Bruxelles

Dans l'ensemble, le processus de désendettement en cours dans certains pays de la zone euro et la réduction de la dette privée et publique devraient limiter la croissance au cours des années à venir, l'ajustement des bilans pesant sur les dépenses d'investissement des entreprises et sur la consommation des ménages. Cela étant, la phase de faible croissance enregistrée par ces pays fait peut-être partie du processus d'ajustement, les déséquilibres ayant principalement reflété des envolées de la demande au cours de la période qui a précédé la crise. Sans l'ajustement en cours, une correction plus douloureuse aurait pu intervenir ultérieurement.

Par ailleurs, l'ajustement aux États-Unis et dans la zone euro a été déterminé par la situation mondiale. La crise japonaise était largement domestique, le reste du monde étant relativement épargné, ce qui a permis aux exportations nettes de contribuer au « rééquilibrage ». La crise récente a eu une portée nettement plus importante et le ralentissement général de la croissance mondiale a probablement entravé la possibilité pour les États-Unis et la zone euro de sortir de la crise en s'appuyant sur une accélération de la croissance des exportations (cf. graphique 9).

#### 4 LA RÉSORPTION DES DÉSÉQUILIBRES ET LE POTENTIEL DE CROISSANCE

Au-delà des effets sur la demande induits lors de la phase de rééquilibrage, la croissance économique peut également se dégrader si le potentiel d'offre de l'économie est affecté. Un processus sévère d'ajustement de l'activité économique peut se traduire par une diminution de la flexibilité et par une perte en capital immatériel ou humain, les entreprises ou les ménages subissant de longues périodes de sous-utilisation des capacités ou de sous-emploi, impliquant une période de croissance plus faible du potentiel de production de l'économie. Des estimations récentes font apparaître un repli significatif de la croissance du PIB potentiel, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, lors du récent ralentissement économique. Bien qu'il demeure difficile de mesurer le PIB potentiel en temps réel, l'OCDE, le FMI et la Commission européenne estiment à 1 point de pourcentage environ la baisse des taux moyens de croissance potentielle au cours de la période allant de 2008 à 2011 par rapport à leurs niveaux dix ans auparavant<sup>3</sup>. Sur des horizons similaires, la croissance potentielle japonaise a diminué en moyenne de quelque 2 points de pourcentage après 1992.

Les effets précis sur la croissance économique à long terme reflètent probablement les différences dans la structure de chaque économie ainsi que la forme du rééquilibrage économique. En particulier, la baisse du PIB potentiel au Japon ne s'explique pas en totalité par les ajustements des bilans et les rigidités dans le secteur des entreprises (comme indiqué dans l'encadré 1), mais tient également au vieillissement démographique et à la diminution correspondante de la population active. À cet égard, les Nations unies prévoient que les États-Unis et la zone euro seront probablement confrontés à des défis croissants liés à une population vieillissante, mais dans une moindre mesure qu'au Japon.

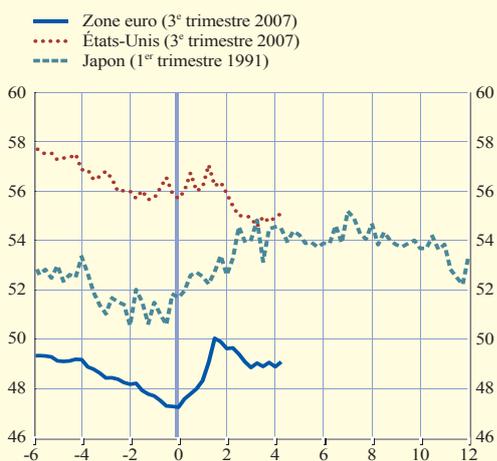
Aux États-Unis, reflétant le degré relativement plus élevé de flexibilité du marché du travail, c'est le niveau d'emploi qui a supporté l'essentiel de l'ajustement. Les réductions d'effectifs ont soutenu la croissance de la productivité et les bénéfices des entreprises, au prix d'une hausse rapide du chômage et d'une diminution de la part des revenus du travail dans l'ensemble de l'économie (cf. graphique 10). La proportion de chômeurs de plus de 6 mois dans le total est restée proche de niveaux record début 2012 (cf. graphique 11). Des périodes de chômage aussi longues pourraient entraîner un affaiblissement du capital humain en raison de l'érosion des compétences. Ce phénomène tend également à réduire la probabilité de retrouver un emploi, les travailleurs inactifs perdant leurs réseaux professionnels, leur réputation ou leur lien avec le marché du travail ; en conséquence, le chômage conjoncturel devient en partie structurel. En outre, les perspectives d'emploi pourraient être affectées au cours des années à venir par la baisse des incitations à travailler sous l'effet d'une nouvelle extension

<sup>3</sup> Cf. l'encadré 1 de l'article intitulé *Profil des cycles macroéconomiques de la zone euro et des États-Unis : en quoi diffèrent-ils des expériences antérieures ?* du Bulletin mensuel de mai 2011

**Graphique 10 Rémunération des salariés**

(en pourcentage du PIB ; données trimestrielles)

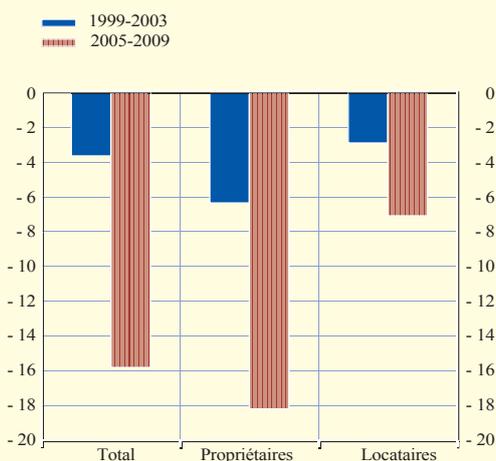
Axe des abscisses : nombre d'années avant/après le début de la crise



Sources : Bureau d'analyse économique, Cabinet office du Japon et Eurostat  
 Notes : Les trimestres entre parenthèses correspondent au début des différentes crises. La dernière observation pour les États-Unis et la zone euro porte sur le quatrième trimestre 2011.

**Graphique 12 Évolution du taux de mobilité des ménages aux États-Unis**

(en points de pourcentage)



Sources : American Housing Survey, US Census Bureau et services de la BCE  
 Notes : Données semestrielles. Le taux de mobilité se définit comme la part des occupants déclarant avoir déménagé au cours des 12 mois précédents. Les années de référence sont choisies de façon à comparer l'évolution de la mobilité des ménages sur une durée de quatre ans, englobant la dernière récession (2007-2009) et la précédente (2000-2001).

**Graphique 11 Taux de chômage et durée du chômage aux États-Unis**

(échelle de gauche : en pourcentage ;  
 échelle de droite : en pourcentage du nombre total de civils sans emploi depuis 27 semaines ou plus, données mensuelles)



Source : Bureau des statistiques du travail  
 Notes : Taux de chômage au sein de la population civile âgée de 16 ans et plus. La dernière observation porte sur mars 2012.

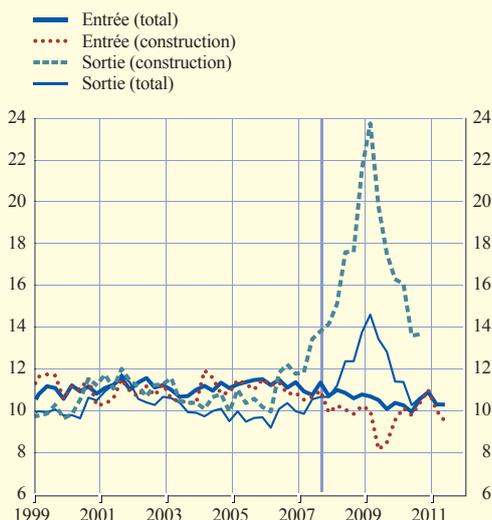
des dispositifs d'indemnisation du chômage, ce qui pourrait entraîner une diminution des efforts de recherche de la part des bénéficiaires. Enfin, l'ajustement du facteur travail selon les secteurs et les zones géographiques risque d'être freiné par la moindre mobilité de la main-d'œuvre, comme en atteste la baisse de la mobilité des ménages par rapport à la récession de 2000-2001, notamment dans le cas des ménages propriétaires de leur logement (cf. graphique 12). Cette évolution peut être liée aux problèmes du marché de l'immobilier, une part significative des ménages se retrouvant captifs de biens valorisés en dessous du solde de l'hypothèque, rendant plus difficile tout déménagement qui impliquerait la constatation immédiate de pertes<sup>4</sup>.

Alors que la mobilité de la main-d'œuvre s'est clairement réduite, peu d'éléments indiquent une baisse de la flexibilité dans les entreprises américaines. Au cours de la crise, le taux des

<sup>4</sup> Dans F. Ferreira, J. Gyourko et J. Tracy, *Housing Busts and Household Mobility: An Update*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n° 526, 2011, il ressort que la valeur de revente du bien inférieure au capital restant dû (*negative equity*) aurait réduit la mobilité des ménages de 30 %.

**Graphique 13 Taux d'entrée et de sortie des entreprises aux États-Unis**

(en pourcentage du total des établissements privés ; données trimestrielles)



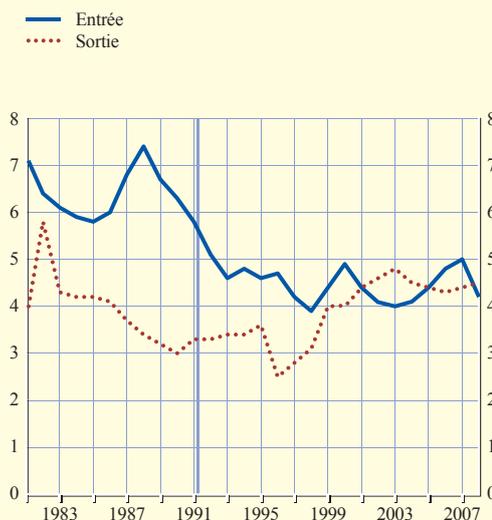
Source : Bureau des statistiques du travail et services de la BCE  
Notes : La dernière observation porte sur le premier trimestre 2011 pour les entrées d'entreprises et sur le troisième trimestre 2010 pour les sorties. La ligne verticale indique le troisième trimestre 2007, soit le début de la crise.

entreprises sortant du marché, notamment dans les secteurs requérant un ajustement comme celui de la construction, a fortement augmenté, tandis que le taux d'entrée est resté relativement stable, laissant penser qu'un mécanisme de « destruction créatrice » était à l'œuvre (cf. graphique 13). Cette évolution est en fort contraste avec l'expérience japonaise des années quatre-vingt-dix, où la hausse du taux de faillite des sociétés a été relativement modérée, mais le nombre des créations d'entreprises en forte diminution, ce qui a empêché en fin de compte des entreprises potentiellement plus efficaces de pénétrer le marché (cf. graphique 14). Les États-Unis ont également évité les distorsions liées à la « pérennisation » des prêts, étant donné que (à la différence du Japon) la part des concours à des secteurs en difficulté comme l'immobilier commercial dans le total des prêts a diminué ou est restée relativement faible.

La zone euro est confrontée à des défis structurels du même ordre. À la différence des États-Unis, plusieurs pays de la zone euro ont été confrontés à des niveaux élevés de chômage à long terme dès

**Graphique 14 Taux globaux d'entrée et de sortie des entreprises au Japon**

(en pourcentage du nombre moyen de toutes les entreprises ; données annuelles)



Sources : Ministère de la Santé, du travail et des affaires sociales et ministère de l'Économie, du commerce et de l'industrie  
Notes : Entrées et sorties d'entreprises, recouvrant les créations et cessations d'activité faisant suite à une création, une cessation d'activité ou un mouvement affectant des succursales ou des usines. La dernière observation porte sur 2008. La ligne verticale indique le premier trimestre 1991, soit le déclenchement de la crise.

avant la récession. La récente hausse du chômage a donc renforcé la nécessité d'une flexibilité accrue des marchés du travail. Cette nécessité s'est imposée dans les pays qui avaient enregistré une forte augmentation de l'emploi dans le secteur de la construction lors des périodes d'essor de l'immobilier. Ces économies comptent désormais un nombre élevé d'anciens travailleurs du secteur de la construction, ce qui représente un défi en termes de politiques d'activation et de formation. En outre, si l'on a pu constater des modifications des flux migratoires nets au sein de la zone euro depuis le récent ralentissement économique, le processus de migration entre pays de la zone euro est moins développé que les flux de main-d'œuvre entre les États fédérés des États-Unis et ne permet pas dans la même mesure de pallier les problèmes régionaux spécifiques.

Enfin, la crise récente a mis en évidence les défis qui se posent à plusieurs pays de la zone euro qui ont perdu de leur compétitivité au cours de la première décennie de l'union monétaire. Tandis que pour la zone euro dans son ensemble, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont progressé de 1,5 % en moyenne

Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix

entre 1999 et 2007, dans des pays comme la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande les hausses ont été près de deux fois supérieures. Les pertes de compétitivité ont reflété la forte progression des salaires nominaux dans chacune de ces économies. Dans certaines, toutefois, elles ont également traduit la faiblesse des performances en termes de productivité. L'incidence cumulée de ces différences persistantes a été une érosion progressive des positions concurrentielles de ces pays et, comme examiné dans l'encadré 2, l'accumulation de déséquilibres sous la forme d'une position extérieure très négative. Dans une union monétaire dotée d'une monnaie unique et d'une politique monétaire unique, le principal mécanisme d'ajustement, en l'absence d'un degré élevé de mobilité de la main-d'œuvre ou de systèmes de transferts budgétaires entre pays, est le canal de la compétitivité. Afin de restaurer celle-ci, les salaires devront augmenter plus lentement que la productivité pendant un certain temps dans certains pays. À défaut de mesures rapides destinées à rétablir la compétitivité, notamment par une réduction des coûts unitaires de main-d'œuvre, les pays risquent d'être confrontés à une période durable de croissance plus lente jusqu'à ce que les déséquilibres soient corrigés et la compétitivité restaurée.

## 5 LES DISTORSIONS POTENTIELLES À LONG TERME DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Les périodes longues au cours desquelles s'opère la résorption des déséquilibres ont également un impact sur le secteur financier. La nécessité d'un ajustement des bilans à laquelle sont confrontés les secteurs financier ou non financier soucieux de corriger les excès du passé peut peser sur l'accès au crédit et créer des distorsions dans l'intermédiation financière. Au Japon, les effets de l'éclatement de la bulle boursière se sont limités essentiellement à une dégradation de la santé du système bancaire national<sup>5</sup>. En revanche, du fait de la prédominance du modèle d'octroi puis cession de crédits (*originate-to-distribute*) aux États-Unis par le biais de titrisations (modèle qui était également courant dans certains pays de la zone euro), les effets de la hausse spectaculaire des défauts de paiement sur les prêts hypothécaires américains ne se sont pas cantonnés aux seules banques américaines, mais

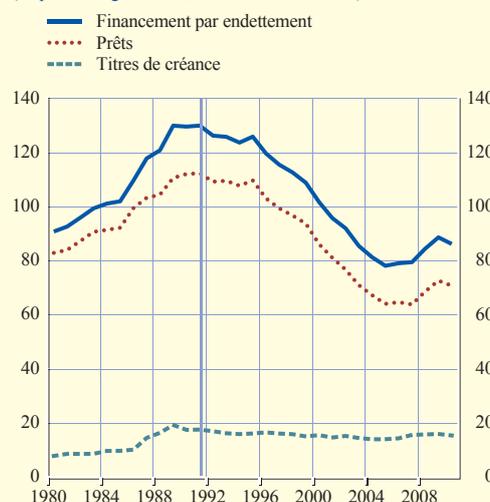
se sont propagés en dehors du secteur bancaire et à l'échelle mondiale par le biais des pertes en capital subies par les investisseurs en titres adossés à des créances hypothécaires américaines. Ce processus a eu des répercussions sur le secteur financier de la zone euro, suscitant des besoins de recapitalisation des banques dans la plupart des pays de la zone.

L'impact de la crise sur l'intermédiation du crédit a varié, pour partie, en fonction du rôle joué par les intermédiaires financiers dans les systèmes financiers du Japon, de la zone euro et des États-Unis. Aux États-Unis, où les entreprises s'appuient plus largement sur le financement de marché, l'affaiblissement du mécanisme de sélection dans la distribution de crédits aux entreprises par suite des problèmes du secteur bancaire a sans doute eu une portée moindre (cf. graphiques 15 à 17). Les décisions de prêt des marchés y sont de fait moins sensibles au laxisme réglementaire, qui semble avoir joué un rôle dans les décisions des banques japonaises (cf. encadré 1). En effet, un aspect spécifique du cycle du crédit aux États-Unis et, dans une moindre mesure,

5 À la différence des banques américaines et de la zone euro, les banques japonaises détiennent généralement des positions importantes en actions de sociétés non bancaires.

**Graphique 15 Financement par endettement des sociétés non financières au Japon**

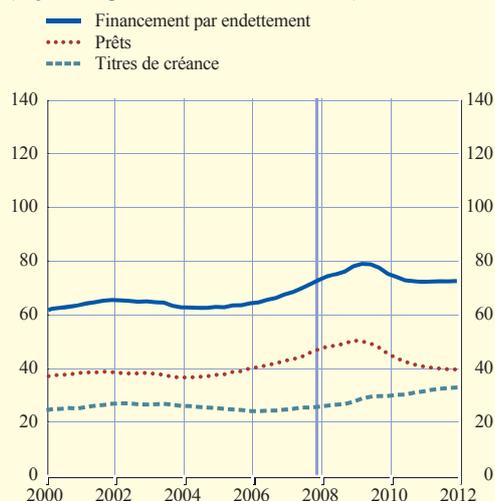
(en pourcentage du PIB ; données trimestrielles)



Sources : Banque du Japon et services de la BCE  
Notes : Le financement par endettement correspond aux instruments de crédit dans les données de flux financiers du Japon. La dernière observation porte sur 2010. La ligne verticale indique le premier trimestre 1991, soit le début de la crise.

### Graphique 16 Financement par endettement des sociétés non financières aux États-Unis

(en pourcentage du PIB ; données trimestrielles)

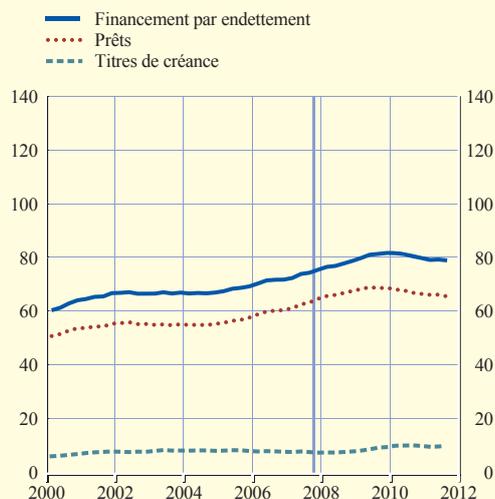


Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et services de la BCE

Notes : Le financement par endettement correspond aux instruments de crédit dans les données de flux financiers des États-Unis. La dernière observation porte sur le quatrième trimestre 2011. La ligne verticale indique le troisième trimestre 2007, soit le début de la crise.

### Graphique 17 Financement par endettement des sociétés non financières dans la zone euro

(en pourcentage du PIB ; données trimestrielles)



Sources : BCE et services de la BCE

Notes : Le financement par endettement des entreprises non financières de la zone euro est déclaré sur une base consolidée en éliminant les prêts intragroupes dans les données d'origine non consolidées et incluent les réserves pour fonds de pension. La dernière observation porte sur le troisième trimestre 2011. La ligne verticale indique le troisième trimestre 2007, soit le début de la crise.

en Europe a résidé dans la normalisation plus rapide des marchés d'actifs que des systèmes bancaires et dans la substitution des marchés de capitaux aux banques comme source préférentielle de financement des entreprises <sup>6</sup>.

Bien que le financement de marché soit un moyen d'atténuer les contraintes de crédit imputables aux difficultés du secteur bancaire, les petites et moyennes entreprises ont tendance à recourir presque exclusivement au financement intermédié <sup>7</sup>. À cet égard, la réponse de la politique publique aux problèmes des banques est cruciale. Tandis que le Japon a pâti d'une réponse tardive, aux États-Unis et dans la zone euro, en revanche, les banques ont constaté les pertes et se sont recapitalisées à un stade plus précoce avec le soutien de fonds publics <sup>8</sup> ; dans ces deux économies, ces institutions travaillent aujourd'hui avec des ratios de fonds propres plus élevés qu'avant la crise. Cette réponse plus rapide s'explique en partie par la nature différente du problème. Au cours de la crise récente, les pertes ont découlé notamment des produits titrisés, généralement évalués en valeur de marché, ce qui a facilité leur constatation rapide, à la différence du Japon où les problèmes étaient principalement concentrés sur les créances douteuses enregistrées au bilan des banques nippones.

Néanmoins, les secteurs financiers des États-Unis et de la zone euro sont confrontés à des problèmes spécifiques susceptibles de peser sur l'activité de prêt et de freiner la reprise économique. Compte tenu des inquiétudes des marchés quant à la solvabilité de certains pays de la zone euro, la solidité des bilans des banques de la zone a été récemment mise en cause, du fait de leurs expositions à la

<sup>6</sup> Cf. FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, septembre 2011

<sup>7</sup> Un autre moyen de réduire la dépendance à l'égard des banques serait de recourir aux crédits commerciaux et aux prêts intragroupes. Cf., par exemple, l'article intitulé *La crise financière à la lumière des comptes de la zone euro : une perspective en termes de flux financiers* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011

<sup>8</sup> Au plus fort de la crise, les investissements réalisés par le gouvernement des États-Unis dans les banques ont représenté environ 88 % des actifs des *holdings* bancaires américaines (245 milliards de dollars versés) dans le cadre du TARP (*Troubled Asset Relief Program*). En 2011, les montants restant à rembourser au Trésor représentaient moins de 8 % de ces actifs et les contribuables ont récupéré 256 milliards de dollars, y compris les intérêts et autres revenus (cf. US Treasury, *Three Year Anniversary Report*, octobre 2011).

Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix

dette souveraine. Contraintes d'augmenter leurs fonds propres afin de couvrir ces expositions, les banques européennes devraient réduire la taille de leurs bilans au cours des prochaines années, ce qui pourrait affecter l'offre de crédit aux secteurs productifs de l'économie.

Les États-Unis rencontrent un problème que l'on pourrait rapprocher de celui posé par les « prêts zombie » japonais, à savoir la lente restructuration et les distorsions du marché hypothécaire liées à la prépondérance des agences gouvernementales (*government-sponsored enterprises* – GSE), qui exercent un effet d'éviction sur le financement privé en raison de leurs faibles coûts de financement. Le retrait des investisseurs privés de ce marché et la réforme réglementaire en cours, visant à fixer des conditions plus strictes en matière de titrisation des prêts immobiliers et à réduire le rôle des agences gouvernementales, sont susceptibles, dans l'avenir, de réduire l'accès des ménages au crédit et d'augmenter le coût des prêts hypothécaires <sup>9</sup>.

## 6 LA RÉPONSE DES AUTORITÉS FACE À LA CRISE

Les politiques monétaires et budgétaires des États-Unis et de la zone euro ont réagi au ralentissement économique initial en adoptant des mesures de plus grande ampleur et dans des délais plus courts qu'au Japon dans les années quatre-vingt-dix. S'agissant de la politique monétaire, les taux d'intérêt sont restés beaucoup plus élevés au Japon que dans la zone euro et aux États-Unis après les premières corrections des cours boursiers et des prix du foncier (cf. graphique 18). La Banque du Japon a réagi plus lentement et en outre, la politique monétaire a été mise en difficulté par un processus de désinflation rapide, qui s'est transformé en déflation à partir de la fin des années quatre-vingt-dix (cf. encadré 1). En revanche, les mesures des anticipations d'inflation, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, sont restées solidement ancrées à des niveaux proches de ceux d'avant la crise, la faiblesse actuelle des taux d'intérêt se traduisant ainsi par des taux d'intérêt réels négatifs (cf. graphique 19).

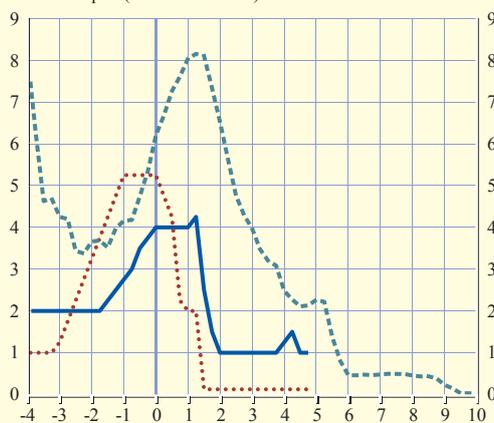
L'un des enseignements de l'expérience japonaise des années quatre-vingt-dix est que, face à des besoins structurels d'assainissement des bilans

Graphique 18 Taux directeurs

(pourcentages annuels ; données trimestrielles)

Axe des abscisses : nombre d'années avant/après le point haut des indices boursiers

— Zone euro (2<sup>e</sup> trimestre 2007)  
 ..... États-Unis (2<sup>e</sup> trimestre 2007)  
 - - - Japon (4<sup>e</sup> trimestre 1989)



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

Notes : Les taux directeurs sont le taux des opérations principales de refinancement pour la zone euro, le taux objectif des fonds fédéraux pour les États-Unis et le taux objectif de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc à Tokyo pour le Japon. Le point haut est indiqué entre parenthèses. La dernière observation pour les États-Unis et la zone euro porte sur le premier trimestre 2012.

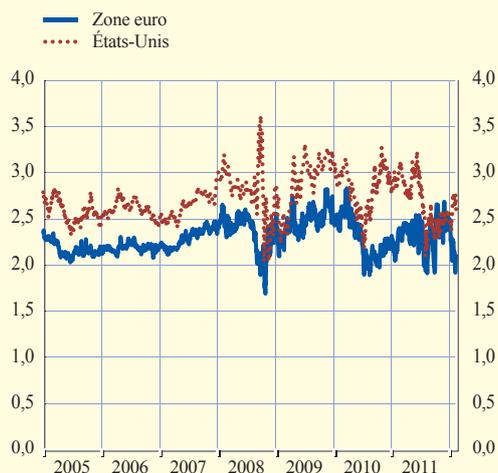
du secteur privé, les secteurs surendettés peuvent devenir insensibles à l'assouplissement de la politique monétaire, d'où un affaiblissement du mécanisme de transmission des taux d'intérêt <sup>10</sup>. Cette observation est pertinente pour les États-Unis, où la présence d'une forte proportion d'emprunteurs dont le bien immobilier avait une valeur de revente inférieure au capital restant dû (*negative equity*) a entravé le refinancement des prêts à un

<sup>9</sup> En 2011, les marchés de créances hypothécaires *private-label* (non garanties par les agences) sont restés effectivement clos et 90 % des financements hypothécaires aux États-Unis étaient dotés d'une couverture de la part des agences gouvernementales et de l'administration fédérale du logement (FHA) qui bénéficie de la garantie intégrale de l'État (cf. *Article IV Consultation on the United States, Selected Issues, Chapter 4*, Rapport du FMI sur les pays membres, n° 11/202, 2011).

<sup>10</sup> Contrairement aux ralentissements conjoncturels antérieurs au Japon, la baisse du taux directeur au début des années quatre-vingt-dix n'a pas empêché un recul prononcé de l'investissement, les entreprises devant assainir leurs bilans et manquant de la volonté ou de la capacité à contracter de nouvelles dettes en raison de la perte de valeur des garanties. Cf., par exemple, K. G. Nishimura, *This Time May Truly Be Different: Balance Sheet Adjustment under Population Ageing*, discours prononcé lors de la réunion annuelle 2011 de l'American Economic Association à Denver le 7 janvier 2011.

### Graphique 19 Points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans

(pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur cinq jours des données quotidiennes corrigées des variations saisonnières)



Sources : Reuters et calculs de la BCE

Notes : Dernière observation relevée le 6 avril 2012 pour les États-Unis et le 10 avril pour la zone euro

moins coûteux, malgré le niveau historiquement bas des taux hypothécaires. De même, la crise de la dette souveraine dans la zone euro a empêché la transmission de la baisse des taux directeurs

au secteur privé de certains pays membres, pour partie en raison de la forte corrélation entre le coût du financement de marché pour les emprunteurs souverains et pour les banques. Ces éléments montrent que la politique monétaire peut traiter les symptômes et faire gagner du temps, mais qu'elle ne peut pas se substituer aux ajustements structurels et aux réformes réglementaires reportés depuis longtemps. En outre, une période prolongée de politique monétaire accommodante et de liquidité excédentaire peut générer des inefficiences en maintenant en activité des banques et des entreprises non viables, ou encore fausser les incitations et retarder les ajustements nécessaires, tels que le retour à des finances publiques saines.

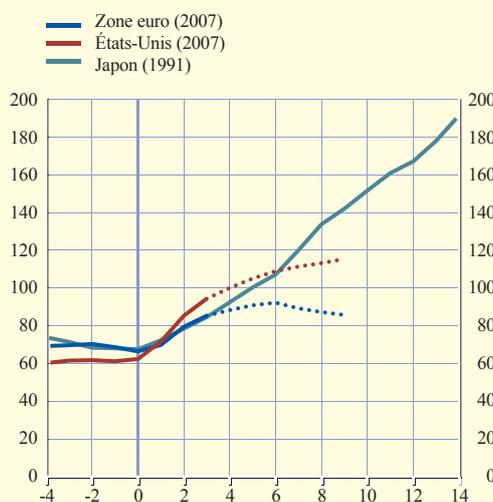
S'agissant des politiques budgétaires, les crises ont été associées à une hausse rapide de la dette publique, d'une ampleur variable selon qu'il s'agissait du Japon, des États-Unis, de la zone euro ou de ses pays membres (cf. encadré 2 et graphiques 20 et 21). La hausse des ratios de dette publique a résulté, notamment, de la forte détérioration de la croissance économique, des importantes mesures de relance budgétaire, ainsi que des dispositifs de soutien au

Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix

### Graphique 20 Ratios de dette brute rapportée au PIB

(en pourcentage ; données annuelles)

Axe des abscisses : nombre d'années avant/après le début de la crise

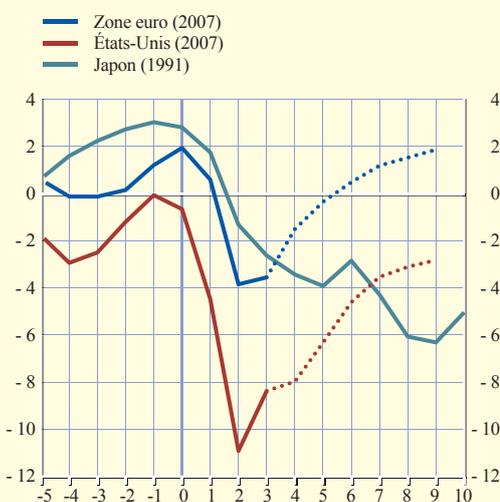


Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, octobre 2011  
Note : Pour les États-Unis et la zone euro, données effectives jusqu'en 2010 et projections pour 2011 à 2016. Les années entre parenthèses indiquent le début des crises respectives.

### Graphique 21 Solde primaire des administrations publiques

(en pourcentage du PIB ; données annuelles)

Abscisses : nombre d'années avant/après le début de la crise



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, octobre 2011  
Note : Pour les États-Unis et la zone euro, données effectives jusqu'en 2010 et projections pour 2011 à 2016. Les années entre parenthèses indiquent le début des crises respectives.

secteur bancaire alors que les récessions de bilan se répercutaient sur des institutions financières ayant développé un levier financier excessif.

Tandis que le Japon, les États-Unis et de nombreux pays de la zone euro ont réagi au ralentissement prononcé de leur activité économique par une forte expansion budgétaire, la crise de la dette souveraine a poussé les pays de la zone à entreprendre un assainissement budgétaire global. Ni le Japon dans les années quatre-vingt-dix ni les États-Unis lors de la crise récente n'ont subi de fortes pressions des marchés pour ajuster le niveau élevé de leur dette publique<sup>11</sup>. Par conséquent, l'assainissement budgétaire a été jusqu'ici plus rapide et de plus grande ampleur dans la zone euro. De plus, la nécessité de regagner la confiance des marchés financiers dans la soutenabilité des finances publiques a suscité de profondes réformes du cadre budgétaire de l'UE, renforçant ainsi la discipline budgétaire.

## 7 CONCLUSION

Cet article a décrit plusieurs différences à la fois dans les causes et dans les mesures prises en réponse à la « décennie perdue » au Japon et à la crise récente aux États-Unis et dans la zone euro. Il est assez peu probable que ces deux économies empruntent exactement la même voie que le Japon. Cependant, l'expérience japonaise souligne les difficultés que rencontrent les économies relevant de récessions de bilan et connaissant d'importants déséquilibres. Elle montre également que les États-Unis aussi bien que la zone euro font face à d'importantes difficultés pour retrouver des perspectives de croissance et parvenir à une croissance soutenable et durable. La reprise devrait donc y être modérée et sujette à l'incertitude, conformément aux épisodes passés qui ont succédé à des crises financières.

L'expérience du Japon montre aussi que les améliorations temporaires ne prennent pas nécessairement un caractère autonome si les causes profondes de la crise sont insuffisamment corrigées. L'un des enseignements est que le rétablissement du système financier est une condition préalable à une reprise durable, les dysfonctionnements du secteur

financier étant susceptibles de freiner la croissance de la productivité en bridant l'investissement, les forces de « destruction créatrice » et, en dernier lieu, l'innovation. Une reprise plus soutenue ne s'est installée au Japon qu'après la mise en place d'une stratégie globale visant le rétablissement de la santé financière (2001-2003)<sup>12</sup>. Même avec une réponse globale de la politique publique, le redressement des bilans exige du temps et peut entraîner une réduction de la flexibilité et une perte en capital en raison d'une longue période de sous-utilisation des ressources et de sous-emploi. L'expérience japonaise souligne également l'importance de la suppression des obstacles à la croissance grâce à des réformes structurelles. À défaut de telles réformes, les problèmes liés à des déficiences structurelles ne peuvent que réapparaître et la reprise risque d'être lente, fragile et sujette à rechute. Bien qu'elle soit unique quant à ses causes profondes et que ses conséquences ne soient pas encore bien connues, la crise de la dette souveraine de la zone euro a mis en lumière les déficiences structurelles et les carences des dispositifs institutionnels. La prise de conscience croissante de la nécessité des réformes en Europe, ainsi que les mesures concrètes prises pour renouer avec des finances publiques saines, une meilleure capitalisation des banques, un renforcement de la gouvernance de la zone euro et le rétablissement de la compétitivité des pays représentent des avancées encourageantes dans cette direction.

11 Cette absence de pressions du marché reflète, dans le cas du Japon, l'effet du biais domestique, la dette intérieure représentant près de 95 % de la dette totale. Les États-Unis ont profité d'une base d'investisseurs relativement stable face à la forte demande des investisseurs institutionnels et des entités publiques étrangères. D'importants achats de dette par les banques centrales dans le cadre de la politique d'assouplissement quantitatif ont également évité à une partie de l'encours de la dette publique de subir les pressions du marché. Cf. *Fiscal Monitor*, FMI, octobre 2011

12 Cf. M. Syed, K. Kang et K. Tokuoka, "Lost Decade" in Translation: What Japan's Crisis could Portend about Recovery from the Great Recession, document de travail du FMI n° 09/282, 2009

# STATISTIQUES DE LA ZONE EURO





# TABLE DES MATIÈRES <sup>1</sup>

## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro **S5**

## I STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

## 2 STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

2.1	Bilan agrégé des IFM de la zone euro	<b>S10</b>
2.2	Bilan consolidé des IFM de la zone euro	<b>S11</b>
2.3	Statistiques monétaires	<b>S12</b>
2.4	Prêts accordés par les IFM : ventilation	<b>S14</b>
2.5	Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation	<b>S17</b>
2.6	Titres détenus par les IFM : ventilation	<b>S20</b>
2.7	Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM	<b>S21</b>
2.8	Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro	<b>S22</b>
2.9	Titres détenus par les OPCVM ventilés par émetteurs	<b>S23</b>
2.10	Bilan agrégé des véhicules financiers <i>ad hoc</i> de la zone euro	<b>S24</b>
2.11	Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro	<b>S25</b>

## 3 COMPTES DE LA ZONE EURO

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

## 4 MARCHÉS FINANCIERS

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

## 5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

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

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

<b>6</b>	<b>FINANCES PUBLIQUES</b>	
6.1	Recettes, dépenses et déficit/excédent	S56
6.2	Dette	S57
6.3	Variation de la dette	S58
6.4	Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels	S59
6.5	Dette trimestrielle et variation de la dette	S60
<b>7</b>	<b>BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE</b>	
7.1	État récapitulatif de la balance des paiements	S61
7.2	Compte de transactions courantes et compte de capital	S62
7.3	Compte financier	S64
7.4	Présentation monétaire de la balance des paiements	S70
7.5	Échanges de biens	S71
<b>8</b>	<b>TAUX DE CHANGE</b>	
8.1	Taux de change effectifs	S73
8.2	Taux de change bilatéraux	S74
<b>9</b>	<b>ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO</b>	
9.1	Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE	S75
9.2	Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon	S76
	<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	S77
	<b>NOTES TECHNIQUES</b>	S79
	<b>NOTES GÉNÉRALES</b>	S85

---

#### Conventions utilisées dans les tableaux

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



## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

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

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques <sup>2)</sup>	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM <sup>2)</sup>	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	0,9	1,39	2,65
2011 T2	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,3	1,42	3,41
T3	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
T4	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,3	1,50	2,65
2012 T1	2,2	2,5	2,5	-	0,9	.	1,04	2,60
2011 Novembre	2,1	2,1	1,9	2,0	1,7	-1,1	1,48	3,07
Décembre	1,7	1,8	1,5	2,0	1,1	-0,3	1,43	2,65
2012 Janvier	2,1	2,3	2,5	2,3	1,2	0,4	1,22	2,67
Février	2,5	2,8	2,8	2,8	0,8	0,8	1,05	2,59
Mars	2,7	2,9	3,2	.	0,6	.	0,86	2,60
Avril	.	.	.	.	.	.	0,74	2,47

### 2. Prix, production, demande et marché du travail <sup>5)</sup>

	IPCH <sup>6)</sup>	Prix à la production	Coûts horaires de main-d'œuvre	PIB en volume (données cvs)	Production industrielle (hors construction)	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%)	Emploi (données cvs)	Chômage (% de la population active ; données cvs)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,5	1,9	7,3	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	2,8	1,5	3,5	80,3	0,1	10,2
2011 T3	2,7	5,9	2,6	1,3	3,9	80,0	0,2	10,2
T4	2,9	5,1	2,8	0,7	-0,2	79,7	-0,2	10,6
2012 T1	2,7	.	.	.	.	79,7	.	10,9
2011 Novembre	3,0	5,4	-	-	0,0	-	-	10,6
Décembre	2,7	4,3	-	-	-1,6	-	-	10,6
2012 Janvier	2,7	3,8	-	-	-1,7	79,8	-	10,8
Février	2,7	3,6	-	-	-1,9	-	-	10,8
Mars	2,7	.	-	-	.	-	-	10,9
Avril	2,6	.	-	-	.	79,6	-	.

### 3. Statistiques extérieures

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

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période)	Position extérieure nette (en % du PIB)	Dette extérieure brute (en % du PIB)	Taux de change effectif de l'euro : TCE-20 <sup>6)</sup> (indice T1 1999 = 100)		Taux de change EUR/USD
	Comptes de transactions courantes et de capital	Biens	Investissements directs et de portefeuille cumulés				Nominal	Réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	7,6	4,6	157,1	667,1	-12,1	120,5	103,4	100,7	1,3920
2011 T2	-17,9	-2,4	107,2	580,9	-13,5	118,9	105,2	102,6	1,4391
T3	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,5	103,5	100,6	1,4127
T4	39,9	14,3	-59,1	667,1	-12,1	120,5	102,1	99,4	1,3482
2012 T1	.	.	.	671,3	.	.	99,5	96,9	1,3108
2011 Novembre	11,5	5,7	-7,4	683,5	.	.	102,6	99,9	1,3556
Décembre	23,3	8,2	-43,7	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 Janvier	-10,0	-9,2	-49,8	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
Février	-4,3	2,4	12,8	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
Mars	.	.	.	671,3	.	.	99,8	97,3	1,3201
Avril	.	.	.	.	.	.	99,5	96,9	1,3162

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

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

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Les variations annuelles en pourcentage des données mensuelles sont des données de fin de mois, tandis que celles des données trimestrielles et annuelles se rapportent à la variation annuelle en moyenne sur la période. Cf. les notes techniques pour plus de détails
- 3) M3 et ses composantes ne recouvrent pas les avoirs des non-résidents de la zone euro en titres d'OPCVM monétaires et en titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans.
- 4) Calculés à partir des courbes de rendements d'obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7
- 5) Les données se rapportent à l'Euro 17, sauf indication contraire.
- 6) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales



## STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

1. Actif	6 avril 2012	13 avril 2012	20 avril 2012	27 avril 2012
<b>Avoirs et créances en or</b>	432 706	432 706	432 706	432 705
<b>Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro</b>	240 334	239 669	240 381	241 240
<b>Créances en devises sur les résidents de la zone euro</b>	53 771	54 513	54 618	52 449
<b>Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro</b>	19 870	20 106	19 271	20 271
<b>Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro</b>	1 154 483	1 147 981	1 142 714	1 139 372
Opérations principales de refinancement	62 625	55 362	51 775	46 369
Opérations de refinancement à plus long terme	1 090 891	1 090 626	1 090 626	1 092 384
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0
Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0	0	0
Facilité de prêt marginal	966	1 993	311	619
Appels de marge versés	0	0	1	1
<b>Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro</b>	60 752	62 548	183 692	184 738
<b>Titres en euros émis par les résidents de la zone euro</b>	627 950	627 712	609 674	608 287
Titres détenus à des fins de politique monétaire	280 423	280 680	281 148	281 629
Autres titres	347 526	347 032	328 526	326 658
<b>Créances en euros sur les administrations publiques</b>	31 131	31 131	31 131	31 131
<b>Autres actifs</b>	344 337	358 493	252 923	251 910
<b>Total de l'actif</b>	<b>2 965 333</b>	<b>2 974 859</b>	<b>2 967 109</b>	<b>2 962 103</b>

2. Passif	6 avril 2012	13 avril 2012	20 avril 2012	27 avril 2012
<b>Billets en circulation</b>	880 885	874 293	869 653	872 690
<b>Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	1 084 998	1 086 212	1 084 186	1 099 466
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	86 003	129 019	93 498	91 254
Facilité de dépôt	784 829	742 825	775 650	793 958
Reprises de liquidité en blanc	213 500	214 000	214 000	214 000
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0
Appels de marge reçus	667	367	1 037	253
<b>Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	2 288	2 386	2 388	2 402
<b>Certificats de dette émis</b>	0	0	0	0
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	157 631	169 809	166 552	140 609
<b>Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro</b>	74 064	76 841	76 522	76 400
<b>Engagements en devises envers les résidents de la zone euro</b>	4 681	3 597	3 819	5 159
<b>Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro</b>	7 579	7 846	8 587	8 685
<b>Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	54 716	54 716	54 716	54 716
<b>Autres passifs</b>	215 159	214 196	215 708	217 000
<b>Comptes de réévaluation</b>	399 445	399 445	399 445	399 445
<b>Capital et réserves</b>	83 887	85 519	85 532	85 532
<b>Total du passif</b>	<b>2 965 333</b>	<b>2 974 859</b>	<b>2 967 109</b>	<b>2 962 103</b>

Source : BCE

**1.2 Taux directeurs de la BCE**

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

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

Source : BCE

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

### 1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres <sup>1), 2)</sup> (montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

#### 1. Opérations principales de refinancement et de refinancement à plus long terme <sup>3)</sup>

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
					Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Opérations principales de refinancement</b>								
2012 25 janvier	130 317	136	130 317	1,00	–	–	–	7
1 <sup>er</sup> février	115 579	135	115 579	1,00	–	–	–	7
8	109 462	135	109 462	1,00	–	–	–	7
15	142 751	160	142 751	1,00	–	–	–	7
22	166 490	169	166 490	1,00	–	–	–	7
29	29 469	83	29 469	1,00	–	–	–	7
7 mars	17 541	65	17 541	1,00	–	–	–	7
14	42 178	75	42 178	1,00	–	–	–	7
21	59 543	78	59 543	1,00	–	–	–	7
28	61 078	81	61 078	1,00	–	–	–	7
4 avril	62 625	80	62 625	1,00	–	–	–	7
11	55 362	82	55 362	1,00	–	–	–	7
18	51 775	85	51 775	1,00	–	–	–	7
25	46 369	82	46 369	1,00	–	–	–	7
2 mai	34 420	77	34 420	1,00	–	–	–	7
<b>Opérations de refinancement à plus long terme</b>								
2011 14 décembre	41 150	42	41 150	1,00	–	–	–	35
22	29 741	72	29 741	1,00	–	–	–	98
22 <sup>5), 6)</sup>	489 191	523	489 191	–	–	–	–	1 134
2012 18 janvier	38 734	44	38 734	1,00	–	–	–	28
26	19 580	54	19 580	1,00	–	–	–	91
15 février	14 325	18	14 325	1,00	–	–	–	28
1 <sup>er</sup> mars <sup>5)</sup>	6 496	30	6 496	–	–	–	–	91
1 <sup>er</sup> <sup>5), 6)</sup>	529 531	800	529 531	–	–	–	–	1 092
14	9 754	19	9 754	1,00	–	–	–	28
29 <sup>5)</sup>	25 127	48	25 127	–	–	–	–	91
11 avril	11 389	20	11 389	1,00	–	–	–	28
26 <sup>5)</sup>	21 338	39	21 338	–	–	–	–	91

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

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable				Durée (en nombre de jours)	
						Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal <sup>4)</sup>		Taux moyen pondéré
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 25 janvier	Reprise de liquidité en blanc	345 649	113	219 000	–	–	1,00	0,30	0,28	–	7
1 <sup>er</sup> février	Reprise de liquidité en blanc	325 503	100	219 000	–	–	1,00	0,28	0,27	–	7
8	Reprise de liquidité en blanc	344 328	97	219 000	–	–	1,00	0,28	0,27	–	7
15	Reprise de liquidité en blanc	351 861	97	219 500	–	–	1,00	0,28	0,27	–	7
22	Reprise de liquidité en blanc	372 243	91	219 500	–	–	1,00	0,27	0,27	–	7
29	Reprise de liquidité en blanc	331 939	79	219 500	–	–	1,00	0,27	0,26	–	7
7 mars	Reprise de liquidité en blanc	452 118	106	219 500	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
14	Reprise de liquidité en blanc	437 434	91	218 000	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
21	Reprise de liquidité en blanc	429 702	92	218 000	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
28	Reprise de liquidité en blanc	322 943	82	213 500	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
4 avril	Reprise de liquidité en blanc	415 044	78	213 500	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
11	Reprise de liquidité en blanc	365 273	66	214 000	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
18	Reprise de liquidité en blanc	438 325	75	214 000	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
25	Reprise de liquidité en blanc	411 451	70	214 000	–	–	1,00	0,26	0,26	–	7
2 mai	Reprise de liquidité en blanc	389 405	58	214 000	–	–	1,00	0,26	0,26	–	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 appliqué aux opérations principales de refinancement. Le 4 mars 2010, la BCE a décidé de revenir à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication a eu lieu le 28 avril 2010 et dont le règlement est intervenu le 29 avril 2010.
- 4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.
- 5) Lors de cette opération de refinancement à plus long terme, le taux auquel la totalité des soumissions a été servie était indexé à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement pour toute la durée de l'opération. Les taux d'intérêt correspondant à ces opérations de refinancement à plus long terme indexées ont été arrondis à deux décimales. Pour plus de précisions sur la méthode de calcul, se reporter aux notes techniques.
- 6) Après un an, les contreparties auront la possibilité de rembourser à leur convenance une partie de la liquidité qui leur a été allouée au cours de l'opération, à toute date coïncidant avec le jour de règlement de l'opération principale de refinancement.

**1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité**

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

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

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif <sup>1)</sup>		Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis > à 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée > à 2 ans
	1	2	3	4	5	6
2007	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9
2008	18 169,6	10 056,8	848,7	2 376,9	1 243,5	3 643,7
2009	18 318,2	9 808,5	760,4	2 475,7	1 170,1	4 103,5
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5
2011 Octobre	19 126,2	9 718,9	657,4	2 788,5	1 562,7	4 398,7
Novembre	19 073,0	9 708,5	673,6	2 776,0	1 509,5	4 405,4
Décembre	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8
2012 Janvier	19 111,4	9 901,1	684,7	2 784,2	1 343,8	4 397,7
Février	19 090,1	9 870,4	700,9	2 768,7	1 356,6	4 393,6

**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	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
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
2011 13 décembre	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 janvier	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14 février	103,3	108,1	4,7	0,0	1,00
13 mars	104,3	108,9	4,6	0,0	1,00
10 avril	105,4	109,6	4,3	0,0	1,00
8 mai	105,2	.	.	.	.

**3. Liquidité**

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité					Facteurs d'absorption de la liquidité					Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème											
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité <sup>2)</sup>	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité <sup>3)</sup>	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	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1 150,7
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
2011 8 novembre	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1 274,8
13 décembre	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012 17 janvier	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1 495,3
14 février	698,3	120,6	683,6	2,3	282,4	489,0	218,5	870,1	100,1	1,6	108,1	1 467,1
13 mars	688,2	89,1	860,1	2,2	288,1	621,0	219,5	868,8	129,0	-19,4	108,9	1 598,6
10 avril	667,6	56,4	1 093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1 752,1

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



# STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

	Total		Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires <sup>2)</sup>	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9						
<b>Eurosystème</b>															
2010	3 212,4	1 566,8	18,6	0,9	1 547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	–	18,6	684,1	8,0	361,4	
2011	4 700,4	2 728,5	18,0	1,0	2 709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	–	20,3	779,2	8,1	447,0	
2011 T4	4 700,4	2 728,5	18,0	1,0	2 709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	–	20,3	779,2	8,1	447,0	
2012 T1 <sup>(p)</sup>	5 187,4	3 238,6	18,0	1,0	3 219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	–	21,0	773,9	8,1	401,4	
2011 Décembre	4 700,4	2 728,5	18,0	1,0	2 709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	–	20,3	779,2	8,1	447,0	
2012 Janvier	4 740,8	2 762,7	18,0	1,0	2 743,7	731,3	571,9	11,0	148,4	–	20,7	809,4	8,1	408,6	
Février	4 821,7	2 789,0	18,0	1,0	2 770,0	738,0	578,0	11,2	148,8	–	21,0	803,2	8,0	462,4	
Mars <sup>(p)</sup>	5 187,4	3 238,6	18,0	1,0	3 219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	–	21,0	773,9	8,1	401,4	
<b>IFM hors Eurosystème</b>															
2010	32 199,5	17 765,0	1 221,8	11 026,0	5 517,1	4 938,6	1 524,2	1 528,6	1 885,8	59,9	1 233,1	4 321,5	223,5	3 657,9	
2011	33 542,9	18 482,4	1 160,0	11 162,0	6 160,4	4 766,9	1 397,5	1 517,9	1 851,6	50,2	1 213,5	4 252,7	233,2	4 544,0	
2011 T4	33 542,9	18 482,4	1 160,0	11 162,0	6 160,4	4 766,9	1 397,5	1 517,9	1 851,6	50,2	1 213,5	4 252,7	233,2	4 544,0	
2012 T1 <sup>(p)</sup>	33 758,9	18 620,7	1 136,9	11 162,1	6 321,8	4 951,9	1 519,0	1 515,8	1 917,0	60,1	1 233,5	4 253,0	220,9	4 418,7	
2012 Décembre	33 542,9	18 482,4	1 160,0	11 162,0	6 160,4	4 766,9	1 397,5	1 517,9	1 851,6	50,2	1 213,5	4 252,7	233,2	4 544,0	
2012 Janvier	33 723,1	18 502,9	1 156,3	11 195,0	6 151,6	4 839,8	1 448,1	1 521,4	1 870,3	51,7	1 231,7	4 232,7	231,0	4 633,4	
Février	33 709,3	18 474,6	1 140,5	11 164,3	6 169,8	4 929,1	1 496,6	1 527,9	1 904,5	55,8	1 224,3	4 209,6	224,8	4 591,2	
Mars <sup>(p)</sup>	33 758,9	18 620,7	1 136,9	11 162,1	6 321,8	4 951,9	1 519,0	1 515,8	1 917,0	60,1	1 233,5	4 253,0	220,9	4 418,7	
<b>IFM hors Eurosystème</b>															
2010	32 199,5	–	16 497,6	196,2	10 526,4	5 774,9	612,3	4 847,4	2 045,5	4 218,2	3 978,5				
2011	33 542,9	–	17 267,2	195,5	10 752,4	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 803,2	4 659,9				
2011 T4	33 542,9	–	17 267,2	195,5	10 752,4	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 803,2	4 659,9				
2012 T1 <sup>(p)</sup>	33 758,9	–	17 461,7	192,5	10 804,1	6 465,1	554,3	5 064,4	2 258,9	3 931,2	4 488,3				
2011 Décembre	33 542,9	–	17 267,2	195,5	10 752,4	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 803,2	4 659,9				
2012 Janvier	33 723,1	–	17 257,8	210,5	10 764,2	6 283,1	547,6	5 015,9	2 258,1	3 859,3	4 784,4				
Février	33 709,3	–	17 279,6	206,6	10 776,5	6 296,5	530,5	5 042,4	2 264,7	3 837,5	4 754,6				
Mars <sup>(p)</sup>	33 758,9	–	17 461,7	192,5	10 804,1	6 465,1	554,3	5 064,4	2 258,9	3 931,2	4 488,3				

Source : BCE

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

**2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro <sup>1)</sup>**

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

**1. Actif**

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>2)</sup>
		Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro	Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2010	25 756,7	12 267,4	1 240,4	11 027,0	3 487,7	1 949,7	1 538,1	800,4	5 005,6	231,5	3 964,1
2011	26 771,6	12 340,9	1 178,0	11 163,0	3 483,1	1 954,4	1 528,7	739,5	5 031,9	241,4	4 934,8
2011 T4	26 771,6	12 340,9	1 178,0	11 163,0	3 483,1	1 954,4	1 528,7	739,5	5 031,9	241,4	4 934,8
2012 T1 <sup>(p)</sup>	26 723,5	12 317,9	1 154,9	11 163,1	3 623,9	2 097,5	1 526,3	755,6	5 026,9	229,0	4 770,2
2011 Décembre	26 771,6	12 340,9	1 178,0	11 163,0	3 483,1	1 954,4	1 528,7	739,5	5 031,9	241,4	4 934,8
2012 Janvier	26 942,9	12 370,3	1 174,3	11 196,0	3 552,4	2 020,1	1 532,4	747,6	5 042,1	239,1	4 991,4
Février	26 932,2	12 323,8	1 158,5	11 165,3	3 613,7	2 074,6	1 539,1	745,1	5 012,8	232,8	5 004,1
Mars <sup>(p)</sup>	26 723,5	12 317,9	1 154,9	11 163,1	3 623,9	2 097,5	1 526,3	755,6	5 026,9	229,0	4 770,2
<b>Flux</b>											
2010	577,6	412,8	206,3	206,5	138,1	140,5	-2,5	5,7	-112,3	2,3	130,8
2011	1 029,7	57,3	-58,8	116,1	132,1	150,2	-18,1	-30,0	-37,3	8,1	899,4
2011 T4	-255,8	-101,2	13,5	-114,7	80,3	41,4	38,9	-9,0	-173,6	3,8	-56,0
2012 T1 <sup>(p)</sup>	103,7	-1,9	-22,2	20,3	148,8	146,5	2,4	19,1	67,8	-12,4	-117,1
2011 Décembre	63,8	-80,7	15,1	-95,8	-4,4	1,6	-6,0	-9,6	-19,8	2,6	175,7
2012 Janvier	238,8	37,2	-3,0	40,3	75,2	66,8	8,4	8,1	18,0	-3,2	103,9
Février	44,1	-36,2	-16,2	-20,0	52,5	46,6	5,9	-1,4	20,3	-5,6	14,5
Mars <sup>(p)</sup>	-179,2	-2,9	-3,0	0,0	21,1	33,1	-12,0	12,3	29,4	-3,6	-235,5

**2. Passif**

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'adminis-tration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/autres résidents de la zone euro	Titres d'OPCVM monétaires <sup>3)</sup>	Titres de créance émis <sup>4)</sup>	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs <sup>3)</sup>	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
<b>Encours</b>										
2010	25 756,7	808,6	264,2	10 535,1	552,4	2 822,9	2 022,6	4 372,0	4 350,2	28,6
2011	26 771,6	857,5	259,3	10 764,5	520,3	3 007,0	2 221,0	4 088,5	5 071,0	-17,5
2011 T4	26 771,6	857,5	259,3	10 764,5	520,3	3 007,0	2 221,0	4 088,5	5 071,0	-17,5
2012 T1 <sup>(p)</sup>	26 723,5	844,8	328,4	10 813,1	494,1	2 991,9	2 268,7	4 137,9	4 889,2	-44,8
2011 Décembre	26 771,6	857,5	259,3	10 764,5	520,3	3 007,0	2 221,0	4 088,5	5 071,0	-17,5
2012 Janvier	26 942,9	843,0	319,2	10 774,0	495,9	2 997,2	2 274,9	4 102,7	5 199,9	-63,7
Février	26 932,2	842,5	342,2	10 788,9	474,7	2 989,0	2 290,9	4 078,7	5 164,0	-38,8
Mars <sup>(p)</sup>	26 723,5	844,8	328,4	10 813,1	494,1	2 991,9	2 268,7	4 137,9	4 889,2	-44,8
<b>Flux</b>										
2010	577,6	38,6	11,8	331,6	-98,2	38,3	99,8	-25,5	145,9	35,3
2011	1 029,7	49,1	-0,8	174,3	-29,1	50,5	137,7	-199,2	893,3	-46,0
2011 T4	-255,8	26,4	-2,2	-31,3	-6,6	-49,1	46,8	-115,0	-102,8	-22,0
2012 T1 <sup>(p)</sup>	103,7	-12,5	69,3	55,3	22,1	-4,0	13,1	113,3	-159,2	6,3
2011 Décembre	63,8	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-22,5	24,6	-36,7	95,8	-24,9
2012 Janvier	238,8	-14,4	59,9	12,3	7,9	-14,6	8,0	59,7	131,5	-11,5
Février	44,1	-0,4	23,2	20,1	0,3	6,4	-0,2	-0,6	-28,5	23,8
Mars <sup>(p)</sup>	-179,2	2,3	-13,8	22,9	13,9	4,3	5,3	54,2	-262,2	-6,0

Source : BCE

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

## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

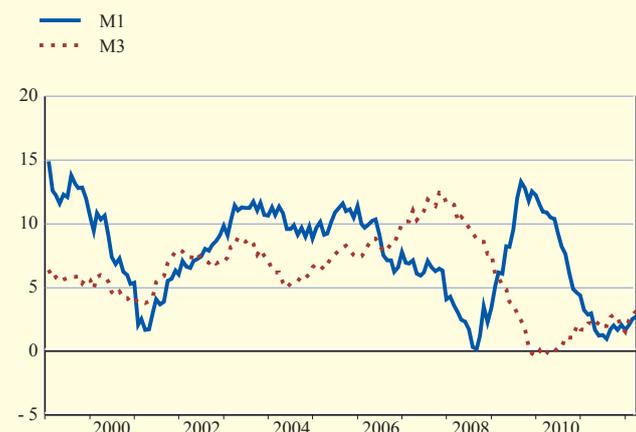
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 1. Agrégats monétaires <sup>2)</sup> et contreparties

	M1		M2	M3 - M2	M3	M3 Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Engagements financiers à long terme	Créances sur les administrations publiques	Créances sur les autres résidents de la zone euro		Créances nettes sur les non-résidents <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prêts	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	12	
<b>Encours</b>												
2010	4 702,1	3 707,3	8 409,4	1 130,5	9 539,9	–	7 276,6	3 216,8	13 384,8	11 048,7	–	619,5
2011	4 786,2	3 804,7	8 590,9	1 149,3	9 740,1	–	7 683,9	3 158,6	13 451,4	11 185,5	–	929,2
2011 T4	4 786,2	3 804,7	8 590,9	1 149,3	9 740,1	–	7 683,9	3 158,6	13 451,4	11 185,5	–	929,2
2012 T1 <sup>(p)</sup>	4 844,3	3 880,9	8 725,3	1 154,6	9 879,9	–	7 654,7	3 249,5	13 472,5	11 183,7	–	907,3
2011 Décembre	4 786,2	3 804,7	8 590,9	1 149,3	9 740,1	–	7 683,9	3 158,6	13 451,4	11 185,5	–	929,2
2012 Janvier	4 790,3	3 837,1	8 627,4	1 136,5	9 763,9	–	7 741,2	3 195,6	13 485,5	11 214,5	–	937,3
Février	4 815,2	3 869,7	8 684,8	1 128,6	9 813,5	–	7 728,0	3 231,5	13 474,5	11 192,8	–	928,5
Mars <sup>(p)</sup>	4 844,3	3 880,9	8 725,3	1 154,6	9 879,9	–	7 654,7	3 249,5	13 472,5	11 183,7	–	907,3
<b>Flux</b>												
2010	195,9	-10,0	185,9	-24,2	161,8	–	249,6	347,1	210,1	207,7	264,6	-86,1
2011	77,9	76,4	154,2	-7,0	147,2	–	214,0	90,0	69,0	117,0	143,4	161,8
2011 T4	4,2	-11,3	-7,1	-71,4	-78,5	–	-12,3	70,2	-57,7	-63,2	-26,4	-52,2
2012 T1 <sup>(p)</sup>	61,4	77,7	139,1	44,8	183,9	–	-40,8	95,1	49,1	18,4	25,9	-13,0
2011 Décembre	-2,9	-4,9	-7,7	-22,8	-30,5	–	-17,4	37,9	-81,1	-71,0	-66,0	5,3
2012 Janvier	5,8	33,1	38,9	10,1	49,0	–	17,3	38,7	46,1	36,2	41,2	-29,6
Février	27,3	33,4	60,7	13,8	74,5	–	-13,0	27,5	0,0	-11,0	-8,2	17,4
Mars <sup>(p)</sup>	28,4	11,1	39,5	20,8	60,4	–	-45,2	28,9	3,1	-6,8	-7,0	-0,8
<b>Taux de croissance</b>												
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-86,1
2011	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2011 T4	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 T1 <sup>(p)</sup>	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	2,8	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0
2011 Décembre	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 Janvier	2,1	2,6	2,3	4,2	2,5	2,3	2,7	4,5	0,7	1,2	1,6	106,8
Février	2,5	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8	2,1	5,6	0,4	0,8	1,2	107,5
Mars <sup>(p)</sup>	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	.	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0

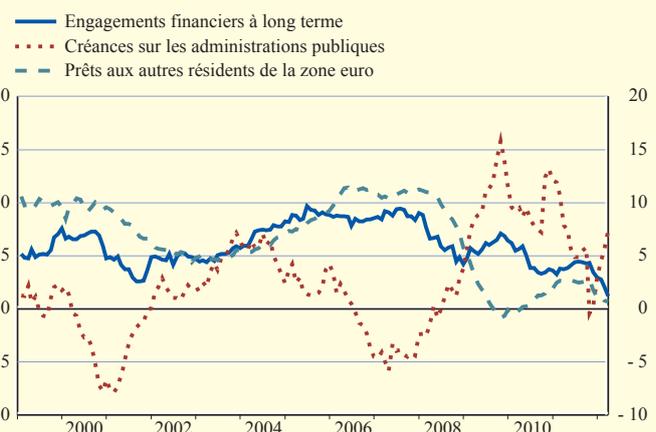
### G1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



### G2 Contreparties <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales. Les taux de croissance mensuels et à court terme pour une sélection de postes sont disponibles à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.

2) Engagements monétaires des IFM et de l'administration centrale (Poste, Trésor, etc.) vis-à-vis des résidents non-IFM de la zone euro, hors administration centrale (pour les définitions de M1, M2 et M3, cf. le glossaire)

3) Les valeurs indiquées dans la partie relative aux taux de croissance correspondent à la somme des opérations au cours des douze mois se terminant à la période indiquée.

4) Ajustement au titre des prêts décomptabilisés du bilan des IFM en raison de leur cession ou titrisation

## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

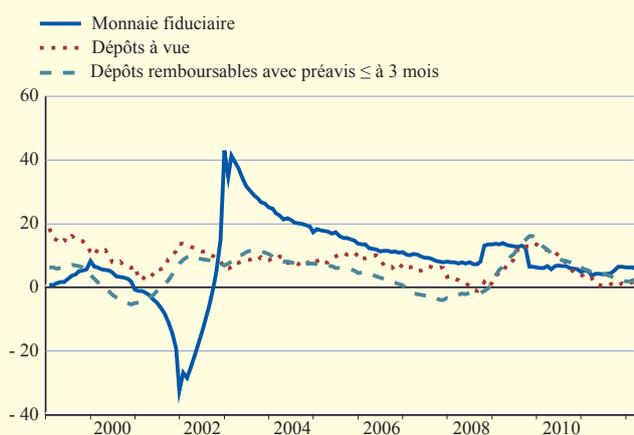
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions	Titres d'OPCVM monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2010	794,0	3 908,2	1 794,7	1 912,6	438,6	568,7	123,1	2 719,0	118,9	2 432,1	2 006,6
2011	843,2	3 942,9	1 846,3	1 958,4	407,6	535,4	206,3	2 821,8	115,4	2 544,1	2 202,5
2011 T4	843,2	3 942,9	1 846,3	1 958,4	407,6	535,4	206,3	2 821,8	115,4	2 544,1	2 202,5
2012 T1 <sup>(p)</sup>	847,8	3 996,6	1 905,6	1 975,3	417,1	493,1	244,4	2 745,9	113,1	2 521,9	2 273,8
2011 Décembre	843,2	3 942,9	1 846,3	1 958,4	407,6	535,4	206,3	2 821,8	115,4	2 544,1	2 202,5
2012 Janvier	849,9	3 940,5	1 877,8	1 959,3	431,7	499,6	205,2	2 809,5	114,4	2 549,6	2 267,6
Février	852,6	3 962,5	1 901,0	1 968,6	436,7	473,1	218,9	2 775,2	113,9	2 550,9	2 287,9
Mars <sup>(p)</sup>	847,8	3 996,6	1 905,6	1 975,3	417,1	493,1	244,4	2 745,9	113,1	2 521,9	2 273,8
<b>Flux</b>											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,3	-19,2	59,3	-14,1	107,9	96,4
2011	49,4	28,4	39,8	36,6	-10,0	-29,9	32,9	19,5	-2,4	61,8	135,1
2011 T4	11,2	-7,0	-8,0	-3,3	-99,5	6,2	21,9	-45,7	-3,0	9,1	27,3
2012 T1 <sup>(p)</sup>	4,7	56,7	59,4	18,4	9,7	6,2	28,9	-55,6	-3,2	-18,9	36,9
2011 Décembre	-1,3	-1,6	9,7	-14,6	-52,9	10,9	19,2	-26,6	-0,8	-3,8	13,7
2012 Janvier	6,8	-1,1	31,9	1,3	24,0	-3,3	-10,6	-7,6	-0,9	6,4	19,4
Février	2,8	24,5	23,1	10,4	5,3	-5,1	13,6	-19,6	-1,5	4,1	4,1
Mars <sup>(p)</sup>	-4,9	33,3	4,4	6,7	-19,6	14,6	25,9	-28,3	-0,9	-29,5	13,5
<b>Taux de croissance</b>											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,1	-14,0	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2011 T4	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 T1 <sup>(p)</sup>	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8
2011 Décembre	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 Janvier	6,2	1,2	3,3	1,9	11,5	-2,7	11,3	-0,3	-2,9	2,5	7,4
Février	6,2	1,7	4,0	2,3	4,2	-3,2	21,2	-1,4	-4,4	2,6	6,6
Mars <sup>(p)</sup>	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8

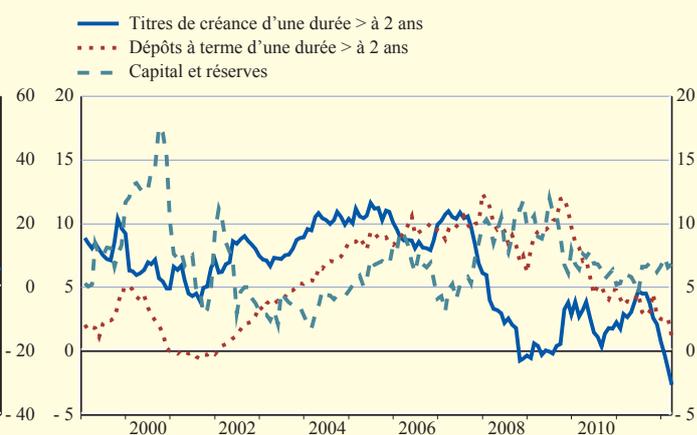
### G3 Composantes des agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



### G4 Composantes des engagements financiers à long terme <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

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

## 2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Prêts aux intermédiaires financiers, aux sociétés non financières et aux ménages

	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Autres intermédiaires financiers		Sociétés non financières			Ménages <sup>3)</sup>				
	Total	Total	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
Encours												
2010	93,7	1 128,5	4 668,5	-	1 127,6	899,0	2 641,9	5 158,0	-	638,5	3 700,6	819,0
2011	91,1	1 139,3	4 722,7	-	1 146,8	860,8	2 715,1	5 232,4	-	626,2	3 777,5	828,8
2011 T4	91,1	1 139,3	4 722,7	-	1 146,8	860,8	2 715,1	5 232,4	-	626,2	3 777,5	828,8
2012 T1 <sup>6)</sup>	87,9	1 150,8	4 703,4	-	1 137,2	849,2	2 716,9	5 241,7	-	621,3	3 792,0	828,4
2011 Décembre	91,1	1 139,3	4 722,7	-	1 146,8	860,8	2 715,1	5 232,4	-	626,2	3 777,5	828,8
2012 Janvier	87,7	1 168,2	4 718,6	-	1 146,5	853,6	2 718,5	5 239,9	-	626,8	3 781,9	831,3
Février	84,2	1 161,8	4 710,0	-	1 142,2	849,5	2 718,3	5 236,8	-	624,2	3 782,9	829,7
Mars <sup>6)</sup>	87,9	1 150,8	4 703,4	-	1 137,2	849,2	2 716,9	5 241,7	-	621,3	3 792,0	828,4
Flux												
2010	6,3	56,3	-1,9	45,9	-37,5	-26,3	61,9	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,4	-22,9	58,4	64,1	22,1	-20,8	57,1	80,1	100,8	-11,6	84,5	7,2
2011 T4	-4,5	-9,0	-32,5	-30,0	-26,8	-8,4	2,8	-17,2	17,4	-1,2	-11,9	-4,1
2012 T1 <sup>6)</sup>	-3,0	14,1	-7,0	-5,0	-6,7	-7,5	7,2	14,4	19,8	-2,2	15,8	0,8
2011 Décembre	-1,1	-32,3	-32,2	-31,8	-25,5	-4,3	-2,4	-5,4	-1,0	0,1	0,1	-5,6
2012 Janvier	-3,2	29,8	0,9	1,2	1,2	-6,5	6,2	8,8	13,4	1,5	4,3	2,9
Février	-3,5	-4,5	-2,4	-0,7	-2,6	-2,0	2,2	-0,5	0,6	-2,0	2,1	-0,7
Mars <sup>6)</sup>	3,7	-11,2	-5,5	-5,5	-5,3	1,0	-1,2	6,1	5,8	-1,7	9,3	-1,5
Taux de croissance												
2010	7,2	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 T4	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 T1 <sup>6)</sup>	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7
2011 Décembre	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 Janvier	-1,3	2,2	0,9	1,0	0,7	-2,9	2,2	1,3	2,0	-1,6	1,8	1,1
Février	-8,3	0,8	0,6	0,7	0,1	-3,2	2,0	1,2	1,8	-1,8	1,8	0,8
Mars <sup>6)</sup>	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7

### G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)

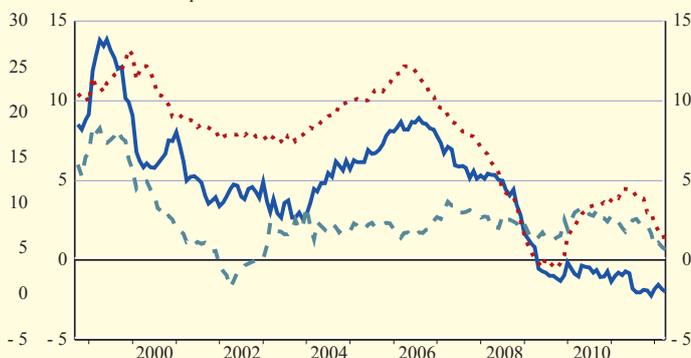
— Autres intermédiaires financiers  
 - - - Sociétés non financières



### G6 Prêts aux ménages <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)

— Crédits à la consommation  
 - - - Prêts au logement  
 - - - Autres prêts



Source : BCE

- 1) Secteur des IFM hors Eurozone ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages
- 4) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation

**2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>**

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

**2. Prêts aux intermédiaires financiers et aux sociétés non financières**

	Sociétés d'assurance et fonds de pension				Autres intermédiaires financiers					Sociétés non financières			
	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Mises en pension auprès des contreparties centrales	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Encours</b>													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1 115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4 720,4	1 139,0	860,8	2 720,6
2011 T4	83,4	63,7	6,3	13,4	1 115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4 720,4	1 139,0	860,8	2 720,6
2012 T1 <sup>(p)</sup>	86,0	67,9	5,0	13,1	1 142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4 702,8	1 137,6	850,2	2 715,0
2012 Janvier	84,5	65,1	6,1	13,3	1 151,5	178,3	603,8	223,1	324,6	4 722,4	1 150,2	851,7	2 720,5
Février	82,7	63,4	6,1	13,2	1 142,2	182,7	593,7	222,8	325,6	4 711,1	1 143,8	848,9	2 718,4
Mars <sup>(p)</sup>	86,0	67,9	5,0	13,1	1 142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4 702,8	1 137,6	850,2	2 715,0
<b>Flux</b>													
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-23,7	12,8	-19,4	-10,3	6,0	57,1	21,2	-20,8	56,7
2011 T4	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-55,8	-22,6	-54,6	4,5	-5,7	-31,4	-33,7	-9,1	11,3
2012 T1 <sup>(p)</sup>	2,8	4,3	-1,3	-0,1	29,0	29,2	12,5	7,7	8,9	-5,3	1,6	-6,5	-0,3
2012 Janvier	1,3	1,4	-0,2	0,0	36,9	22,7	25,3	9,7	1,8	6,9	12,6	-8,3	2,7
Février	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-7,6	4,4	-9,2	0,0	1,7	-5,1	-4,6	-0,8	0,3
Mars <sup>(p)</sup>	3,3	4,5	-1,2	-0,1	-0,3	2,1	-3,6	-2,1	5,4	-7,1	-6,4	2,6	-3,2
<b>Taux de croissance</b>													
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2011 T4	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2012 T1 <sup>(p)</sup>	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7
2012 Janvier	-1,7	-0,8	20,1	-13,5	2,1	25,2	1,5	3,3	2,5	0,9	0,8	-2,9	2,2
Février	-8,2	-8,5	12,5	-14,2	0,7	15,1	-1,4	2,9	3,1	0,6	0,2	-3,2	2,0
Mars <sup>(p)</sup>	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7

**3. Prêts aux ménages <sup>3)</sup>**

	Total	Crédits à la consommation			Prêts au logement			Autres prêts						
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	entrepreneurs individuels 11	12	13	14
<b>Encours</b>														
2011	5 242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3 784,3	14,5	56,6	3 713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2011 T4	5 242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3 784,3	14,5	56,6	3 713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2012 T1 <sup>(p)</sup>	5 231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3 786,4	14,1	56,6	3 715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
2012 Janvier	5 236,6	624,4	140,1	182,5	301,8	3 782,2	14,2	56,7	3 711,4	830,0	418,6	143,2	87,3	599,5
Février	5 228,3	619,4	137,7	180,9	300,8	3 780,8	14,0	56,6	3 710,2	828,2	418,2	143,2	86,2	598,9
Mars <sup>(p)</sup>	5 231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3 786,4	14,1	56,6	3 715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
<b>Flux</b>														
2011	80,7	-11,7	-3,7	-6,4	-1,6	85,1	-0,2	2,7	82,6	7,3	8,8	-6,4	-2,5	16,2
2011 T4	-12,5	-0,7	2,1	-2,0	-0,8	-9,0	0,3	0,4	-9,7	-2,9	10,1	-4,8	-0,1	2,1
2012 T1 <sup>(p)</sup>	-6,3	-7,1	-4,2	-2,1	-0,9	3,4	-0,4	0,1	3,7	-2,6	-1,7	-0,2	-1,3	-1,1
2012 Janvier	-4,8	-3,1	-0,8	-0,7	-1,7	-2,1	-0,3	0,0	-1,9	0,4	-0,9	0,6	-0,1	0,0
Février	-5,7	-4,4	-2,3	-1,4	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,1
Mars <sup>(p)</sup>	4,2	0,4	-1,1	0,0	1,5	5,9	0,1	0,1	5,7	-2,1	-0,6	-0,9	-0,3	-0,9
<b>Taux de croissance</b>														
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2011 T4	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2012 T1 <sup>(p)</sup>	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3
2012 Janvier	1,3	-1,6	-1,3	-2,9	-0,9	1,9	-1,1	5,4	1,8	1,1	2,4	-3,1	-2,2	2,6
Février	1,2	-1,8	-1,6	-3,2	-1,1	1,8	0,1	4,7	1,7	0,8	2,1	-2,8	-2,7	2,2
Mars <sup>(p)</sup>	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3

Source : BCE

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

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

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

## 2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

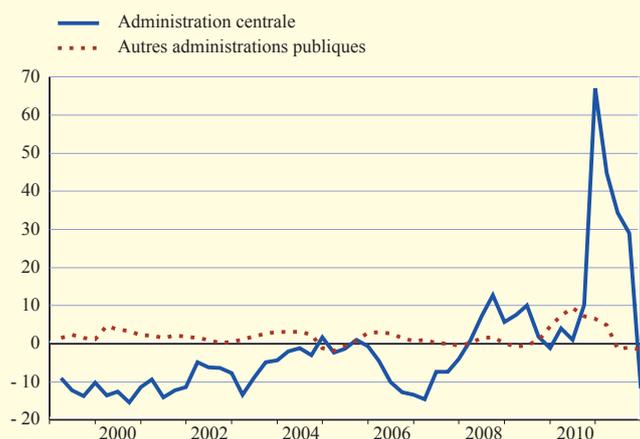
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Encours</b>										
2010	1 221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2 963,0	2 010,9	952,1	49,5	902,6
2011 <sup>(p)</sup>	1 160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3 020,5	2 022,2	998,4	62,6	935,8
2011 T1	1 188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2 934,4	1 957,5	976,9	54,5	922,4
T2	1 152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3 006,5	2 012,0	994,5	60,1	934,4
T3	1 145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3 155,7	2 133,1	1 022,7	62,7	960,0
T4 <sup>(p)</sup>	1 160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3 020,5	2 022,2	998,4	62,6	935,8
<b>Flux</b>										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-3,0
2011 <sup>(p)</sup>	-58,2	-46,3	-0,1	11,1	-23,4	15,6	-26,4	42,2	13,1	29,1
2011 T1	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,3	0,2	56,1	6,9	49,1
T2	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,5	21,8	22,7	6,1	16,6
T3	-7,1	-3,3	0,6	-2,0	-2,4	65,9	59,6	6,3	1,4	5,0
T4 <sup>(p)</sup>	13,5	4,3	1,4	10,3	-3,0	-151,0	-108,0	-42,9	-1,3	-41,6
<b>Taux de croissance</b>										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2
2011 T1	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,6	-0,7	2,3	16,3	1,5
T2	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,4	5,4
T3	6,2	28,9	0,2	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
T4 <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2

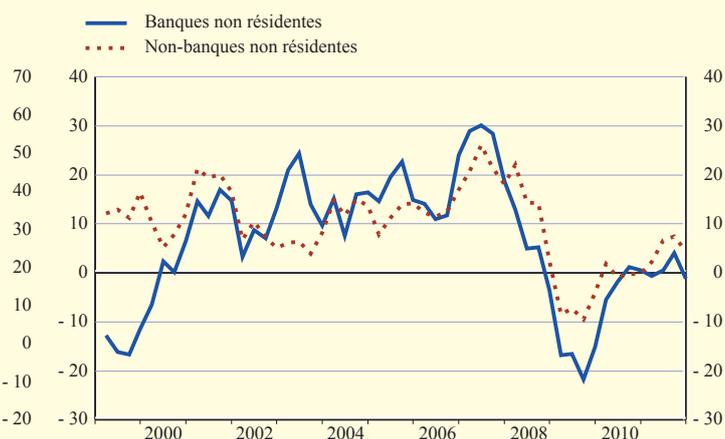
### G7 Prêts aux administrations publiques <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)



### G8 Prêts aux non-résidents de la zone euro <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE

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

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

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

## 2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

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

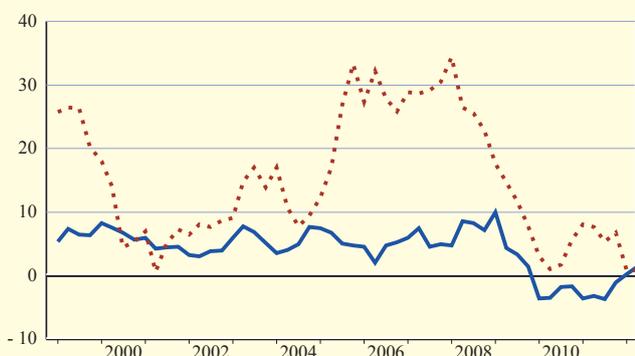
### 1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Auprès des contreparties centrales
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Encours</b>															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2 168,3	358,5	305,7	1 132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2 220,5	389,8	284,9	1 190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2011 T4	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2 220,5	389,8	284,9	1 190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 T1 <sup>(p)</sup>	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2 207,1	416,8	266,8	1 147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
2011 Déc.	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2 220,5	389,8	284,9	1 190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 Janv.	720,3	109,0	83,4	510,0	4,0	0,2	13,7	2 249,3	415,6	271,6	1 188,8	12,7	0,3	360,4	270,6
Fév.	721,2	106,7	87,1	506,9	4,2	0,2	16,1	2 250,7	407,9	277,9	1 175,9	14,1	0,3	374,6	286,2
Mars <sup>(p)</sup>	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2 207,1	416,8	266,8	1 147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
<b>Flux</b>															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011	2,2	11,7	4,2	-13,9	1,1	-0,1	-0,9	19,5	28,8	-29,1	16,4	3,9	0,1	-0,5	5,3
2011 T4	-8,2	3,6	-5,2	-6,1	0,1	0,0	-0,7	-99,2	4,5	-23,7	19,0	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2012 T1 <sup>(p)</sup>	7,4	6,0	6,9	-7,4	0,5	0,0	1,4	-10,8	27,8	-17,7	-42,2	1,0	-0,2	20,5	15,5
2011 Déc.	-1,9	3,5	0,1	-3,8	-0,2	0,0	-1,4	-64,3	-8,1	-4,3	6,3	-4,4	0,1	-53,9	-44,3
2012 Janv.	16,1	17,0	3,5	-2,7	0,1	0,0	-1,8	30,4	26,1	-13,0	-1,2	-2,0	-0,2	20,7	10,4
Fév.	1,9	-2,1	3,8	-2,4	0,1	0,0	2,4	3,2	-6,9	6,5	-12,2	1,4	0,0	14,4	15,6
Mars <sup>(p)</sup>	-10,6	-8,9	-0,4	-2,3	0,3	0,0	0,7	-44,5	8,5	-11,2	-28,9	1,6	0,0	-14,5	-10,5
<b>Taux de croissance</b>															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-0,9	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2011 T4	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 T1 <sup>(p)</sup>	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	8,0	14,6
2011 Déc.	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 Janv.	0,7	17,6	9,5	-3,1	39,2	-	-18,3	3,6	8,6	-10,9	1,9	16,7	-	16,6	23,7
Fév.	2,2	25,4	14,8	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,8	-9,7	2,1	26,8	-	8,0	13,5
Mars <sup>(p)</sup>	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	8,0	14,6

### G9 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

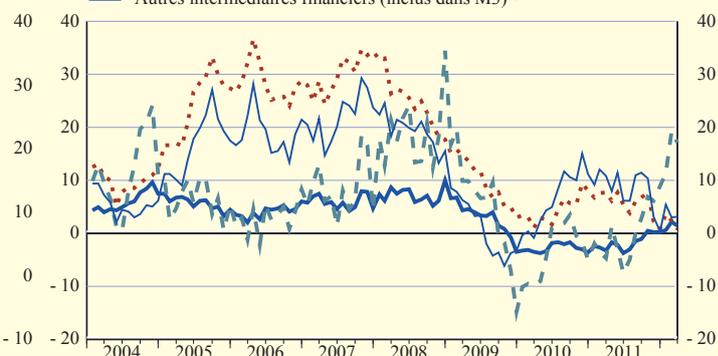
- Sociétés d'assurance et fonds de pension (total)
- Autres intermédiaires financiers (total)



### G10 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

- Sociétés d'assurance et fonds de pension (total)
- Autres intermédiaires financiers (total)
- - - Sociétés d'assurance et fonds de pension (inclus dans M3) <sup>3)</sup>
- Autres intermédiaires financiers (inclus dans M3) <sup>4)</sup>



Source : BCE

- 1) Secteur des IFM hors 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 <sup>1), 2)</sup>

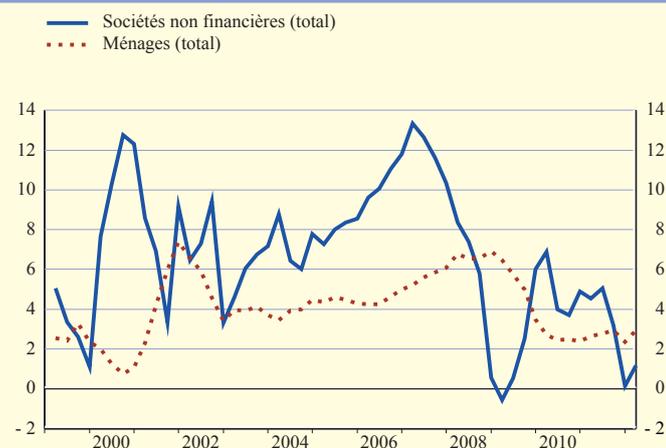
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	Sociétés non financières							Ménages <sup>3)</sup>						
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Encours</b>														
2010	1 670,7	1 036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5 739,1	2 244,5	901,0	665,0	1 788,5	110,3	29,8
2011	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,4	2 256,0	948,2	723,8	1 837,0	106,7	22,7
2011 T4	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,4	2 256,0	948,2	723,8	1 837,0	106,7	22,7
2012 T1 <sup>(p)</sup>	1 667,3	1 019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5 944,4	2 223,1	995,5	737,3	1 864,0	105,0	19,6
2011 Déc.	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,4	2 256,0	948,2	723,8	1 837,0	106,7	22,7
2012 Janv.	1 637,1	993,9	452,5	98,6	75,1	2,0	15,0	5 903,5	2 228,9	966,8	726,9	1 852,6	105,9	22,4
Fév.	1 629,1	987,0	451,6	100,3	74,1	2,1	14,0	5 918,9	2 218,1	982,1	734,0	1 858,4	105,6	20,7
Mars <sup>(p)</sup>	1 667,3	1 019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5 944,4	2 223,1	995,5	737,3	1 864,0	105,0	19,6
<b>Flux</b>														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011	2,5	3,7	-2,6	8,7	-7,3	0,5	-0,5	134,7	7,7	42,5	50,6	43,5	-2,6	-7,0
2011 T4	21,7	46,6	-17,1	0,7	-6,5	0,3	-2,4	57,0	14,8	25,9	13,8	15,1	-1,3	-11,2
2012 T1 <sup>(p)</sup>	-17,1	-23,1	0,4	4,9	3,2	0,1	-2,6	51,3	-32,4	47,5	13,6	28,3	-2,6	-3,1
2011 Déc.	30,1	43,5	-7,0	0,0	-2,9	0,0	-3,5	67,9	32,5	12,9	10,9	20,4	-0,5	-8,3
2012 Janv.	-48,4	-49,6	-0,8	0,9	2,3	0,0	-1,2	9,6	-26,8	18,3	3,1	15,9	-0,7	-0,3
Fév.	-6,6	-5,9	-1,8	3,0	-1,0	0,1	-1,0	16,3	-10,4	15,7	7,2	6,8	-1,2	-1,7
Mars <sup>(p)</sup>	38,0	32,5	3,1	0,9	1,9	0,0	-0,4	25,4	4,8	13,5	3,3	5,6	-0,7	-1,1
<b>Taux de croissance</b>														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2011 T4	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 T1 <sup>(p)</sup>	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5
2011 Déc.	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 Janv.	0,8	0,5	1,3	9,7	-10,0	38,4	13,2	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,6
Fév.	0,8	0,9	0,1	11,0	-8,7	1,6	4,1	2,5	-0,4	7,8	7,3	2,6	-3,9	-33,2
Mars <sup>(p)</sup>	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5

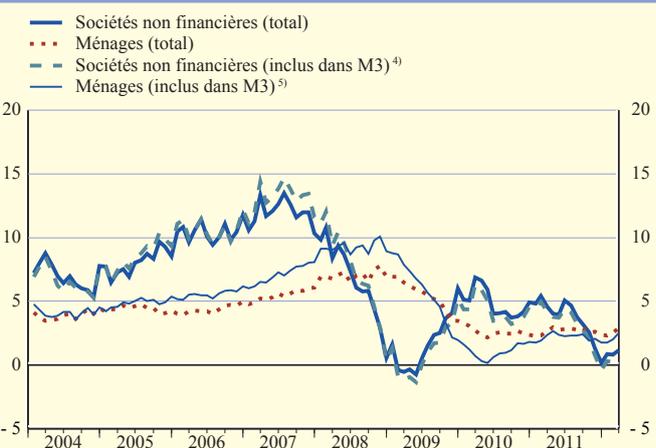
### G11 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



### G12 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



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
- 4) Correspond aux dépôts des colonnes 2, 3, 5 et 7
- 5) Correspond aux dépôts des colonnes 9, 10, 12 et 14

## 2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

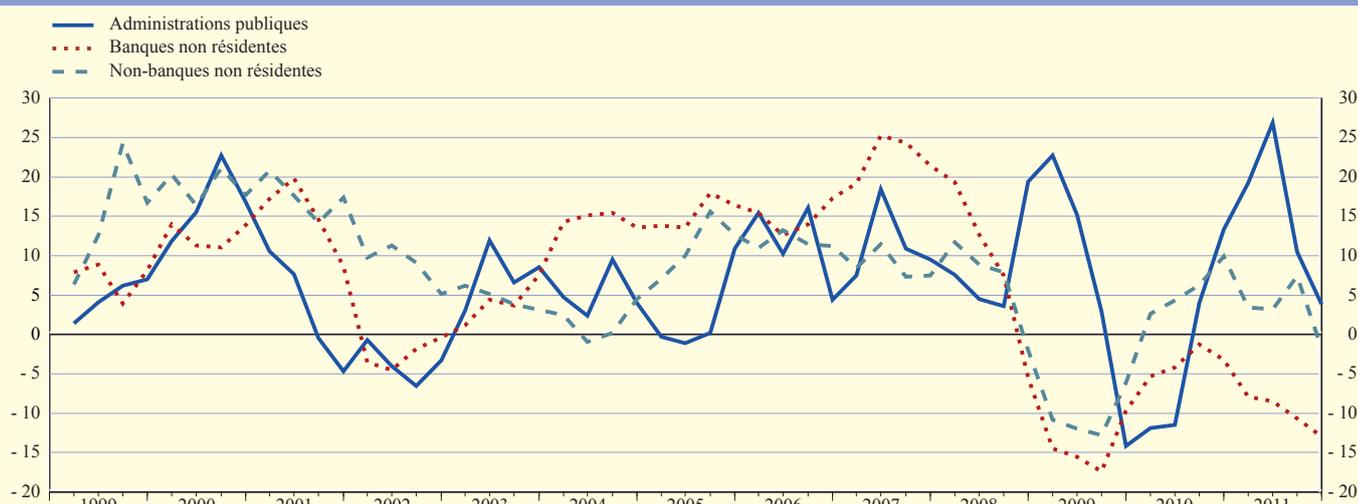
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Encours</b>										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3 488,8	2 492,0	996,9	45,9	950,9
2011 <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3 153,0	2 175,4	976,2	44,2	932,0
2011 T1	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3 310,0	2 342,6	967,4	41,4	926,0
T2	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3 276,4	2 291,6	984,8	47,7	937,1
T3	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3 343,0	2 295,3	1 047,7	50,0	997,7
T4 <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3 153,0	2 175,4	976,2	44,2	932,0
<b>Flux</b>										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 <sup>(p)</sup>	16,9	3,4	0,6	2,3	10,6	-334,5	-318,0	-17,9	-2,2	-15,7
2011 T1	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,4	-75,9	-5,6	-3,6	-1,9
T2	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
T3	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,6	-49,1	49,7	1,4	48,3
T4 <sup>(p)</sup>	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-234,0	-151,5	-83,9	-6,4	-77,5
<b>Taux de croissance</b>										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011 <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6
2011 T1	19,2	41,4	4,0	-1,4	9,2	-4,8	-7,9	3,4	-10,5	4,2
T2	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
T3	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,6	-10,7	7,4	3,3	7,6
T4 <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6

### G13 Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

- 1) Secteur des IFM hors 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.

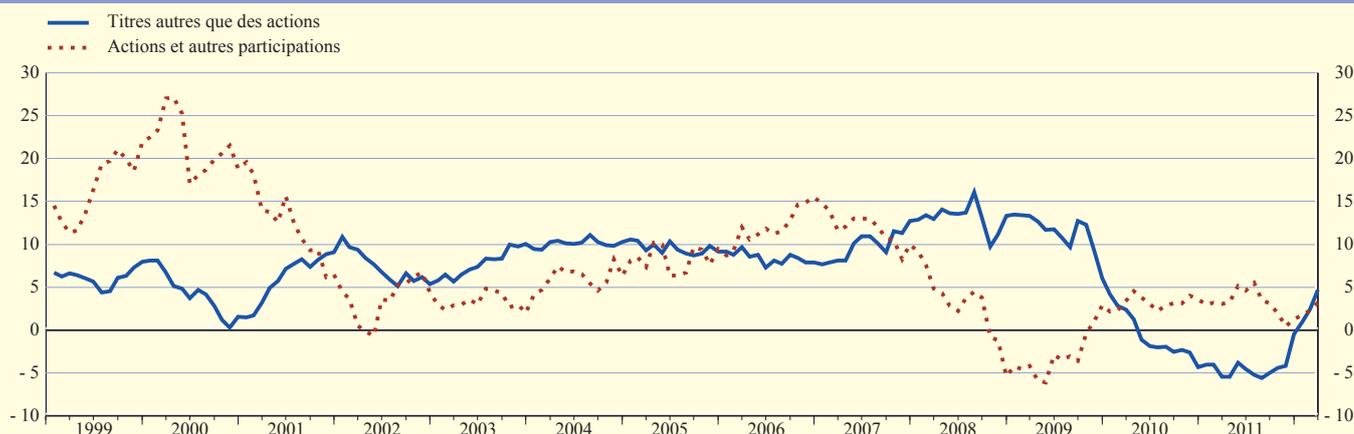
## 2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

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

	Titres autres que des actions								Actions et autres participations			
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Encours</b>												
2010	5 991,2	1 778,4	107,4	1 507,8	16,4	1 500,9	27,8	1 052,6	1 535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5 699,3	1 763,8	87,8	1 374,6	22,9	1 489,5	28,3	932,4	1 509,0	487,0	726,4	295,5
2011 T4	5 699,3	1 763,8	87,8	1 374,6	22,9	1 489,5	28,3	932,4	1 509,0	487,0	726,4	295,5
2012 T1 <sup>(p)</sup>	5 902,5	1 819,2	97,9	1 487,5	31,5	1 490,8	25,0	950,6	1 528,2	491,6	741,9	294,7
2011 Déc.	5 699,3	1 763,8	87,8	1 374,6	22,9	1 489,5	28,3	932,4	1 509,0	487,0	726,4	295,5
2012 Janv.	5 764,0	1 781,7	88,6	1 424,9	23,3	1 497,6	23,8	924,1	1 527,8	497,5	734,2	296,2
Fév.	5 852,7	1 813,6	91,0	1 465,6	31,0	1 504,3	23,6	923,7	1 516,7	492,8	731,4	292,5
Mars <sup>(p)</sup>	5 902,5	1 819,2	97,9	1 487,5	31,5	1 490,8	25,0	950,6	1 528,2	491,6	741,9	294,7
<b>Flux</b>												
2010	-270,7	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-25,9	45,4	8,0	-4,3	5,5	-19,9	0,4	-60,9	18,5	61,4	-31,6	-11,2
2011 T4	75,2	66,4	0,5	-14,5	-0,2	36,5	2,3	-15,9	-6,7	6,4	-9,7	-3,5
2012 T1 <sup>(p)</sup>	264,8	61,7	12,9	132,5	9,7	5,2	-2,3	45,1	30,7	12,6	19,1	-0,9
2011 Déc.	55,4	60,2	-3,8	-5,1	0,5	-6,7	0,8	9,5	-0,9	8,1	-9,9	1,0
2012 Janv.	110,9	28,1	3,1	56,2	1,2	12,0	-3,6	13,9	17,1	9,5	8,1	-0,5
Fév.	94,5	31,1	3,7	38,7	8,0	5,7	0,1	7,2	-4,5	0,0	-1,4	-3,1
Mars <sup>(p)</sup>	59,4	2,5	6,1	37,6	0,5	-12,5	1,2	23,9	18,2	3,1	12,3	2,8
<b>Taux de croissance</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,2	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2011 T4	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 T1 <sup>(p)</sup>	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9
2011 Déc.	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 Janv.	1,0	4,7	11,5	2,6	28,6	0,1	-9,4	-7,5	1,7	16,0	-4,7	-2,2
Fév.	2,5	6,1	19,3	5,0	63,7	0,1	-14,2	-6,0	2,3	15,9	-3,8	-2,0
Mars <sup>(p)</sup>	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9

## G14 Titres détenus par les IFM <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



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

**2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(en pourcentage du total ; encours en milliards d'euros ; données de fin de période)

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

	IFM <sup>3)</sup>							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prêts</b>														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2009	5 916,1	–	–	–	–	–	11 785,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5 517,1	–	–	–	–	–	12 247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 T3	6 003,8	–	–	–	–	–	12 441,8	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4	
T4 <sup>4)</sup>	6 160,4	–	–	–	–	–	12 322,0	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
2009	1 914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0	
2010	2 010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7	
2011 T3	2 133,1	44,1	55,9	34,8	2,8	3,3	1 022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0	
T4 <sup>4)</sup>	2 022,2	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	998,4	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8	
<b>Portefeuilles de titres autres que des actions</b>														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2009	2 079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2 980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1 885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3 052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 T3	1 799,8	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2 874,2	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
T4 <sup>4)</sup>	1 851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2 915,3	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
2009	552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	14,6	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	506,6	33,3	66,7	40,5	3,9	0,9	13,6
2011 T3	478,8	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	483,1	32,5	67,5	39,2	6,0	0,8	12,5
T4 <sup>4)</sup>	457,1	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,2	32,2	67,8	39,7	5,6	0,7	13,6
<b>Dépôts</b>														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2009	6 281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10 187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5 774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10 722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 T3	6 085,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10 993,9	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
T4 <sup>4)</sup>	6 319,3	92,1	7,9	5,1	0,2	1,3	0,7	10 947,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2009	2 532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2 492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 T3	2 295,3	57,0	43,0	27,0	2,1	1,8	7,8	1 047,7	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6
T4 <sup>4)</sup>	2 175,4	59,1	40,9	25,6	2,1	1,8	7,3	976,2	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1

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

	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2009	5 168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5 082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 T3	5 180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5
T4 <sup>4)</sup>	5 236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6

Source : BCE

- Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- Pour les non-résidents, le terme « IFM » désigne des établissements du même type que les IFM de la zone euro.
- Y compris les avoirs libellés dans les dénominations nationales de l'euro

## 2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro<sup>1)</sup>

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; transactions au cours de la période)

### 1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des parts d'OPCVM et des parts d'OPCVM monétaires)	Parts d'OPCVM et titres d'OPCVM monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2011 Août	6 200,9	411,9	2 384,0	1 736,9	840,3	233,9	594,0
Sept.	6 080,9	420,9	2 383,9	1 632,8	830,9	235,5	576,8
Oct.	6 177,6	422,3	2 370,6	1 736,1	845,0	234,3	569,3
Nov.	6 082,7	418,8	2 345,2	1 704,0	827,4	234,9	552,4
Déc.	6 213,2	416,0	2 503,8	1 733,1	838,6	236,6	485,1
2012 Janv.	6 479,7	435,1	2 586,1	1 820,0	865,9	234,9	537,7
Fév. <sup>(p)</sup>	6 636,7	446,9	2 637,8	1 879,8	885,6	235,4	551,2
<b>Transactions</b>							
2011 T2	71,4	5,6	41,9	25,9	13,1	3,3	-18,5
T3	-4,7	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,9	42,3
T4	-184,2	-33,8	-2,9	-26,4	-11,1	2,0	-112,1

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Parts d'OPCVM émises			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenues par les résidents de la zone euro			
				OPCVM	Détenues par les non-résidents		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2011 Août	6 200,9	130,3	5 551,2	4 280,4	623,3	1 270,8	519,3
Sept.	6 080,9	126,7	5 423,0	4 175,4	604,2	1 247,6	531,1
Oct.	6 177,6	127,4	5 532,0	4 243,8	616,2	1 288,2	518,3
Nov.	6 082,7	128,7	5 448,2	4 163,1	597,8	1 285,1	505,9
Déc.	6 213,2	117,8	5 664,8	4 264,5	614,0	1 400,3	430,7
2012 Janv.	6 479,7	124,2	5 883,7	4 410,1	653,2	1 473,6	471,9
Fév. <sup>(p)</sup>	6 636,7	135,0	6 021,1	4 516,9	678,3	1 504,2	480,6
<b>Transactions</b>							
2011 T2	71,4	-4,2	78,0	25,3	10,5	52,7	-2,4
T3	-4,7	6,5	-44,0	-55,1	-31,0	11,0	32,9
T4	-184,2	-13,8	-39,7	-57,6	-2,7	18,8	-130,7

### 3. Ventilation des parts d'OPCVM émises par stratégies de placement et par types de fonds

	Total	Ventilation par stratégies de placement					Ventilation par types de fonds			Pour mémoire : OPCVM monétaires
		OPCVM « Obligations »	OPCVM « Actions »	OPCVM « Mixtes »	OPCVM « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres OPCVM	Fonds ouverts	Fonds fermés	
<b>Encours</b>										
2011 Juillet	5 831,9	1 837,1	1 674,6	1 434,4	291,4	116,1	478,2	5 743,3	88,6	1 032,5
Août	5 551,2	1 807,4	1 495,2	1 381,8	290,8	114,0	462,0	5 462,8	88,4	1 060,3
Sept.	5 423,0	1 786,2	1 414,0	1 387,7	290,9	119,0	425,1	5 333,8	89,2	1 066,9
Oct.	5 532,0	1 789,1	1 503,9	1 406,2	294,0	115,6	423,1	5 449,7	82,2	1 051,6
Nov.	5 448,2	1 758,0	1 473,5	1 384,3	293,5	118,7	420,1	5 365,4	82,8	1 083,5
Déc.	5 664,8	1 920,6	1 496,6	1 402,5	297,1	122,1	425,9	5 579,5	85,3	991,9
2012 Janv.	5 883,7	2 021,4	1 575,9	1 431,7	300,1	122,3	432,3	5 798,3	85,4	938,1
Fév. <sup>(p)</sup>	6 021,1	2 059,8	1 631,3	1 463,4	300,9	121,9	443,8	5 934,7	86,3	923,8
<b>Transactions</b>										
2011 Août	-48,9	-13,9	-23,0	-10,7	0,9	-0,2	-1,9	-48,9	0,0	32,8
Sept.	-32,3	-16,4	-11,1	-4,2	0,9	0,6	-2,1	-32,5	0,3	-12,2
Oct.	-18,4	1,3	-2,6	-5,9	1,3	-0,7	-11,8	-11,8	-6,6	-5,7
Nov.	-21,6	-8,8	-8,5	-5,7	0,0	0,1	1,3	-22,2	0,6	19,1
Déc.	0,4	10,5	-6,5	-3,4	2,5	-0,3	-2,5	-1,7	2,1	0,7
2012 Janv.	13,1	11,7	2,3	-0,5	0,5	0,1	-1,0	13,2	-0,1	6,1
Fév. <sup>(p)</sup>	25,4	8,3	2,5	10,3	1,0	-0,8	4,1	24,6	0,8	2,7

Source : BCE

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

**2.9 Titres détenus par les OPCVM<sup>1)</sup> ventilés par émetteurs**  
(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; transactions au cours de la période)

**1. Titres autres que des actions**

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2011 T1	2 351,9	1 430,8	383,5	676,0	200,2	5,6	165,6	921,1	246,5	350,6	14,1
T2	2 387,6	1 430,3	386,4	671,6	196,3	5,8	170,1	957,3	252,3	358,6	17,8
T3	2 383,9	1 414,2	380,7	682,4	184,2	4,7	162,1	969,7	252,4	369,7	18,7
T4 <sup>(p)</sup>	2 503,8	1 422,6	391,0	673,9	185,5	4,5	167,6	1 081,2	270,4	436,8	20,4
<b>Transactions</b>											
2011 T2	41,9	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	40,8	8,2	11,7	3,6
T3	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
T4 <sup>(p)</sup>	-2,9	-0,1	3,6	-6,7	-1,1	-0,3	4,3	-1,3	-3,2	1,6	-0,3

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2011 T1	1 973,7	782,8	89,2	–	41,7	26,2	625,7	1 191,0	167,2	365,2	71,1
T2	1 958,6	773,6	84,5	–	41,2	26,1	621,9	1 185,0	166,4	362,8	77,0
T3	1 632,8	615,7	53,3	–	35,8	20,4	506,3	1 017,0	141,8	323,7	72,5
T4 <sup>(p)</sup>	1 733,1	636,5	51,1	–	36,4	21,5	527,4	1 096,6	154,7	356,8	71,2
<b>Transactions</b>											
2011 T2	25,9	-1,0	-0,6	–	1,3	0,3	-2,0	26,9	2,9	8,5	6,9
T3	-41,9	-8,8	-4,9	–	-0,7	0,2	-3,4	-33,0	-5,1	-11,8	-3,2
T4 <sup>(p)</sup>	-26,4	-9,7	-1,7	–	-2,3	0,4	-6,1	-16,8	-0,9	-7,3	0,9

**3. Parts d'OPCVM/Parts d'OPCVM monétaires**

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- trations publiques	Autres intermédiaires financiers <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2011 T1	882,1	745,4	78,0	–	667,4	–	–	136,7	22,6	41,8	0,5
T2	886,8	752,0	79,3	–	672,7	–	–	134,8	22,1	42,8	0,5
T3	830,9	698,7	94,5	–	604,2	–	–	132,2	20,1	42,6	0,5
T4 <sup>(p)</sup>	838,6	709,0	95,0	–	614,0	–	–	129,6	20,7	40,1	0,6
<b>Transactions</b>											
2011 T2	13,1	11,7	1,2	–	10,5	–	–	1,4	0,3	1,2	0,0
T3	-15,8	-15,1	16,0	–	-31,0	–	–	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
T4 <sup>(p)</sup>	-11,1	-2,4	0,3	–	-2,7	–	–	-8,7	-0,8	-9,1	-0,1

Source : BCE

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

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

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

(montants en milliards d'euros ; encours de fin de période ; transactions au cours de la période)

### 1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés						Émis hors de la zone euro	Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs
			Total	Émis dans la zone euro				Administrations publiques					
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Encours</b>													
2010 T4	2 353,0	373,8	1 525,8	1 226,2	606,4	140,5	22,4	6,0	130,8	250,5	92,5	41,9	68,6
2011 T1	2 255,3	351,4	1 484,5	1 185,1	595,3	142,5	21,8	5,9	129,2	241,6	89,0	36,3	52,4
T2	2 216,4	340,1	1 461,2	1 167,0	585,5	144,7	20,4	5,2	123,9	232,5	88,6	35,7	58,3
T3	2 202,1	321,7	1 465,6	1 180,7	590,5	142,8	20,5	5,1	116,3	232,5	86,9	37,8	57,6
T4	2 269,5	324,6	1 530,3	1 244,8	583,1	147,8	20,8	4,8	112,0	228,9	90,0	36,8	58,8
<b>Transactions</b>													
2010 T4	45,8	24,6	24,7	30,8	-	-5,0	-1,4	-0,4	0,6	-5,4	-0,9	-0,6	3,4
2011 T1	-95,2	-25,0	-39,9	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	-0,5	-9,9	-2,4	-5,1	-12,8
T2	-43,1	-11,2	-25,6	-21,5	-	1,9	-0,7	-0,3	-5,0	-7,9	0,0	0,0	1,7
T3	-23,7	-18,4	3,2	13,2	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,8	-2,2	-2,1	-1,1	-3,1
T4	67,1	3,1	63,0	62,2	-	4,2	0,3	-0,4	-3,4	-3,4	2,3	-1,0	3,2

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis			Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	< ou = à 2 ans	> à 2 ans		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2010 T4	2 353,0	136,5	1 970,6	89,3	1 881,2	42,8	203,1
2011 T1	2 255,3	135,1	1 884,4	79,6	1 804,7	36,3	199,5
T2	2 216,4	135,9	1 840,5	77,9	1 762,5	35,2	204,9
T3	2 202,1	134,1	1 823,6	75,0	1 748,6	34,7	209,6
T4	2 269,5	150,3	1 881,3	78,8	1 802,4	34,0	203,9
<b>Transactions</b>							
2010 T4	45,8	16,0	24,8	5,7	19,1	-2,1	7,1
2011 T1	-95,2	-1,1	-83,3	-10,1	-73,2	-6,0	-4,8
T2	-43,1	1,4	-47,6	-5,7	-41,8	-0,8	3,8
T3	-23,7	-2,2	-23,0	-3,3	-19,6	-1,7	3,2
T4	67,1	16,5	58,6	5,3	53,3	-1,1	-6,9

### 3. Portefeuilles de prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro et de titres autres que des actions

	Prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro						Secteur emprunteur hors zone euro	Titres autres que des actions					
	Total	Secteur emprunteur de la zone euro <sup>2)</sup>						Total	Résidents de la zone euro			Non-résidents de la zone euro	
		Ménages	Sociétés non financières	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques			Total	IFM	Non IFM		
													Véhicules financiers <i>ad hoc</i>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Encours</b>													
2010 T4	1 226,2	853,9	251,5	18,1	0,2	7,1	43,5	250,5	130,3	45,5	84,8	36,3	120,1
2011 T1	1 185,1	803,6	261,2	17,9	0,2	7,2	36,2	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
T2	1 167,0	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	37,5	232,5	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
T3	1 180,7	795,4	256,0	18,6	0,4	9,6	34,8	232,5	122,3	42,1	80,1	33,8	110,2
T4	1 244,8	828,2	262,2	18,5	0,2	6,6	35,3	228,9	120,2	40,4	79,7	33,0	108,1
<b>Transactions</b>													
2010 T4	30,8	16,6	14,3	-1,6	-0,1	0,1	2,1	-5,4	-5,3	-1,1	-4,2	-2,4	-0,2
2011 T1	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,7	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
T2	-21,5	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,9	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
T3	13,2	6,2	1,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
T4	62,2	32,2	6,1	-0,8	-0,1	-3,0	0,2	-3,4	-1,6	-1,6	0,0	-0,2	-1,8

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	Parts d'OPCVM	Parts d'OPCVM monétaires	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Actifs non financiers
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2009 T1	6 181,0	797,2	493,6	2 359,3	774,9	1 061,2	108,0	243,6	186,9	156,3
T2	6 318,2	782,7	487,2	2 381,9	807,4	1 187,3	97,8	247,8	170,8	155,2
T3	6 515,5	784,0	482,9	2 429,4	788,6	1 362,6	95,3	250,4	168,0	154,1
T4	6 646,8	786,8	476,5	2 469,5	809,7	1 442,2	95,2	254,8	158,9	153,2
2010 T1	6 872,8	784,0	483,8	2 580,7	825,8	1 518,7	93,0	263,3	175,5	148,1
T2	6 899,2	785,3	487,3	2 614,3	807,9	1 504,7	90,3	269,5	190,3	149,7
T3	7 071,5	783,1	495,4	2 702,8	825,5	1 545,4	86,0	271,3	212,8	149,1
T4	7 005,6	774,2	498,9	2 643,7	848,6	1 574,3	76,8	271,7	166,2	151,2
2011 T1	7 062,5	774,9	496,4	2 667,3	856,0	1 589,5	74,9	278,0	172,1	153,4
T2	7 075,0	776,7	504,6	2 682,0	849,5	1 594,7	77,9	268,5	168,8	152,4
T3	7 070,8	793,6	498,3	2 707,4	799,0	1 544,4	84,8	268,1	223,3	151,8
T4	7 134,3	787,4	501,9	2 693,9	813,8	1 593,4	87,7	269,0	232,6	154,6

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	8
2009 T1	2 359,3	1 936,5	530,3	1 037,9	218,7	13,5	136,1	422,8
T2	2 381,9	1 984,0	544,0	1 058,6	227,6	15,0	138,9	397,8
T3	2 429,4	2 025,0	555,0	1 090,8	226,3	15,1	137,7	404,4
T4	2 469,5	2 060,6	545,4	1 120,0	238,9	16,7	139,7	408,9
2010 T1	2 580,7	2 161,6	576,6	1 190,2	232,2	16,2	146,4	419,1
T2	2 614,3	2 190,8	581,5	1 198,9	243,3	16,7	150,5	423,5
T3	2 702,8	2 274,1	592,9	1 248,1	261,1	19,7	152,3	428,7
T4	2 643,7	2 216,5	590,3	1 222,4	230,6	18,0	155,2	427,2
2011 T1	2 667,3	2 249,5	609,8	1 214,4	253,9	19,0	152,5	417,8
T2	2 682,0	2 254,4	630,3	1 234,3	215,2	16,3	158,4	427,6
T3	2 707,4	2 276,8	637,4	1 229,8	230,6	17,9	161,2	430,6
T4	2 693,9	2 261,3	626,9	1 170,5	280,5	20,6	162,7	432,7

3. Passif et valeur nette

	Total	Prêts reçus	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Passif				Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Valeur nette
					Total	Provisions techniques d'assurance				
	1	2	3	4	5	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	9	10
2009 T1	6 128,1	346,9	31,7	377,8	5 230,9	2 777,5	1 608,8	844,6	140,9	52,9
T2	6 181,1	320,6	33,0	395,4	5 295,2	2 849,7	1 599,5	846,0	136,8	137,1
T3	6 342,5	302,5	36,1	442,1	5 420,8	2 939,4	1 637,5	844,0	141,0	172,9
T4	6 444,9	283,2	39,5	438,8	5 537,2	3 008,0	1 686,6	842,7	146,2	202,0
2010 T1	6 639,5	291,2	39,5	456,8	5 703,2	3 096,9	1 742,9	863,4	148,9	233,3
T2	6 717,5	295,5	40,9	428,6	5 802,3	3 123,1	1 811,4	867,8	150,3	181,7
T3	6 876,0	311,1	39,8	437,5	5 943,1	3 185,4	1 892,5	865,2	144,5	195,5
T4	6 828,5	279,6	42,3	445,1	5 922,6	3 220,4	1 834,6	867,6	138,8	177,2
2011 T1	6 885,6	297,6	40,1	461,4	5 947,9	3 250,9	1 808,9	888,1	138,5	176,9
T2	6 909,7	300,2	43,0	449,1	5 977,1	3 270,8	1 825,5	880,8	140,3	165,3
T3	7 018,3	306,2	41,9	402,9	6 113,1	3 259,9	1 974,8	878,4	154,2	52,5
T4	7 029,7	302,6	41,6	405,1	6 130,6	3 268,3	1 989,5	872,7	149,9	104,6

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
<b>Compte extérieur</b>						
Exportations de biens et services						605
<i>Solde des échanges extérieurs</i> <sup>1)</sup>						-32
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Taxes nettes de subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 244	128	778	65	273	
Autres taxes nettes de subventions sur la production	25	8	7	4	5	
Consommation de capital fixe	364	97	206	11	49	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> <sup>1)</sup>	533	271	233	30	-2	
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						7
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	709	40	275	321	73	117
Intérêts	403	37	74	219	73	53
Autres revenus de la propriété	306	3	201	102	0	64
<i>Revenu national net</i> <sup>1)</sup>	2 075	1 705	81	51	238	
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	322	246	64	12	0	0
Cotisations sociales	476	476				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	485	1	18	35	431	1
Autres transferts courants	205	75	26	49	55	10
Primes nettes d'assurance-dommages	46	33	11	1	1	2
Indemnités d'assurance-dommages	46			46		1
Autres	112	42	15	1	55	8
<i>Revenu disponible net</i> <sup>1)</sup>	2 045	1 484	6	54	501	
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 934	1 380			554	
Dépense de consommation individuelle	1 718	1 380			338	
Dépense de consommation collective	216				216	
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	0	0	15	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i> <sup>1)</sup>	111	119	6	39	-53	-25
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	450	146	231	11	61	
Formation brute de capital fixe	472	146	254	11	61	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-23	0	-23	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	0	7	0	-7	0
Transferts en capital	64	9	3	17	35	10
Impôts en capital	10	6	1	3		0
Autres transferts en capital	54	3	1	14	35	10
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> <sup>1)</sup>	32	74	-4	30	-69	-32
Écart statistique	0	-8	8	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
T4 2011						
<b>Compte extérieur</b>						
Importations de biens et services						573
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 164	504	1 225	110	326	
Taxes nettes de subventions sur les produits	251					
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	2 416					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	533	271	233	30	-2	
Rémunération des salariés	1 247	1 247				3
Taxes nettes de subventions sur la production	289				289	-13
Revenus de la propriété	715	227	123	342	23	111
Intérêts	390	62	47	269	11	67
Autres revenus de la propriété	326	165	76	73	12	44
<i>Revenu national net</i>						
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net	2 075	1 705	81	51	238	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	322				322	1
Cotisations sociales	475	1	18	52	404	1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	484	484				3
Autres transferts courants	178	92	15	47	23	37
Primes nettes d'assurance-dommages	46			46		1
Indemnités d'assurance-dommages	45	35	9	1	0	2
Autres	86	57	6	0	23	34
<i>Revenu disponible net</i>						
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net	2 045	1 484	6	54	501	
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>						
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	111	119	6	39	-53	-25
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	364	97	206	11	49	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	71	12	25	9	25	3
Impôts en capital	10				10	0
Autres transferts en capital	61	12	25	9	15	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
T4 2011								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		18 548	16 196	33 644	15 185	6 715	3 750	16 985
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				469				
Numéraire et dépôts		6 726	1 934	10 349	2 471	823	712	3 673
Titres de créance à court terme		43	83	512	350	54	32	710
Titres de créance à long terme		1 336	240	6 015	2 441	2 650	448	4 004
Crédits		77	3 184	13 524	3 658	464	534	1 936
<i>dont à long terme</i>		58	1 802	10 555	2 589	348	460	.
Actions et autres participations		3 995	7 108	1 787	5 987	2 352	1 322	5 884
Actions cotées		648	1 200	317	1 808	518	215	.
Actions non cotées et autres participations		2 086	5 529	1 178	3 219	290	958	.
Parts d'OPCVM		1 260	379	292	959	1 543	148	.
Provisions techniques d'assurance		5 834	169	3	0	232	4	241
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés		535	3 478	986	278	140	698	540
<i>Valeur financière nette</i>								
<b>Compte financier, transactions sur actifs financiers</b>								
Total des transactions sur actifs financiers		84	97	725	-6	-33	61	-110
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts		84	48	758	-106	-8	3	-146
Titres de créance à court terme		12	9	63	-3	10	6	-64
Titres de créance à long terme		29	3	83	27	-34	-2	-24
Crédits		6	49	-144	56	2	10	37
<i>dont à long terme</i>		6	43	-8	50	-2	15	.
Actions et autres participations		-6	22	-7	59	3	5	86
Actions cotées		3	-2	-3	-31	2	-2	.
Actions non cotées et autres participations		25	25	8	104	-11	3	.
Parts d'OPCVM		-33	-1	-12	-14	12	4	.
Provisions techniques d'assurance		6	-2	0	0	-6	0	5
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés		-47	-32	-28	-38	1	38	-4
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
<b>Compte des autres changements, actifs financiers</b>								
Total des autres changements sur actifs financiers		46	278	-60	168	23	-9	251
Or monétaire et DTS				7				
Numéraire et dépôts		2	-1	-24	-4	-5	0	48
Titres de créance à court terme		1	2	-12	52	-1	-1	-4
Titres de créance à long terme		-26	21	-40	-25	-18	-5	56
Crédits		0	6	0	34	1	0	7
<i>dont à long terme</i>		0	2	-6	26	1	5	.
Actions et autres participations		3	170	18	108	42	2	196
Actions cotées		3	38	9	114	10	-7	.
Actions non cotées et autres participations		-27	137	9	-24	3	6	.
Parts d'OPCVM		27	-5	0	17	29	4	.
Provisions techniques d'assurance		52	0	0	0	0	0	6
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés		14	79	-9	2	4	-6	-58
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
<b>Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		18 678	16 571	34 310	15 347	6 705	3 802	17 126
Or monétaire et DTS				476				
Numéraire et dépôts		6 811	1 982	11 083	2 361	810	715	3 575
Titres de créance à court terme		57	94	563	399	63	37	641
Titres de créance à long terme		1 340	264	6 057	2 443	2 598	442	4 036
Crédits		83	3 239	13 380	3 748	467	544	1 979
<i>dont à long terme</i>		64	1 847	10 542	2 665	347	480	.
Actions et autres participations		3 992	7 299	1 797	6 154	2 397	1 330	6 165
Actions cotées		655	1 236	323	1 891	530	206	.
Actions non cotées et autres participations		2 084	5 691	1 194	3 300	283	967	.
Parts d'OPCVM		1 253	373	280	963	1 583	156	.
Provisions techniques d'assurance		5 892	168	3	0	226	4	252
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés		503	3 525	949	242	144	730	478
<i>Valeur financière nette</i>								

Source : BCE

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

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
<b>T4 2011</b>								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, passifs</b>								
Total des éléments de passif		6 728	25 413	32 611	14 627	6 865	9 323	14 987
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)								
Numéraire et dépôts			30	23 561	33	0	262	2 802
Titres de créance à court terme			94	639	71	1	749	229
Titres de créance à long terme			827	4 585	2 803	32	6 013	2 874
Crédits		6 180	8 580		3 430	308	1 741	3 138
<i>dont à long terme</i>		5 821	6 093		1 883	116	1 431	.
Actions et autres participations		7	11 955	2 529	8 069	382	6	5 485
Actions cotées			3 142	348	181	97	0	.
Actions non cotées et autres participations		7	8 813	1 114	2 658	283	6	.
Parts d'OPCVM				1 067	5 230			.
Provisions techniques d'assurance		35	336	71	1	6 039	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		505	3 591	1 226	220	104	552	457
<i>Valeur financière nette <sup>1)</sup></i>	-1 529	11 820	-9 217	1 033	558	-150	-5 574	
<b>Compte financier, transactions sur passifs</b>								
Total des transactions sur passifs		19	93	676	-11	-9	129	-78
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	728	0	0	11	-107
Titres de créance à court terme			-9	65	-4	0	-36	16
Titres de créance à long terme			14	-39	40	0	88	-20
Crédits		14	6		-23	-11	62	-32
<i>dont à long terme</i>		16	8		35	1	59	.
Actions et autres participations		0	29	26	38	1	0	67
Actions cotées			3	4	1	0	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	26	8	80	1	0	.
Parts d'OPCVM				14	-43			.
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	3	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		4	52	-104	-63	-3	5	-1
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions <sup>1)</sup></i>	32	66	4	49	5	-24	-69	-32
<b>Compte des autres changements, passifs</b>								
Total des autres changements sur passifs		-20	205	-54	317	54	-155	343
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	30	0	0	0	-13
Titres de créance à court terme			1	5	4	0	1	28
Titres de créance à long terme			0	10	16	-2	-132	72
Crédits		-2	0		12	0	1	36
<i>dont à long terme</i>		-2	1		7	0	1	.
Actions et autres participations		0	221	-120	277	3	0	157
Actions cotées			154	-20	8	0	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	67	-11	-13	3	0	.
Parts d'OPCVM				-89	281			.
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	58	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		-18	-17	21	7	-4	-26	63
<i>Autres variations de la valeur financière nette <sup>1)</sup></i>	100	66	73	-6	-148	-32	146	-93
<b>Compte de patrimoine de clôture, passifs</b>								
Total des passifs		6 726	25 710	33 233	14 932	6 910	9 298	15 252
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			29	24 319	33	0	274	2 683
Titres de créance à court terme			86	710	71	1	714	272
Titres de créance à long terme			841	4 556	2 859	30	5 968	2 925
Crédits		6 191	8 586		3 419	297	1 804	3 142
<i>dont à long terme</i>		5 835	6 102		1 926	117	1 491	.
Actions et autres participations		7	12 205	2 435	8 385	386	6	5 709
Actions cotées			3 300	333	191	97	0	.
Actions non cotées et autres participations		7	8 905	1 111	2 725	287	6	.
Parts d'OPCVM				992	5 469			.
Provisions techniques d'assurance		35	336	71	1	6 100	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		492	3 626	1 142	164	96	530	520
<i>Valeur financière nette <sup>1)</sup></i>	-1 398	11 952	-9 139	1 076	415	-206	-5 496	

Source : BCE

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

### 3.2 Comptes non financiers de la zone euro

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

Emplois	2007	2008	2009	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011	T1 2011 – T4 2011
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 279	4 461	4 442	4 491	4 518	4 551	4 580	4 606
Autres taxes nettes de subventions sur la production	99	94	85	82	84	87	92	95
Consommation de capital fixe	1 294	1 361	1 385	1 416	1 426	1 436	1 443	1 451
Excédent net d'exploitation et revenu mixte <sup>1)</sup>	2 401	2 365	2 111	2 213	2 241	2 260	2 273	2 272
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	3 698	3 945	2 976	2 816	2 862	2 939	2 997	3 037
Intérêts	2 129	2 383	1 607	1 411	1 442	1 487	1 535	1 577
Autres revenus de la propriété	1 568	1 561	1 369	1 404	1 419	1 452	1 463	1 461
Revenu national net <sup>1)</sup>	7 768	7 804	7 533	7 754	7 814	7 876	7 927	7 957
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 136	1 145	1 029	1 054	1 072	1 083	1 100	1 109
Cotisations sociales	1 596	1 671	1 676	1 701	1 712	1 724	1 739	1 755
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 586	1 657	1 774	1 821	1 826	1 832	1 840	1 848
Autres transferts courants	738	771	776	776	776	779	779	779
Primes nettes d'assurance-dommages	183	187	181	181	180	180	180	180
Indemnités d'assurance-dommages	184	188	182	181	181	180	180	180
Autres	370	395	413	413	415	418	418	419
Revenu disponible net <sup>1)</sup>	7 675	7 703	7 424	7 641	7 700	7 764	7 817	7 845
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	6 887	7 140	7 143	7 304	7 353	7 400	7 441	7 466
Dépense de consommation individuelle	6 188	6 404	6 373	6 532	6 580	6 626	6 666	6 691
Dépense de consommation collective	698	736	771	772	773	774	775	775
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	70	61	56	56	56	58	59
Épargne nette <sup>1)</sup>	788	562	280	337	347	364	376	379
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette								
Formation brute de capital	2 066	2 075	1 715	1 790	1 835	1 856	1 874	1 873
Formation brute de capital fixe	1 989	2 010	1 763	1 772	1 797	1 812	1 825	1 833
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	76	65	-48	18	38	44	50	41
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	-1	1	1	1	1	1	1	0
Transferts en capital	153	152	185	227	214	205	169	162
Impôts en capital	24	24	34	25	26	26	27	31
Autres transferts en capital	129	128	151	202	188	180	142	132
Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) <sup>1)</sup>	32	-143	-42	-27	-52	-47	-45	-32

Sources : BCE et Eurostat

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

**3.2 Comptes non financiers de la zone euro (suite)**  
(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres)

Ressources	2007	2008	2009	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011	T1 2011 – T4 2011
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 072	8 281	8 023	8 202	8 269	8 334	8 388	8 423
Taxes nettes de subventions sur les produits	960	946	894	940	956	960	967	972
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	9 032	9 227	8 917	9 143	9 225	9 294	9 355	9 395
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 401	2 365	2 111	2 213	2 241	2 260	2 273	2 272
Rémunération des salariés	4 287	4 468	4 452	4 503	4 530	4 563	4 593	4 618
Taxes nettes de subventions sur la production	1 067	1 047	996	1 036	1 053	1 060	1 072	1 078
Revenus de la propriété	3 712	3 868	2 950	2 818	2 851	2 932	2 988	3 026
Intérêts	2 092	2 327	1 563	1 367	1 398	1 440	1 485	1 523
Autres revenus de la propriété	1 620	1 541	1 388	1 450	1 453	1 492	1 503	1 503
<i>Revenu national net</i>								
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net	7 768	7 804	7 533	7 754	7 814	7 876	7 927	7 957
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 144	1 154	1 034	1 059	1 077	1 089	1 107	1 115
Cotisations sociales	1 595	1 670	1 674	1 699	1 710	1 722	1 737	1 753
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 578	1 649	1 768	1 815	1 820	1 825	1 833	1 841
Autres transferts courants	644	671	669	666	665	669	671	670
Primes nettes d'assurance-dommages	184	188	182	181	181	180	180	180
Indemnités d'assurance-dommages	180	184	178	178	177	177	177	176
Autres	280	298	308	307	308	312	314	313
<i>Revenu disponible net</i>								
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net	7 675	7 703	7 424	7 641	7 700	7 764	7 817	7 845
Dépense de consommation finale								
Dépense de consommation individuelle								
Dépense de consommation collective								
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	70	61	56	56	56	58	59
<i>Épargne nette</i>								
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette	788	562	280	337	347	364	376	379
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 294	1 361	1 385	1 416	1 426	1 436	1 443	1 451
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	168	161	194	237	225	215	179	175
Impôts en capital	24	24	34	25	26	26	27	31
Autres transferts en capital	144	137	160	212	199	189	152	144
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>								

Sources : BCE et Eurostat

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

### 3.3 Ménages

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2007	2008	2009	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011	T1 2011 – T4 2011
<b>Revenus, épargne et variations de la valeur nette</b>								
Rémunération des salariés (+)	4 287	4 468	4 452	4 503	4 530	4 563	4 593	4 618
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 484	1 522	1 446	1 454	1 466	1 481	1 491	1 496
Intérêts à recevoir (+)	316	351	241	214	221	230	239	246
Intérêts à payer (-)	220	249	146	126	130	137	143	147
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	789	786	718	719	728	735	747	752
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	834	872	841	848	855	861	872	875
Cotisations sociales nettes (-)	1 592	1 667	1 671	1 696	1 707	1 719	1 734	1 750
Prestations sociales nettes (+)	1 573	1 644	1 763	1 809	1 814	1 820	1 827	1 835
Transferts courants nets à recevoir (+)	63	70	71	70	68	69	69	69
<b>= Revenu disponible brut</b>	<b>5 854</b>	<b>6 043</b>	<b>6 022</b>	<b>6 089</b>	<b>6 125</b>	<b>6 172</b>	<b>6 206</b>	<b>6 234</b>
Dépense de consommation finale (-)	5 081	5 241	5 156	5 291	5 335	5 379	5 418	5 439
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	60	69	61	55	55	56	58	59
<b>= Épargne brute</b>	<b>833</b>	<b>871</b>	<b>927</b>	<b>853</b>	<b>846</b>	<b>848</b>	<b>847</b>	<b>854</b>
Consommation de capital fixe (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Transferts en capital nets à recevoir (+)	12	-1	10	11	11	10	10	8
Autres variations de la valeur nette (+)	1 310	-1 776	-799	731	711	586	-192	-720
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>1 797</b>	<b>-1 278</b>	<b>-238</b>	<b>1 215</b>	<b>1 185</b>	<b>1 061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Investissement, financement et variations de la valeur nette</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	661	646	554	560	568	571	577	580
Consommation de capital fixe (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	421	460	-13	38	104	125	132	125
Numéraire et dépôts	351	438	123	119	139	137	147	117
Titres d'OPCVM monétaires	37	-4	-43	-57	-36	-27	-17	-21
Titres de créance <sup>1)</sup>	33	27	-93	-24	1	15	2	29
Actifs à long terme	171	25	500	392	299	251	217	193
Dépôts	-31	-29	85	56	41	50	51	50
Titres de créance	85	17	16	-14	28	32	44	53
Actions et autres participations	-104	-97	170	119	35	-3	-23	-26
Actions cotées, non cotées et autres participations	39	76	119	103	53	23	28	36
Parts d'OPCVM	-143	-173	52	17	-18	-26	-51	-62
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	221	133	228	231	195	172	145	115
Principales rubriques du financement (-)								
Crédits	384	257	103	126	119	136	121	87
dont auprès des IFM de la zone euro	283	83	65	147	170	168	148	81
Autres variations des actifs (+)								
Actifs non financiers	1 227	-372	-1 101	620	665	298	262	-269
Actifs financiers	102	-1 459	303	136	44	238	-466	-477
Actions et autres participations	79	-1 209	109	75	71	222	-373	-457
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	8	-239	173	105	35	48	-43	25
Flux nets résiduels (+)	-42	52	-2	-26	6	97	65	75
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>1 797</b>	<b>-1 278</b>	<b>-238</b>	<b>1 215</b>	<b>1 185</b>	<b>1 061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Bilan</b>								
Actifs non financiers (+)	28 117	28 018	27 096	27 896	27 932	27 980	28 242	27 820
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 264	5 813	5 788	5 829	5 870	5 911	5 907	5 970
Numéraire et dépôts	4 851	5 321	5 476	5 600	5 598	5 650	5 658	5 730
Titres d'OPCVM monétaires	280	317	241	185	209	199	194	169
Titres de créance <sup>1)</sup>	133	175	71	44	63	63	54	70
Actifs à long terme	12 200	10 718	11 555	12 080	12 160	12 167	11 699	11 799
Dépôts	965	913	970	1 027	1 037	1 055	1 068	1 081
Titres de créance	1 284	1 307	1 375	1 314	1 336	1 355	1 325	1 327
Actions et autres participations	5 152	3 806	4 118	4 311	4 319	4 261	3 801	3 823
Actions cotées et non cotées et autres participations	3 761	2 877	3 000	3 107	3 149	3 093	2 735	2 739
Parts d'OPCVM	1 391	929	1 118	1 204	1 170	1 168	1 066	1 084
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	4 798	4 692	5 092	5 428	5 468	5 496	5 505	5 569
Actifs nets résiduels (+)	308	312	306	315	309	390	394	375
Engagements (-)								
Crédits	5 569	5 820	5 942	6 102	6 103	6 162	6 180	6 191
dont auprès des IFM de la zone euro	4 831	4 914	4 968	5 213	5 256	5 304	5 313	5 281
<b>= Valeur nette</b>	<b>40 320</b>	<b>39 041</b>	<b>38 803</b>	<b>40 018</b>	<b>40 168</b>	<b>40 287</b>	<b>40 063</b>	<b>39 773</b>

Sources : BCE et Eurostat

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

**3.4 Sociétés non financières**

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2007	2008	2009	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011	T1 2011 – T4 2011
<b>Revenus et épargne</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 648	4 759	4 497	4 635	4 684	4 730	4 769	4 792
Rémunération des salariés (-)	2 711	2 833	2 776	2 807	2 830	2 859	2 884	2 906
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	49	46	39	33	34	37	40	41
<b>= Excédent brut d'exploitation (+)</b>	<b>1 888</b>	<b>1 880</b>	<b>1 682</b>	<b>1 794</b>	<b>1 820</b>	<b>1 835</b>	<b>1 845</b>	<b>1 845</b>
Consommation de capital fixe (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
<b>= Excédent net d'exploitation (+)</b>	<b>1 162</b>	<b>1 113</b>	<b>899</b>	<b>991</b>	<b>1 010</b>	<b>1 019</b>	<b>1 025</b>	<b>1 021</b>
Revenus de la propriété à recevoir (+)	639	637	549	552	554	572	577	572
Intérêts à recevoir	218	239	174	157	161	168	175	181
Autres revenus de la propriété à recevoir	421	398	376	395	393	404	402	391
Intérêts et loyers à payer (-)	366	421	299	263	270	281	292	301
<b>= Revenu d'entreprise net (+)</b>	<b>1 436</b>	<b>1 329</b>	<b>1 149</b>	<b>1 280</b>	<b>1 295</b>	<b>1 310</b>	<b>1 311</b>	<b>1 292</b>
Revenus distribués (-)	1 005	1 027	936	944	959	964	974	977
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	248	236	152	168	176	179	184	190
Cotisations sociales à recevoir (+)	64	68	70	69	70	70	71	71
Prestations sociales à payer (-)	63	65	68	69	70	70	70	70
Autres transferts courants nets à payer (-)	43	48	47	46	46	44	44	45
<b>= Épargne nette</b>	<b>141</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>123</b>	<b>114</b>	<b>124</b>	<b>109</b>	<b>82</b>
<b>Investissement, financement et épargne</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	409	369	78	159	191	200	210	210
Formation brute de capital fixe (+)	1 058	1 077	911	944	963	976	988	996
Consommation de capital fixe (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	77	60	-50	18	37	39	43	39
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	167	72	91	43	28	41	-2	-33
Numéraire et dépôts	153	15	87	67	63	66	45	0
Titres d'OPCVM monétaires	-20	33	40	-23	-27	-27	-43	-44
Titres de créance <sup>1)</sup>	34	24	-35	-2	-7	2	-4	10
Actifs à long terme	763	664	242	471	480	544	559	554
Dépôts	-8	39	0	12	23	22	24	53
Titres de créance	51	-42	18	-9	2	14	17	23
Actions et autres participations	412	331	110	238	249	304	321	275
Autres (principalement les prêts intragroupes)	308	336	114	230	206	204	197	203
Actifs nets résiduels (+)	209	-27	56	-35	-32	-41	-66	-111
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	928	664	79	181	209	280	261	243
dont crédits auprès des IMF de la zone euro	538	394	-113	-11	27	75	79	50
dont titres de créance	32	48	88	65	44	43	48	46
Actions et autres participations	413	315	284	260	272	271	266	232
Actions cotées	62	5	58	31	30	28	29	28
Actions non cotées et autres participations	350	310	227	229	242	242	237	203
Transferts en capital nets à recevoir (-)	69	74	83	73	70	68	66	65
<b>= Épargne nette</b>	<b>141</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>123</b>	<b>114</b>	<b>124</b>	<b>109</b>	<b>82</b>
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 788	1 879	1 959	1 992	1 958	1 946	1 944	1 968
Numéraire et dépôts	1 507	1 538	1 631	1 693	1 668	1 674	1 680	1 704
Titres d'OPCVM monétaires	163	192	214	192	183	171	158	146
Titres de créance <sup>1)</sup>	118	149	114	107	107	102	107	118
Actifs à long terme	10 813	9 370	10 282	10 953	11 134	11 268	10 604	10 910
Dépôts	213	255	232	258	237	239	254	278
Titres de créance	230	180	195	197	219	215	216	240
Actions et autres participations	8 026	6 278	7 075	7 474	7 625	7 706	6 950	7 153
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 344	2 657	2 779	3 024	3 052	3 108	3 184	3 239
Actifs nets résiduels	253	204	190	41	141	92	86	96
Passifs								
Endettement	8 644	9 326	9 423	9 588	9 655	9 761	9 837	9 849
dont crédits auprès des IMF de la zone euro	4 465	4 870	4 711	4 695	4 726	4 751	4 766	4 725
dont titres de créance	647	702	824	882	859	878	921	927
Actions et autres participations	14 376	11 123	12 436	13 148	13 427	13 417	11 955	12 205
Actions cotées	5 068	2 941	3 502	3 813	3 923	3 914	3 142	3 300
Actions non cotées et autres participations	9 308	8 182	8 934	9 334	9 504	9 503	8 813	8 905

Sources : BCE et Eurostat

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

### 3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2007	2008	2009	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011	T1 2011 – T4 2011
<b>Compte financier, opérations financières</b>								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	22	73	-48	-19	-24	-35	2	50
Numéraire et dépôts	7	57	-33	-9	-9	-15	5	16
Titres d'OPCVM monétaires	4	12	0	-17	-24	-23	-12	11
Titres de créance <sup>1)</sup>	11	3	-14	7	9	3	9	23
Actifs à long terme	240	119	286	282	246	268	220	100
Dépôts	47	-9	19	-8	8	11	17	10
Titres de créance	108	72	105	180	144	128	69	3
Crédits	-15	25	6	26	19	22	14	4
Actions cotées	21	-10	-57	13	16	16	11	7
Actions non cotées et autres participations	14	16	-15	1	4	5	12	-4
Parts d'OPCVM	64	25	229	70	56	86	98	81
Actifs nets résiduels (+)	2	13	24	20	2	-47	-48	-37
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	3	4	5	0	0	2	3	3
Crédits	-2	32	-2	11	17	13	8	7
Actions et autres participations	3	8	4	7	6	1	1	1
Provisions techniques d'assurance	247	121	234	273	217	180	139	103
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	224	119	230	249	197	168	132	103
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	22	1	4	24	21	12	7	-1
<b>= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</b>	<b>13</b>	<b>40</b>	<b>21</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>
<b>Compte des autres changements</b>								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	-9	-515	207	99	33	60	-122	-113
Autres actifs nets	-32	53	27	-13	-63	-44	-62	33
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	-21	-172	12	-10	-8	12	-43	-44
Provisions techniques d'assurance	28	-254	186	107	40	50	-31	41
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	16	-244	183	107	42	55	-30	40
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	12	-10	3	0	-2	-5	-2	0
<b>= Autres variations résultant de la valeur financière nette</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>37</b>	<b>-12</b>	<b>-62</b>	<b>-46</b>	<b>-110</b>	<b>-76</b>
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	318	393	340	326	319	319	350	361
Numéraire et dépôts	163	224	195	190	181	181	199	193
Titres d'OPCVM monétaires	91	101	93	77	75	75	81	87
Titres de créance <sup>1)</sup>	63	67	51	58	63	63	70	81
Actifs à long terme	5 470	5 080	5 650	6 015	6 069	6 100	5 993	5 974
Dépôts	594	599	617	611	624	624	624	617
Titres de créance	2 202	2 265	2 441	2 604	2 617	2 631	2 634	2 581
Crédits	410	433	437	463	462	467	464	467
Actions cotées	750	491	523	563	576	570	518	530
Actions non cotées et autres participations	348	321	301	293	292	290	290	283
Parts d'OPCVM	1 166	971	1 331	1 481	1 497	1 517	1 463	1 496
Actifs nets résiduels (+)	174	237	212	242	252	239	268	274
Passifs (-)								
Titres de créance	20	23	31	33	31	33	32	31
Crédits	244	281	273	293	297	300	308	297
Actions et autres participations	580	416	432	429	445	429	382	386
Provisions techniques d'assurance	5 290	5 156	5 576	5 957	6 013	6 035	6 039	6 100
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 481	4 356	4 769	5 126	5 168	5 196	5 203	5 269
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	809	800	807	831	844	839	836	830
<b>= Valeur financière nette</b>	<b>-173</b>	<b>-168</b>	<b>-110</b>	<b>-129</b>	<b>-146</b>	<b>-141</b>	<b>-150</b>	<b>-206</b>

Source : BCE

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



## MARCHÉS FINANCIERS

### 4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises (montants en milliards d'euros et taux de croissance sur la période ; données cvs ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

	Total en euros <sup>1)</sup>			Par les résidents de la zone euro									
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues				Données cvs <sup>2)</sup>		
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>												
2011 Février	16 464,2	866,8	100,3	14 279,2	813,9	92,1	16 039,9	920,2	98,7	4,1	48,5	4,1	
Mars	16 462,3	986,9	-1,6	14 270,1	919,9	-8,9	16 015,7	1 028,0	0,3	3,3	9,8	3,5	
Avril	16 483,1	889,7	21,4	14 317,0	850,3	47,5	16 041,6	934,9	50,9	3,2	25,0	3,3	
Mai	16 586,4	922,5	101,6	14 409,5	865,9	90,9	16 190,0	963,7	118,1	3,6	41,7	1,8	
Juin	16 619,1	851,8	32,7	14 433,6	799,9	24,0	16 207,5	896,8	24,6	3,8	50,7	3,2	
Juillet	16 589,3	852,6	-30,3	14 423,9	825,3	-10,4	16 221,0	907,2	-11,1	3,7	14,3	2,4	
Août	16 619,5	806,8	30,4	14 454,9	772,4	31,3	16 228,8	858,3	19,0	3,2	47,7	2,4	
Septembre	16 652,2	1 002,0	33,0	14 461,3	926,1	6,9	16 274,8	1 026,6	8,7	3,3	61,1	3,0	
Octobre	16 703,2	1 034,5	51,8	14 539,8	992,9	79,1	16 318,4	1 086,5	69,6	3,3	59,4	3,5	
Novembre	16 787,2	1 061,8	83,4	14 629,9	1 014,6	89,3	16 441,5	1 125,8	93,8	2,4	5,0	3,0	
Décembre	16 858,2	1 124,5	71,0	14 698,8	1 082,1	68,9	16 538,7	1 173,3	68,9	4,0	194,6	4,8	
2012 Janvier	.	.	.	14 794,5	1 117,0	98,7	16 617,7	1 249,2	91,2	4,0	77,2	5,6	
Février	.	.	.	14 930,9	1 042,1	141,5	16 752,6	1 159,7	159,1	4,3	104,6	6,3	
	<b>Long terme</b>												
2011 Février	15 018,9	284,2	105,7	12 911,6	253,2	95,5	14 468,2	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6	
Mars	15 029,3	313,5	10,9	12 928,6	277,4	17,4	14 461,2	311,7	14,9	4,2	20,4	5,1	
Avril	15 082,7	303,3	53,7	12 992,9	278,4	64,6	14 507,5	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8	
Mai	15 158,8	275,8	75,0	13 060,5	243,4	66,5	14 613,2	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4	
Juin	15 212,0	259,0	52,7	13 111,8	227,7	50,7	14 662,1	256,6	53,7	4,6	44,0	3,8	
Juillet	15 193,8	203,3	-20,4	13 100,8	192,1	-13,3	14 673,5	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7	
Août	15 188,6	121,6	-5,2	13 099,9	112,0	-1,0	14 653,5	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5	
Septembre	15 180,2	229,2	-7,7	13 087,7	189,8	-11,4	14 682,1	213,9	-4,1	4,0	42,7	2,8	
Octobre	15 253,9	278,3	75,6	13 167,2	250,9	81,4	14 728,1	268,0	69,8	4,0	73,9	3,2	
Novembre	15 325,5	210,8	71,4	13 248,7	191,6	81,0	14 841,3	212,2	87,6	3,2	4,8	3,0	
Décembre	15 382,7	236,9	56,1	13 318,9	227,7	69,2	14 939,5	245,3	72,6	4,1	142,5	4,4	
2012 Janvier	.	.	.	13 389,7	301,3	74,1	14 991,6	330,3	62,8	4,0	89,5	5,3	
Février	.	.	.	13 518,1	305,0	132,6	15 113,4	335,7	143,3	4,3	92,5	6,2	

### G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro (montants en milliards d'euros)



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

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

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

### 1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (Euro- système inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2010	15 872	5 246	3 291	850	5 932	554	1 007	625	80	69	205	29
2011	16 539	5 530	3 301	868	6 216	624	999	609	98	62	191	39
2011 T1	16 016	5 347	3 257	824	6 024	564	1 006	592	92	59	220	43
T2	16 208	5 363	3 249	832	6 167	597	932	551	86	60	192	43
T3	16 275	5 425	3 229	854	6 160	607	931	580	78	60	180	33
T4	16 539	5 530	3 301	868	6 216	624	1 129	714	136	70	172	36
2011 Novembre	16 441	5 457	3 265	870	6 229	621	1 126	730	107	63	181	45
Décembre	16 539	5 530	3 301	868	6 216	624	1 173	784	156	60	139	34
2012 Janvier	16 618	5 541	3 295	878	6 271	633	1 249	767	118	65	249	51
Février	16 753	5 606	3 296	883	6 314	654	1 160	742	81	65	218	54
	<b>Court terme</b>											
2010	1 540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1 599	702	110	77	634	77	747	511	47	53	107	29
2011 T1	1 554	618	114	71	700	52	701	462	41	49	118	30
T2	1 545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
T3	1 593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
T4	1 599	702	110	77	634	77	887	629	75	60	94	28
2011 Novembre	1 600	652	105	84	686	74	914	665	68	54	95	31
Décembre	1 599	702	110	77	634	77	928	679	89	52	78	29
2012 Janvier	1 626	709	109	80	649	79	919	626	67	53	139	34
Février	1 639	716	114	82	644	83	824	572	51	53	122	27
	<b>Long terme <sup>2)</sup></b>											
2010	14 332	4 674	3 168	783	5 207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14 939	4 827	3 191	791	5 583	547	252	98	50	9	84	10
2011 T1	14 461	4 729	3 143	752	5 325	512	306	130	50	10	102	13
T2	14 662	4 781	3 125	759	5 465	532	277	111	55	9	90	12
T3	14 682	4 812	3 116	770	5 448	535	183	67	36	7	66	7
T4	14 939	4 827	3 191	791	5 583	547	242	85	61	10	78	8
2011 Novembre	14 841	4 805	3 160	786	5 544	547	212	65	39	9	85	13
Décembre	14 939	4 827	3 191	791	5 583	547	245	106	67	8	61	4
2012 Janvier	14 992	4 832	3 186	797	5 622	554	330	141	51	12	110	17
Février	15 113	4 889	3 182	801	5 670	571	336	171	30	12	96	27
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2010	9 477	2 633	1 099	671	4 697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10 026	2 777	1 151	697	4 994	408	151	54	12	8	70	7
2011 T1	9 639	2 700	1 109	655	4 787	387	195	78	13	8	87	9
T2	9 862	2 743	1 141	666	4 912	401	173	62	20	8	74	8
T3	9 887	2 773	1 149	678	4 887	400	112	35	8	6	58	5
T4	10 026	2 777	1 151	697	4 994	408	123	41	7	9	61	5
2011 Novembre	9 970	2 765	1 144	692	4 962	407	117	29	7	9	64	8
Décembre	10 026	2 777	1 151	697	4 994	408	119	48	8	7	53	3
2012 Janvier	10 088	2 799	1 157	703	5 021	409	218	95	16	11	86	9
Février	10 208	2 845	1 163	707	5 076	417	240	106	18	11	88	16
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2010	4 384	1 761	1 964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4 409	1 781	1 886	91	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 T1	4 330	1 741	1 916	93	458	123	90	42	32	1	11	4
T2	4 299	1 765	1 838	89	477	129	84	42	23	1	13	4
T3	4 289	1 767	1 808	88	491	133	56	26	21	0	5	3
T4	4 409	1 781	1 886	91	513	139	106	36	51	1	15	3
2011 Novembre	4 358	1 762	1 860	90	507	138	81	28	28	1	19	5
Décembre	4 409	1 781	1 886	91	513	139	116	53	55	1	7	1
2012 Janvier	4 394	1 766	1 874	91	519	143	92	37	30	1	16	8
Février	4 398	1 775	1 861	91	520	151	81	56	11	0	5	10

Source : BCE

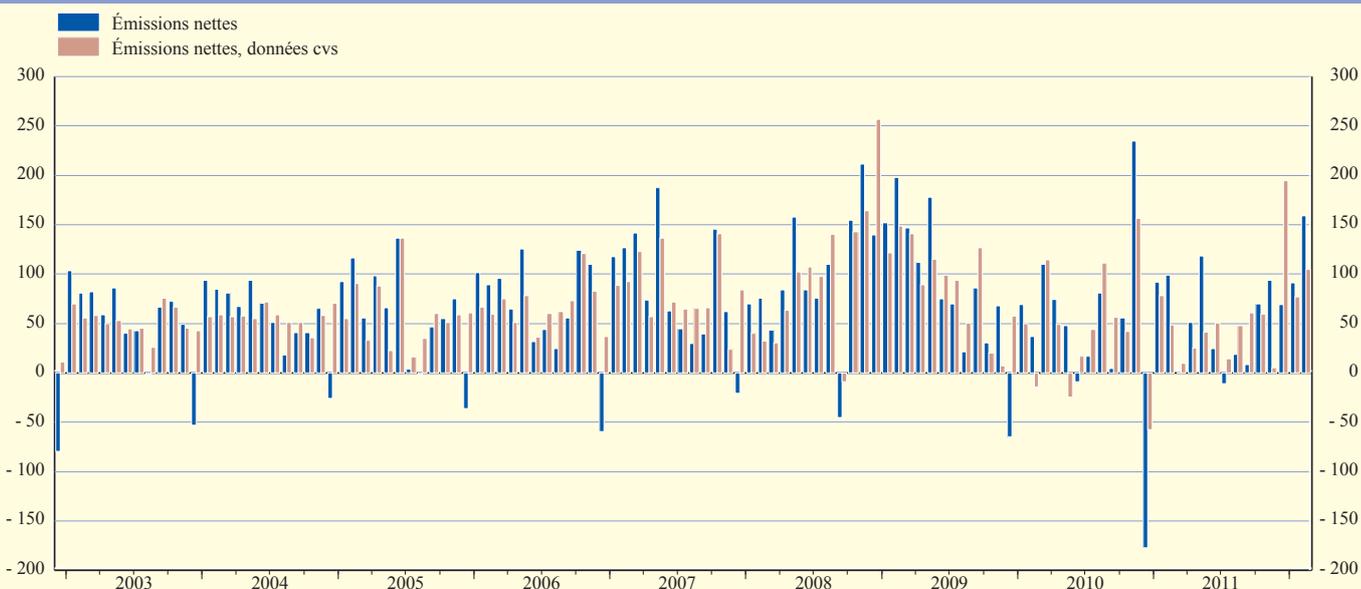
- 1) Les données mensuelles pour les émissions brutes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.
- 2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et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

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

2. Émissions nettes

	Données brutes <sup>1)</sup>						Données cvs <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2010	45,4	-1,2	4,7	5,0	31,6	5,3	45,3	-1,4	4,8	5,0	31,8	5,1
2011	52,8	22,7	-2,5	3,7	23,4	5,6	53,0	23,0	-2,3	3,8	23,1	5,3
2011 T1	63,7	43,0	-20,3	4,3	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,8	16,7	5,9
T2	64,5	5,0	-1,7	2,7	47,5	11,0	39,1	0,6	-6,9	-0,2	34,2	11,5
T3	5,5	12,8	-10,1	4,5	-3,8	2,0	41,0	20,4	5,2	6,2	5,6	3,7
T4	77,4	29,8	22,0	3,2	17,6	4,9	86,3	47,2	-3,6	6,4	36,1	0,3
2011 Novembre	93,8	29,0	1,9	6,5	45,1	11,1	5,0	21,5	-41,1	5,8	8,1	10,7
Décembre	68,9	58,3	30,9	-5,9	-15,6	1,3	194,6	110,0	18,2	5,3	65,2	-4,2
2012 Janvier	91,2	16,4	-0,9	10,8	55,5	9,4	77,2	-7,6	18,7	7,1	39,3	19,7
Février	159,1	74,4	10,5	7,4	44,9	22,0	104,6	41,1	19,4	5,2	16,2	22,6
<b>Long terme</b>												
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	1,9	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	48,3	12,0	-1,3	2,7	31,0	3,9	48,8	12,1	-1,1	2,8	31,1	3,9
2011 T1	58,1	27,4	-16,9	2,3	40,5	4,9	53,4	17,1	-1,9	2,5	31,2	4,6
T2	67,2	16,7	-5,1	2,4	46,7	6,5	35,7	5,6	-9,4	-0,6	35,1	5,0
T3	-8,8	3,1	-6,5	0,9	-6,9	0,6	32,3	10,9	7,3	2,2	9,1	2,7
T4	76,7	0,8	23,1	5,4	43,8	3,6	73,8	15,0	-0,4	7,0	48,9	3,2
2011 Novembre	87,6	3,2	5,8	6,8	63,4	8,4	4,8	7,6	-38,4	6,3	21,0	8,4
Décembre	72,6	9,5	26,2	1,1	36,6	-0,8	142,5	40,8	16,8	5,4	80,5	-0,9
2012 Janvier	62,8	8,8	-0,6	7,4	40,7	6,6	89,5	5,4	20,6	9,0	46,0	8,4
Février	143,3	64,7	5,6	5,8	49,6	17,7	92,5	39,6	9,3	4,6	20,2	18,9

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



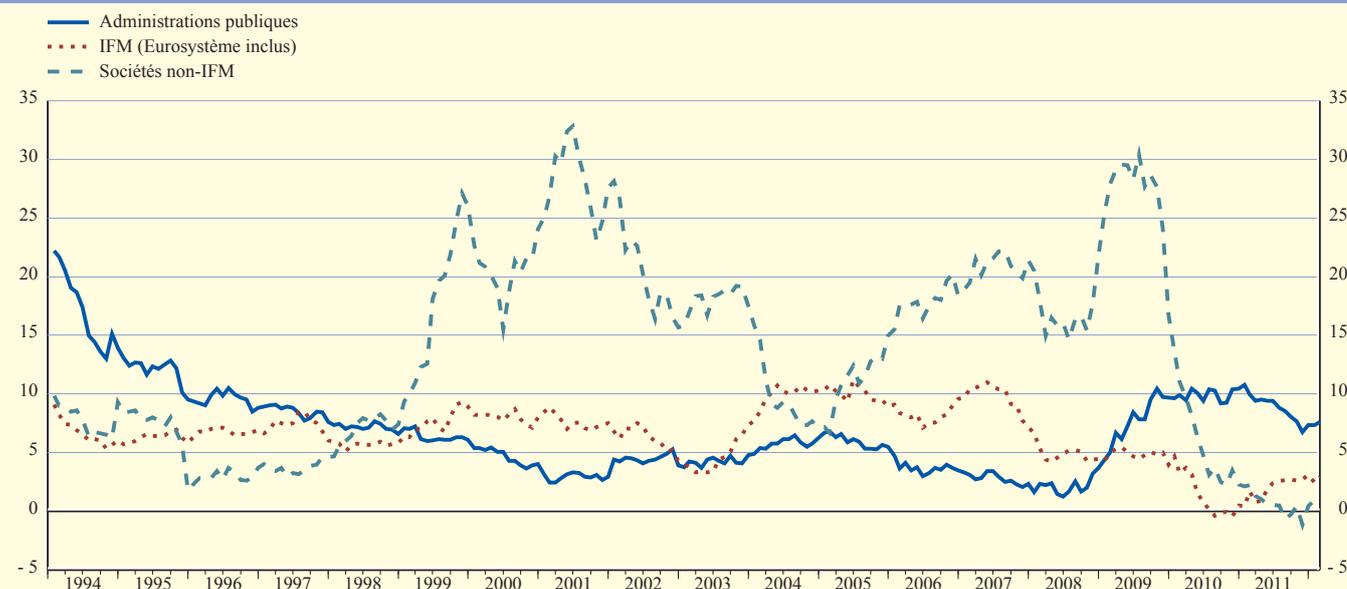
Source : BCE

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

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

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)						
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Total</b>													
2011	Février	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,1	6,4	9,4
	Mars	3,3	0,8	1,2	4,8	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
	Avril	3,2	0,4	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,8	2,5	5,3	12,3
	Mai	3,6	1,7	0,3	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,1	3,7	2,7	15,8
	Juin	3,8	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
	Juillet	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	16,0
	Août	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
	Septembre	3,3	2,3	-0,6	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,3	4,4	4,0	16,8
	Octobre	3,3	2,9	-0,2	4,7	4,7	12,8	3,5	2,9	0,4	7,1	4,2	12,9
	Novembre	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,4	-0,7	6,5	3,4	11,0
	Décembre	4,0	5,2	-0,9	5,4	4,7	12,1	4,8	7,7	0,3	9,3	4,1	4,0
2012	Janvier	4,0	4,3	-0,6	6,2	4,8	15,4	5,6	7,6	1,6	9,6	4,5	14,9
	Février	4,3	4,5	0,0	6,6	4,8	19,9	6,3	7,8	3,9	8,7	4,7	17,8
<b>Long terme</b>													
2011	Février	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,1	10,0	8,5
	Mars	4,2	0,8	0,2	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,0	5,6	11,0	9,4
	Avril	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,5	-1,6	4,0	10,0	8,7
	Mai	4,5	2,0	-0,6	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,9	3,1	7,9	11,0
	Juin	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,8	2,9	-2,1	1,5	7,8	11,9
	Juillet	4,4	2,6	-0,5	4,8	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
	Août	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
	Septembre	4,0	2,7	-1,1	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,4	1,3	5,0	9,3
	Octobre	4,0	2,6	-0,3	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,0	3,0	5,3	8,5
	Novembre	3,2	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,0	1,9	0,1	4,8	4,9	9,1
	Décembre	4,1	3,1	-0,5	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,3	7,4	6,5	6,9
2012	Janvier	4,0	2,4	-0,1	5,7	7,0	11,1	5,3	3,5	2,7	9,4	7,3	10,1
	Février	4,3	2,9	0,0	6,0	7,0	13,5	6,2	4,7	4,1	9,3	7,3	15,2

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



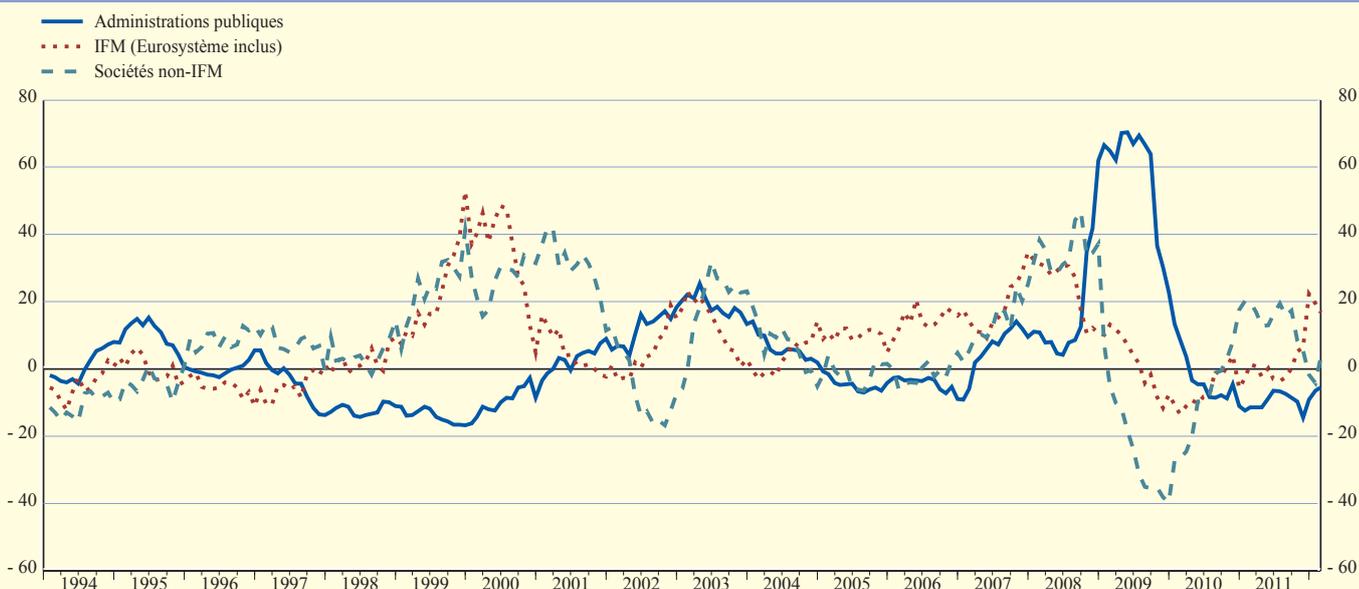
Source : BCE

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

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

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
Toutes devises confondues												
2010	8,8	5,7	6,4	19,6	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,6	-1,4	-5,3	-1,9	22,3	16,1
2011 T1	6,9	3,4	3,1	9,2	9,7	5,6	0,4	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
T2	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,1	-4,7	-1,5	23,5	18,4
T3	6,6	6,2	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,4	-7,7	-2,3	25,7	13,0
T4	5,6	5,7	2,7	4,5	6,1	8,1	-1,0	-0,5	-6,9	-2,5	21,0	13,9
2011 Septembre	6,1	6,4	4,7	4,3	6,4	8,3	-1,6	-1,2	-8,5	-3,7	28,3	13,4
Octobre	5,7	5,7	3,6	4,2	6,2	7,5	-0,6	-1,0	-6,3	-2,9	25,8	12,7
Novembre	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,8	0,0	-7,9	-2,3	14,6	15,1
Décembre	5,5	5,7	1,1	5,0	6,3	8,0	0,4	0,3	-4,4	-1,0	18,7	14,3
2012 Janvier	5,7	5,2	2,1	6,4	6,4	8,7	-0,1	-0,5	-4,5	-0,9	15,6	19,3
Février	6,1	5,6	3,1	6,5	6,7	10,1	0,2	0,4	-4,9	-0,8	15,3	24,4
En euros												
2010	9,1	5,6	7,4	19,9	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,4	-1,9	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,2	0,0	-5,9	-2,8	22,2	15,3
2011 T1	7,0	2,2	3,3	9,6	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,8	-1,7	19,1	21,0
T2	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,8	-2,6	23,5	18,1
T3	6,7	5,5	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
T4	5,7	5,5	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,6	0,9	-7,6	-3,5	20,8	12,3
2011 Septembre	6,2	5,7	4,6	4,8	6,6	8,4	-1,5	-0,1	-9,8	-4,6	28,3	11,4
Octobre	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	-0,1	0,5	-6,9	-3,9	25,6	11,0
Novembre	5,5	5,2	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,3	1,5	-8,4	-3,4	14,3	13,7
Décembre	5,7	5,7	0,8	5,0	6,5	8,6	0,6	1,8	-5,3	-2,1	18,4	13,1
2012 Janvier	6,0	5,5	2,6	6,1	6,6	10,0	0,7	1,5	-4,7	-2,2	15,3	18,2
Février	6,4	6,0	3,6	6,1	6,8	10,7	1,0	2,5	-5,1	-2,1	15,1	22,6

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



Source : BCE

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

#### 4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

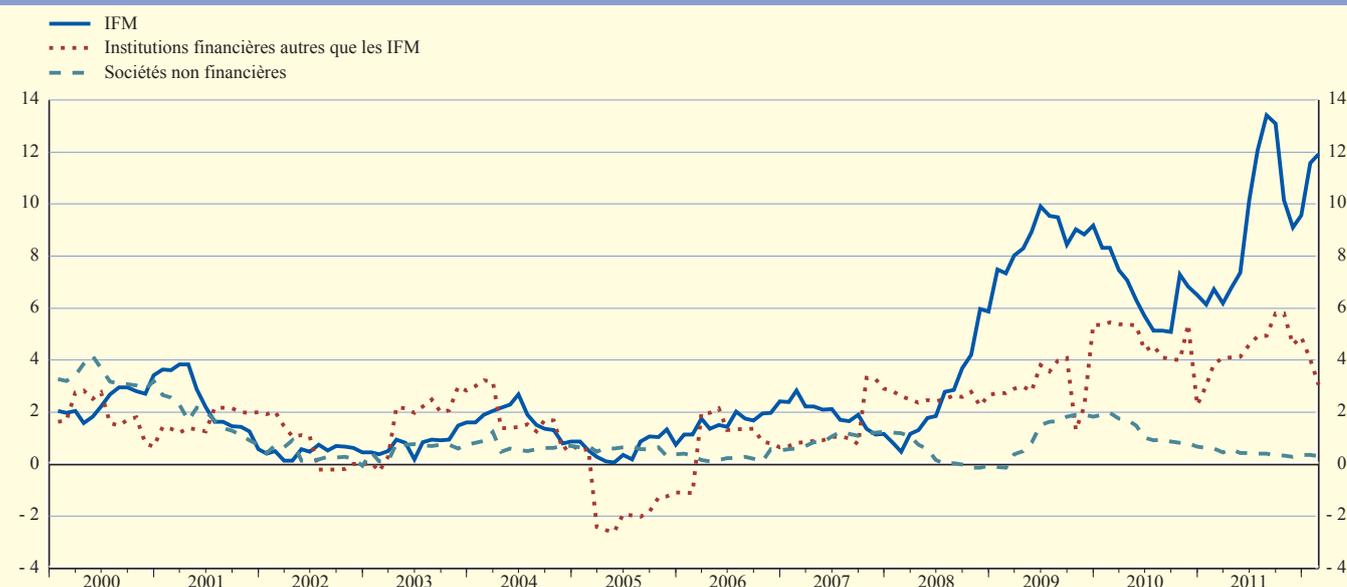
##### 1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Février	4 161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3 323,0	2,0
Mars	4 474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3 565,5	1,8
Avril	4 409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3 555,0	1,7
Mai	4 093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3 324,9	1,5
Juin	4 054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3 292,7	1,0
Juillet	4 256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3 398,3	0,9
Août	4 121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3 327,5	0,9
Septembre	4 345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3 531,6	0,9
Octobre	4 531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3 683,1	0,8
Novembre	4 413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3 658,9	0,8
Décembre	4 596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3 803,8	0,7
2011 Janvier	4 759,8	104,5	1,4	514,3	6,1	365,8	3,0	3 879,7	0,6
Février	4 845,8	104,7	1,5	535,0	6,7	378,9	3,9	3 931,9	0,6
Mars	4 767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3 912,5	0,5
Avril	4 891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4 022,8	0,6
Mai	4 777,5	105,0	1,4	475,9	7,4	356,2	4,1	3 945,4	0,4
Juin	4 722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3 880,5	0,4
Juillet	4 504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3 720,0	0,4
Août	3 975,3	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3 310,7	0,4
Septembre	3 749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3 134,2	0,3
Octobre	4 044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3 394,7	0,3
Novembre	3 893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3 291,3	0,3
Décembre	3 906,8	106,1	1,6	340,1	9,6	270,7	4,9	3 296,0	0,3
2012 Janvier	4 121,3	106,3	1,7	376,5	11,6	298,0	4,0	3 446,8	0,4
Février	4 290,7	106,4	1,6	399,0	11,9	311,3	3,1	3 580,3	0,3

#### G19 Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

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

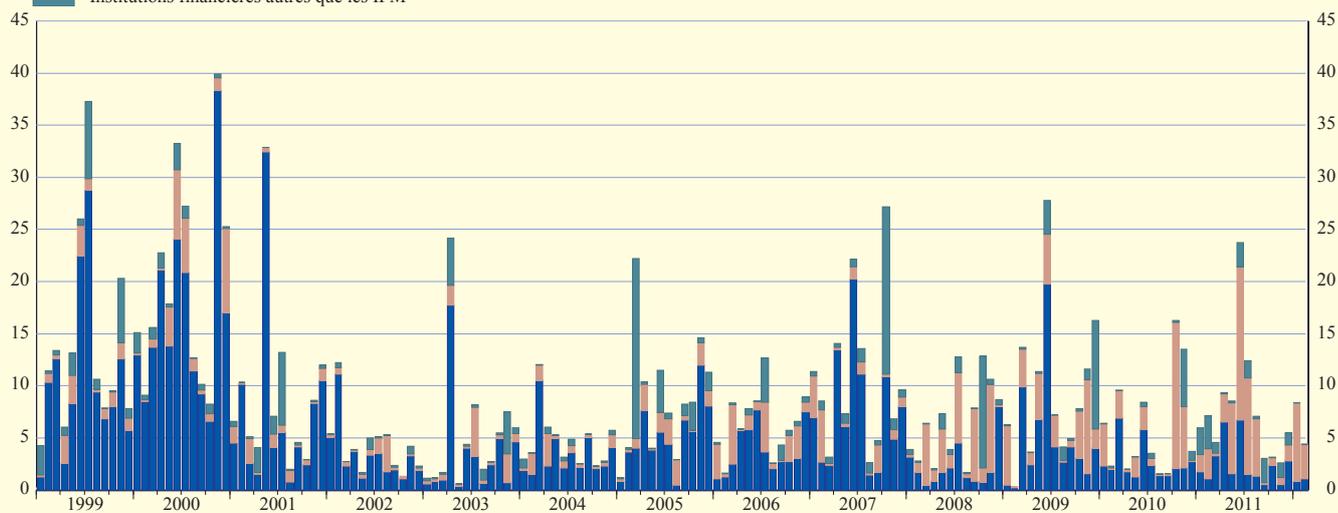
4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro  
(montants en milliards d'euros ; valeurs de marché)

2. Opérations durant le mois

	Total			IFM			Institutions financières autres que les IFM			Sociétés non financières		
	Émissions brutes 1	Remboursements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Remboursements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Remboursements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Remboursements 11	Émissions nettes 12
2010												
Février	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mars	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
Avril	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
Mai	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Juin	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Juillet	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
Août	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
Septembre	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Octobre	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Novembre	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Décembre	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011												
Janvier	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Février	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mars	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Avril	9,4	0,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,5	6,0
Mai	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
Juin	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Juillet	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
Août	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
Septembre	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Octobre	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Novembre	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0
Décembre	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012												
Janvier	8,3	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5
Février	4,4	2,3	2,1	3,3	0,0	3,3	0,0	0,2	-0,2	1,0	2,0	-1,0

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

- Sociétés non financières
- IFM
- Institutions financières autres que les IFM



Source : BCE

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

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

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

	Dépôts des ménages						Dépôts des sociétés non financières			Pensions	
	Dépôts à vue	Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)</sup>		Dépôts à vue	Dépôts à terme			
		≤ à 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	
2011 Mars	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
Avril	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
Mai	0,49	2,52	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
Juin	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
Juillet	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
Août	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
Septembre	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
Octobre	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
Novembre	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,66	1,46	2,61	2,85	1,62
Décembre	0,54	2,78	3,20	3,06	1,81	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 Janvier	0,53	2,94	3,48	3,15	1,83	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23
Février	0,52	2,90	3,37	3,15	1,83	1,96	0,60	1,22	2,96	3,01	1,06

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit <sup>3)</sup>	Prêts à la consommation				TAEG <sup>4)</sup>	Prêts au logement				TAEG <sup>4)</sup>	Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes		
			Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>		Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>		Par périodes de fixation initiale du taux		
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans			> à 10 ans	Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2011 Mars	8,04	16,88	5,43	6,22	7,82	7,32	3,00	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43	
Avril	8,12	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53	
Mai	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60	
Juin	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62	
Juillet	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60	
Août	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39	
Septembre	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	
Octobre	8,43	17,17	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
Novembre	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02	
Décembre	8,37	17,08	5,26	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	
2012 Janvier	8,46	17,06	5,61	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,89	4,76	3,93	
Février	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,62	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,87	4,71	4,04	

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

	Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts d'un montant ≤ à 250 000 euros par périodes de fixation initiale du taux						Autres prêts d'un montant > à 1 million d'euros par périodes de fixation initiale du taux					
		Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011 Mars	4,12	4,02	4,38	4,63	4,99	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
Avril	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
Mai	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
Juin	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
Juillet	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,87	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Août	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
Septembre	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
Octobre	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
Novembre	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,66	3,42	3,92	3,60	3,71
Décembre	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,58	4,27	3,02	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 Janvier	4,64	4,93	5,36	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
Février	4,59	4,86	5,25	4,71	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,31	3,92	3,77	3,64

Source : BCE

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

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

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

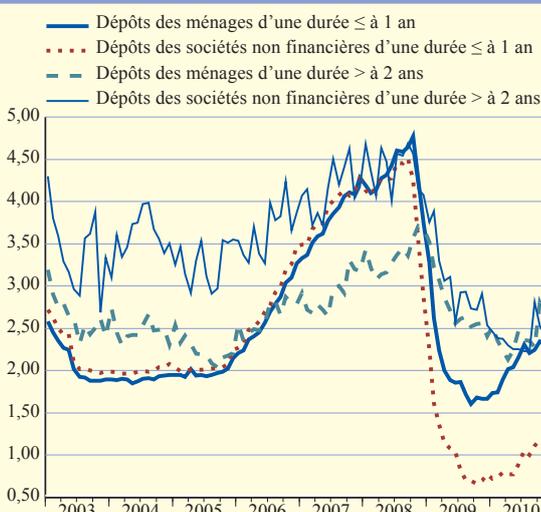
	Dépôts à vue <sup>2)</sup>	Dépôts des ménages				Dépôts des sociétés non financières				Pensions
		Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)3)</sup>		Dépôts à vue <sup>2)</sup>	Dépôts à terme			
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2011 Mars	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65	
Avril	0,46	2,41	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72	
Mai	0,49	2,45	2,74	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76	
Juin	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93	
Juillet	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94	
Août	0,54	2,59	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97	
Septembre	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07	
Octobre	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15	
Novembre	0,55	2,70	2,80	1,80	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24	
Décembre	0,54	2,73	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37	
2012 Janvier	0,53	2,76	2,78	1,83	1,96	0,61	2,09	3,16	2,46	
Février	0,52	2,79	2,80	1,83	1,96	0,60	2,08	3,20	2,62	

**5. Taux d'intérêt appliqués aux prêts (encours)**

	Prêts aux ménages						Prêts aux sociétés non financières		
	Prêts au logement d'une durée			Prêts à la consommation et autres prêts d'une durée			D'une durée		
	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Mars	3,71	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
Avril	3,81	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
Mai	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Juin	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Juillet	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Août	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Septembre	4,13	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,73
Octobre	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,86	3,74
Novembre	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
Décembre	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 Janvier	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,28	4,23	3,81	3,68
Février	4,04	3,69	3,86	8,10	6,42	5,28	4,18	3,78	3,67

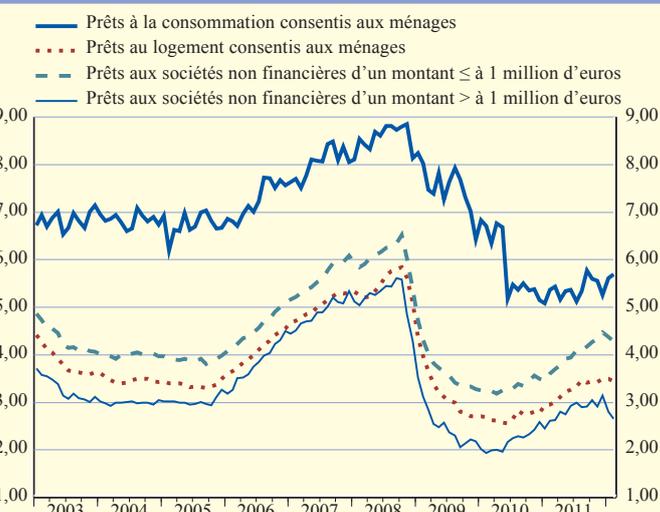
**G21 Nouveaux dépôts à terme**

(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



**G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an**

(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



Source : BCE

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

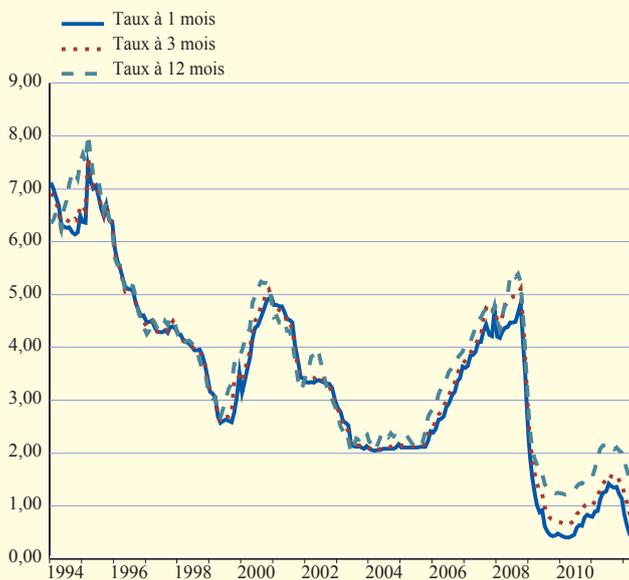
## 4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1), 2)</sup>					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5	Dépôts à 3 mois (Libor) 6	Dépôts à 3 mois (Libor) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2011 T1	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
T2	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
T3	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
T4	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2012 T1	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
2011 Avril	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
Mai	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Juin	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Juillet	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Août	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Septembre	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Octobre	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Novembre	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Décembre	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Janvier	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
Février	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
Mars	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20
Avril	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20

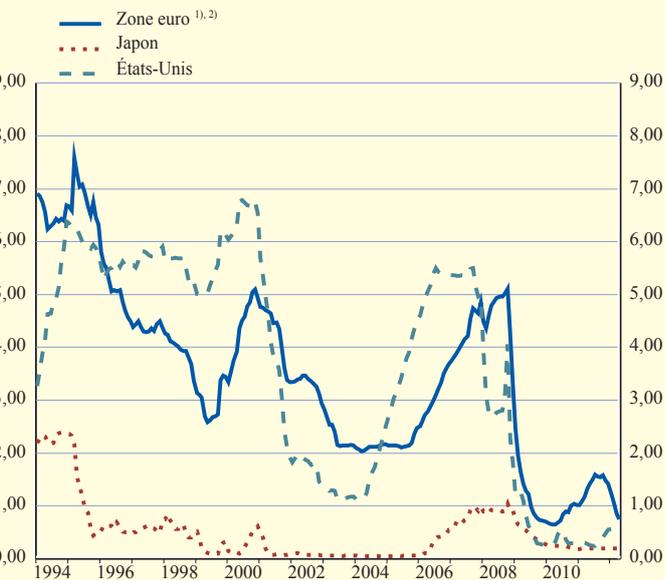
### G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro <sup>1), 2)</sup>

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



### G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE

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

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

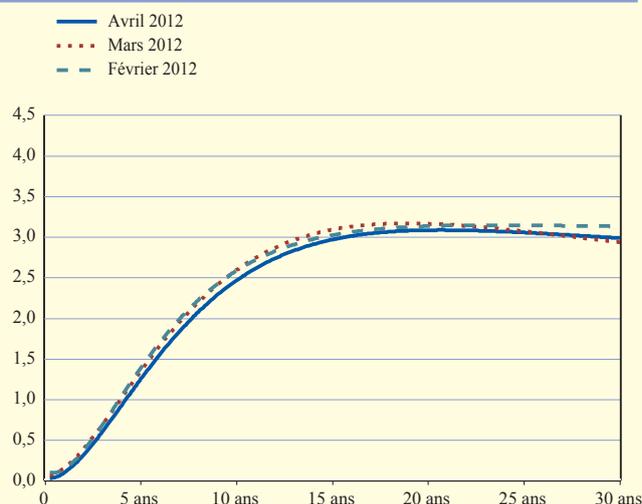
#### 4.7 Courbes des taux de la zone euro <sup>1)</sup>

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

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 T2	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
T3	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
T4	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 T1	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2011 Avril	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
Mai	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Juin	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Juillet	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
Août	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
Septembre	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Octobre	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
Novembre	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Décembre	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Janvier	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
Février	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
Mars	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
Avril	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10

#### G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro <sup>2)</sup>

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)



#### G26 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro <sup>2)</sup>

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



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

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

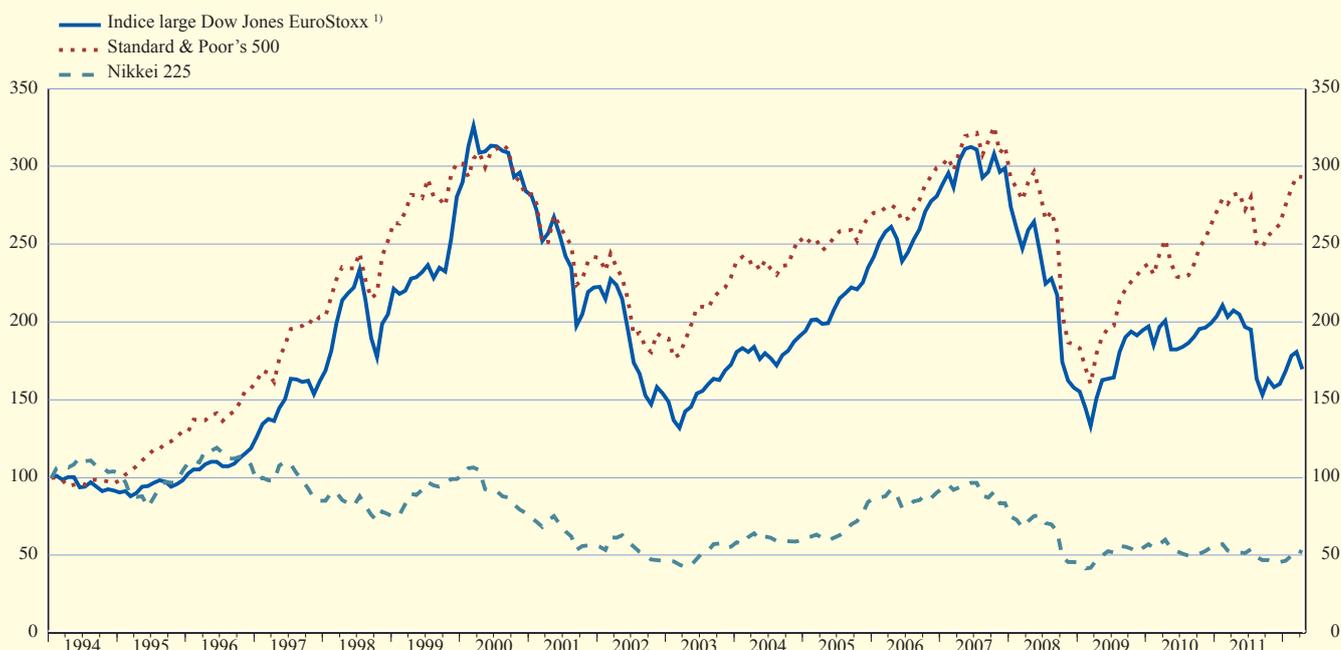
## 4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx <sup>1)</sup>												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2009	234,2	2 521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9 321,6
2010	265,5	2 779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1 140,0	10 006,5
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2011 T1	285,5	2 932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1 302,5	10 285,3
T2	281,2	2 862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1 318,3	9 609,4
T3	236,0	2 381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1 225,3	9 246,3
T4	222,4	2 277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1 225,7	8 580,6
2012 T1	243,7	2 473,6	499,1	150,3	372,3	324,6	129,7	333,3	221,7	253,7	300,6	480,6	1 348,8	9 295,3
2011 Avril	287,5	2 947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1 331,5	9 644,6
Mai	284,0	2 885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1 338,3	9 650,8
Juin	272,9	2 766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1 287,3	9 541,5
Juillet	270,5	2 743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1 325,2	9 996,7
Août	226,9	2 297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1 185,3	9 072,9
Septembre	212,6	2 124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1 173,9	8 695,4
Octobre	226,1	2 312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1 207,2	8 733,6
Novembre	219,2	2 239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1 226,4	8 506,1
Décembre	222,2	2 283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1 243,3	8 506,0
2012 Janvier	233,4	2 382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1 300,6	8 616,7
Février	247,2	2 508,2	507,2	152,1	377,3	327,0	134,4	336,3	223,9	254,6	300,1	477,6	1 352,5	9 242,3
Mars	250,7	2 532,2	512,9	152,0	388,0	329,5	134,6	344,6	234,3	257,7	296,7	490,5	1 389,2	9 962,3
Avril	235,0	2 340,8	497,6	145,9	380,9	301,1	116,8	327,8	221,2	237,7	275,2	488,5	1 386,4	9 627,4

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

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE

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



# PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

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

### 1. Indice des prix à la consommation harmonisé <sup>1)</sup>

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés <sup>2)</sup>	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2011 T1	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,5	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3
T2	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,3	0,3	2,8	0,6	2,6	3,6
T3	112,9	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
T4	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,1	1,0	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2012 T1	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,2	4,1	0,5	2,6	3,4
2011 Novembre	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5
Décembre	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5
2012 Janvier	113,4	2,7	1,9	3,2	1,9	0,4	0,2	-0,2	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5
Février	114,0	2,7	1,9	3,4	1,8	0,3	0,3	0,8	0,1	1,1	0,1	2,6	3,4
Mars	115,5	2,7	1,9	3,3	1,8	0,3	0,3	0,2	0,2	1,6	0,1	2,6	3,3
Avril <sup>3)</sup>		2,6											

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2012	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2011 T1	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
T2	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
T3	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,3	2,1
T4	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2012 T1	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
2011 Octobre	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
Novembre	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,1	2,2
Décembre	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3
2012 Janvier	3,1	4,1	1,6	3,2	0,9	9,2	1,8	1,5	2,8	-2,4	2,1	2,6
Février	3,3	4,1	2,2	3,4	1,0	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4
Mars	3,3	3,9	2,2	3,4	1,4	8,5	1,7	1,4	3,1	-2,8	2,0	2,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Ces statistiques empiriques ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>)
- 3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie

## 5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier résidentiel

	Prix à la production hors construction										Construction <sup>1)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>2)</sup>
	Total (indice : 2005 = 100)	Total	Secteur manufacturier	Industrie hors construction et énergie						Énergie		
				Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation					
							Total	Biens de consommation durables	Biens de consommation non durables			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
% du total en 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,3	1,0
2010 T4	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9
2011 T1	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
T2	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
T3	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,3	1,0
T4	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,3	2,9	-0,2
2011 Septembre	119,0	5,8	5,3	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-
Octobre	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,6	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-
Novembre	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,3	-	-
Décembre	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,4	3,1	2,3	3,3	9,4	-	-
2012 Janvier	120,1	3,8	3,2	1,9	1,6	1,2	3,0	2,3	3,1	9,2	-	-
Février	120,8	3,6	3,0	1,6	1,0	1,1	2,8	2,4	2,9	9,3	-	-

### 3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole <sup>3)</sup> (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Total (indice cvs) : 2005 = 100	Total	Déflateur du PIB				Exportations <sup>6)</sup>	Importations <sup>6)</sup>
		Pondération fondée sur les importations <sup>4)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>5)</sup>					Demande intérieure					
		Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe		
		1	2	3	4	5	6			7	8	9	10		
% du total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	2,0	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,0	-0,4	-3,4	-6,0
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,9	1,0	2,8	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,3	1,3	2,2	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9
2011 T1	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,2	2,2	2,5	0,7	2,3	5,1	7,9
T2	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,1	2,5	0,8	1,9	3,7	5,7
T3	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,4	0,9	1,9	3,2	5,3
T4	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,7	1,4	2,1	2,4	1,3	1,8	2,7	4,5
2012 T1	90,1	-5,8	-7,8	-4,9	-4,9	-4,0	-5,6								
2011 Novembre	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5								
Décembre	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0								
2012 Janvier	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8								
Février	89,7	-7,5	-10,5	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5								
Mars	94,2	-5,4	-8,6	-3,8	-4,0	-3,3	-4,6								
Avril	91,4	-3,9	-5,6	-3,1	-2,5	0,1	-4,5								

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> 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> 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									Arts, spectacles et autres activités de services
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup></b>												
2010	109,2	-0,8	-1,3	-6,0	1,2	-2,0	-1,3	0,1	2,7	1,8	1,1	1,5
2011	110,2	0,9	-1,7	-0,2	0,3	0,6	3,0	1,6	3,8	3,3	0,9	1,4
2011 T1	109,6	0,0	0,2	-2,4	0,5	-1,2	1,8	2,5	4,6	3,3	0,8	0,8
T2	110,2	1,1	-1,8	-0,4	1,7	0,4	3,3	3,3	4,0	3,5	0,8	1,9
T3	110,1	1,2	-2,3	-0,2	0,6	1,8	3,5	0,5	2,0	2,9	1,0	1,5
T4	110,7	1,3	-2,8	1,6	-1,6	1,4	3,1	0,1	4,8	3,4	0,8	1,6
<b>Rémunération par tête</b>												
2010	111,5	1,6	1,5	3,7	0,8	1,3	2,4	2,2	3,5	1,5	0,8	1,1
2011	114,0	2,3	2,5	3,5	3,2	2,0	2,1	2,2	2,1	3,0	1,4	1,5
2011 T1	113,3	2,2	3,6	4,0	3,8	1,7	1,8	1,8	2,2	2,9	1,0	0,7
T2	113,9	2,3	2,1	4,4	2,7	1,6	1,9	3,2	2,4	3,0	1,3	1,4
T3	114,2	2,3	2,4	3,4	2,9	2,3	2,4	2,5	1,8	2,9	1,5	1,6
T4	114,7	2,2	2,0	2,2	3,5	2,2	2,3	1,5	2,0	3,2	1,7	2,5
<b>Productivité par personne employée <sup>2)</sup></b>												
2010	102,1	2,4	2,8	10,3	-0,4	3,3	3,7	2,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,7	2,9	1,3	-0,8	0,6	-1,7	-0,3	0,5	0,1
2011 T1	103,4	2,2	3,4	6,5	3,2	3,0	0,1	-0,7	-2,3	-0,4	0,1	-0,1
T2	103,3	1,3	4,0	4,7	1,0	1,2	-1,3	-0,2	-1,5	-0,5	0,5	-0,5
T3	103,7	1,1	4,8	3,6	2,3	0,4	-1,0	2,0	-0,2	0,0	0,5	0,0
T4	103,6	0,9	5,0	0,6	5,2	0,7	-0,8	1,4	-2,6	-0,2	0,9	0,9
<b>Rémunération par heure travaillée</b>												
2010	113,3	1,1	0,1	1,2	1,3	1,1	2,0	1,8	2,5	0,6	0,8	1,3
2011	115,6	2,1	0,3	2,5	3,2	2,0	2,4	1,8	2,4	2,4	1,4	1,8
2011 T1	114,6	1,6	-1,1	1,6	2,7	2,0	1,9	1,6	1,5	2,1	1,0	1,1
T2	115,8	2,5	1,4	3,7	3,4	2,1	3,1	3,0	3,6	2,8	1,6	2,1
T3	115,6	2,2	0,4	2,8	3,0	2,0	2,1	1,9	1,4	2,3	1,7	1,9
T4	116,5	1,9	0,5	1,9	3,8	1,9	2,4	0,8	2,9	2,3	1,3	2,2
<b>Productivité horaire du travail <sup>2)</sup></b>												
2010	104,1	1,9	2,8	7,7	-0,3	2,9	3,4	1,6	-0,2	-1,1	-0,3	-0,2
2011	105,4	1,2	3,5	3,0	2,7	1,4	-0,6	0,2	-1,2	-0,7	0,5	0,4
2011 T1	105,1	1,8	0,4	4,5	2,2	3,4	0,2	-1,1	-2,3	-0,8	0,1	0,4
T2	105,5	1,6	4,3	4,4	1,6	1,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,5	0,7	0,3
T3	105,5	1,0	4,9	3,3	2,1	0,3	-1,4	1,4	-0,7	-0,5	0,6	0,0
T4	105,6	0,7	4,5	0,4	5,2	0,5	-0,7	0,9	-1,6	-0,8	0,5	0,7

**5. Indices de coûts de main-d'œuvre <sup>3)</sup>**

	Total (indice (cvs) : 2008 = 100)	Total	Par composante		Par activités économiques			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>4)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7
2011	107,2	2,8	2,6	3,5	3,2	2,4	2,6	2,0
2011 T1	106,1	2,5	2,2	3,4	2,4	1,9	2,5	2,0
T2	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,6	2,9	1,9
T3	107,3	2,6	2,5	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1
T4	108,1	2,8	2,6	3,5	3,3	2,6	2,6	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, administration publique, enseignement, santé et services non classés ailleurs. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.

 4) Données empiriques (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails)

## 5.2 Production et demande

### 1. PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB								
	Total	Demande intérieure					Solde extérieur <sup>1)</sup>		
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>									
2008	9 244,2	9 158,9	5 207,1	1 898,9	1 989,7	63,2	85,3	3 882,1	3 796,8
2009	8 922,9	8 804,8	5 126,5	1 986,5	1 741,4	-49,7	118,0	3 273,6	3 155,6
2010	9 158,0	9 043,8	5 262,2	2 013,5	1 749,7	18,4	114,2	3 746,1	3 631,9
2011	9 414,3	9 281,5	5 403,1	2 030,9	1 807,2	40,3	132,8	4 121,4	3 988,6
2010 T4	2 310,2	2 282,0	1 334,3	504,3	439,4	3,9	28,2	978,9	950,7
2011 T1	2 338,3	2 316,2	1 343,2	506,8	450,6	15,6	22,0	1 008,5	986,5
T2	2 350,9	2 322,7	1 346,1	507,9	452,2	16,6	28,2	1 023,8	995,6
T3	2 361,8	2 323,2	1 354,4	507,7	452,1	9,0	38,6	1 044,5	1 005,9
T4	2 359,3	2 315,6	1 357,6	508,4	451,1	-1,5	43,6	1 041,8	998,1
<i>en pourcentage du PIB</i>									
2011	100,0	98,6	57,4	21,6	19,2	0,4	1,4	-	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>									
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>									
2010 T4	0,3	0,3	0,4	0,1	-0,5	-	-	1,5	1,5
2011 T1	0,7	0,4	0,0	0,0	1,6	-	-	1,3	0,7
T2	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-	-	1,2	0,4
T3	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-	-	1,4	0,7
T4	-0,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-	-	-0,4	-1,4
<i>variations annuelles en pourcentage</i>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,8	-1,2	2,5	-12,1	-	-	-12,7	-11,7
2010	1,9	1,2	0,9	0,5	-0,5	-	-	11,2	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	0,0	1,3	-	-	6,2	3,8
2010 T4	2,1	1,7	1,2	-0,2	1,1	-	-	11,8	11,1
2011 T1	2,4	1,6	0,9	0,3	3,2	-	-	9,9	8,1
T2	1,6	0,7	0,3	0,1	1,1	-	-	6,4	4,2
T3	1,3	0,4	0,2	-0,1	0,8	-	-	5,6	3,3
T4	0,7	-0,6	-0,7	-0,4	0,8	-	-	3,6	0,4
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2010 T4	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	-	-
2011 T1	0,7	0,4	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	-	-
T2	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	-	-
T3	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	-	-
T4	-0,3	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,8	-0,7	0,5	-2,6	-1,0	-0,6	-	-
2010	1,9	1,2	0,5	0,1	-0,1	0,7	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	0,0	0,2	0,1	1,0	-	-
2010 T4	2,1	1,6	0,7	0,0	0,2	0,8	0,5	-	-
2011 T1	2,4	1,6	0,5	0,1	0,6	0,4	0,8	-	-
T2	1,6	0,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,9	-	-
T3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	1,0	-	-
T4	0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	-0,3	1,3	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

- 1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Elles ne sont pas entièrement compatibles avec la section 3.1, le tableau 1 de la section 7.1, le tableau 3 de la section 7.2 ou les tableaux 1 ou 3 de la section 7.5.
- 2) Incluant les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur

## 5.2 Production et demande

 2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique  
(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>												
2008	8 298,9	141,9	1 652,6	561,5	1 597,8	356,5	385,3	930,7	859,8	1 520,8	291,9	945,3
2009	8 029,5	125,8	1 466,1	536,4	1 517,0	359,6	428,0	905,0	810,2	1 582,0	299,4	893,4
2010	8 218,5	137,1	1 553,3	512,3	1 561,9	357,6	439,3	921,9	823,3	1 609,3	302,3	939,5
2011	8 443,3	144,3	1 636,0	518,2	1 614,7	354,9	437,4	957,0	845,6	1 628,0	307,3	970,9
2010 T4	2 072,9	35,1	396,6	126,8	395,4	89,0	109,4	234,1	208,1	402,2	76,0	237,3
2011 T1	2 096,6	36,7	404,4	129,9	401,7	88,7	108,3	235,6	209,3	405,6	76,4	241,7
T2	2 106,5	36,8	407,6	129,1	403,4	88,6	108,6	238,7	210,8	406,9	76,0	244,4
T3	2 118,2	35,5	413,3	128,8	404,2	88,9	110,2	240,7	212,0	407,5	77,0	243,6
T4	2 118,0	35,3	408,4	130,1	404,5	88,6	110,2	242,1	213,2	407,9	77,8	241,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2011	100,0	1,7	19,4	6,1	19,1	4,2	5,2	11,3	10,0	19,3	3,6	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>												
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>												
2010 T4	0,4	0,6	1,5	-1,5	0,4	0,9	-0,2	0,4	0,3	-0,1	0,0	-0,1
2011 T1	0,7	1,7	1,4	0,9	1,0	-0,9	1,2	-0,2	0,9	0,3	-0,2	1,0
T2	0,2	0,2	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	0,1	-0,8	0,1
T3	0,2	-0,4	0,3	-0,7	0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,2	0,8	-0,4
T4	-0,2	0,2	-1,7	0,3	-0,1	0,9	-0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	-1,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2008	0,6	1,8	-2,3	-1,1	1,1	2,8	1,2	1,2	1,6	1,9	1,7	-1,3
2009	-4,3	-0,5	-13,4	-6,8	-5,5	1,7	3,9	0,4	-6,7	1,3	0,7	-4,4
2010	2,0	1,8	6,9	-4,2	2,6	2,6	1,0	0,3	1,7	0,8	0,4	0,7
2011	1,5	1,6	3,6	-1,0	1,9	0,7	0,4	0,9	2,3	0,6	-0,2	1,3
2010 T4	2,2	1,7	7,4	-3,1	3,0	2,7	-0,2	0,7	2,4	0,2	0,0	1,1
2011 T1	2,3	0,7	6,2	-0,2	3,3	1,1	-0,9	0,9	2,8	0,5	0,2	3,5
T2	1,6	1,6	4,6	-2,0	2,3	0,7	-0,5	1,0	2,7	0,5	-0,9	1,5
T3	1,4	2,2	3,8	-1,8	1,3	0,7	1,9	0,8	2,1	0,5	-0,1	0,6
T4	0,8	1,7	0,6	0,0	0,8	0,6	1,4	0,9	1,8	0,8	0,1	-0,3
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2010 T4	0,4	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 T1	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
T2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T4	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2010 T4	2,2	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2011 T1	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
T2	1,6	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
T3	1,4	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
T4	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

## 5.2 Production et demande

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 3. Production industrielle

	Total		Industrie hors construction								Énergie	Construction
	Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Secteur manufacturier	Total	Industrie hors construction et énergie					Énergie			
				Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consommation					
							Total	Biens de consommation durables		Biens de consommation non durables		
% du total en 2005	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	-13,7	90,5	-14,9	-16,0	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,5	-7,8
2010	4,1	97,1	7,3	7,7	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-8,0
2011	2,5	100,5	3,5	4,7	4,7	4,3	8,9	0,5	0,5	0,6	-4,8	-0,9
2011 T1	4,5	100,6	6,5	8,1	8,1	9,1	13,2	0,9	2,5	0,7	-2,3	-2,4
T2	2,2	100,7	4,1	5,3	5,3	4,4	9,4	1,7	1,2	1,7	-5,3	-4,8
T3	3,5	101,5	3,9	4,7	4,8	3,8	9,7	0,6	1,8	0,4	-3,2	1,9
T4	0,0	99,4	-0,2	1,1	1,1	0,0	4,0	-0,9	-3,3	-0,6	-8,2	2,1
2011 Septembre	1,9	100,1	2,1	2,7	2,8	2,1	5,9	0,1	-1,0	0,2	-3,3	1,0
Octobre	0,3	100,0	0,9	1,8	1,7	0,2	4,9	0,0	-3,2	0,6	-5,0	-1,8
Novembre	0,3	99,6	0,0	0,9	1,0	-0,3	4,7	-2,0	-3,4	-1,8	-6,4	1,4
Décembre	0,1	98,7	-1,6	0,4	0,5	0,1	2,3	-0,8	-3,3	-0,6	-12,4	10,1
2012 Janvier	-1,8	98,6	-1,7	-0,7	-0,7	-1,6	1,7	-2,4	-3,0	-2,3	-7,0	-2,6
Février	-3,1	99,0	-1,9	-2,6	-2,6	-4,3	0,9	-5,2	-6,1	-4,9	3,0	-12,6
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>												
2011 Septembre	-2,2	-	-2,5	-2,5	-2,8	-2,0	-3,6	-1,7	-3,9	-1,3	-1,9	-1,7
Octobre	-0,2	-	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,8	0,4	-1,2	0,4	-0,9	-1,0
Novembre	0,1	-	-0,4	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-1,5	0,0	-1,6	0,0	1,9
Décembre	-0,9	-	-0,9	-0,6	-0,5	-1,0	-1,0	0,1	0,0	0,0	-2,3	-2,1
2012 Janvier	0,0	-	0,0	-0,1	-0,3	0,7	-0,4	-0,8	0,5	-0,8	0,7	-0,5
Février	-0,6	-	0,4	-0,7	-0,7	-1,3	0,7	-1,6	-2,1	-1,5	6,9	-7,0

### 4. Entrées de commandes et chiffre d'affaires dans l'industrie, ventes au détail et nouvelles immatriculations de voitures particulières

	Entrées de commandes dans l'industrie		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants								Nouvelles immatriculations de voitures particulières	
	Industrie manufacturière <sup>1)</sup> (à prix courants)		Industrie manufacturière (à prix courants)		Prix courants	Prix constants							Total (cvs) ; milliers <sup>2)</sup>	Total
	Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total	Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total	Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires			Carburants			
								Textile, habillement, chaussures	Biens d'équipement des ménages					
% du total en 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	925	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,6	838	-1,1
2011 T2	114,3	11,7	114,6	9,6	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,8	-1,2	-3,8	826	-1,8
T2	110,8	5,4	115,7	8,8	1,8	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	-0,1	-4,6	824	2,9
T3	108,6	-0,6	114,5	4,0	1,0	100,1	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,3	835	-1,7
2012 T1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	769	-11,4
2011 Octobre	108,3	0,9	113,9	4,7	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-0,9	-4,3	-0,4	-4,8	822	-0,6
Novembre	106,9	-2,3	114,7	3,9	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,1	-1,3	-4,5	827	-3,3
Décembre	110,7	-0,3	114,7	3,4	0,2	99,2	-1,7	-2,9	-0,7	-3,8	0,6	-3,7	856	-1,1
2012 Janvier	107,5	-4,3	114,7	1,2	1,0	100,3	-1,1	-1,7	-0,5	0,1	-2,5	-3,4	752	-13,3
Février	106,7	-5,7	115,2	0,3	0,1	100,3	-2,0	-0,8	-1,6	-	-	-	759	-14,8
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	796	-7,2
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>														
2011 Novembre	-	-1,3	-	0,7	-	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,9	-0,9	-0,3	-	0,6
Décembre	-	3,5	-	0,0	-1,0	-	-1,2	-1,4	-0,9	-0,1	1,2	-1,2	-	3,5
2012 Janvier	-	-2,8	-	0,0	1,1	-	1,1	0,9	1,0	1,1	-1,3	1,7	-	-12,2
Février	-	-0,8	-	0,4	0,1	-	0,0	0,8	0,1	-	-	-	-	1,0
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,9

Sources : Eurostat sauf les colonnes 13 et 14 du tableau 4 de la section 5.2 (qui comprennent les calculs de la BCE à partir de données de l'ACEA – Association des constructeurs européens d'automobiles)

1) Y compris les industries manufacturières travaillant essentiellement à partir de commandes, qui représentaient 61,2 % du total de l'industrie manufacturière en 2005.

2) Les chiffres annuels et trimestriels correspondent à la moyenne des données mensuelles pour la période de référence.

## 5.2 Production et demande

 (soldes d'opinions <sup>1)</sup>, sauf indication contraire ; données cvs)

## 5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique <sup>2)</sup> (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier				Taux d'utilisation des capacités de production <sup>3)</sup> (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs				
		Indicateur de confiance des chefs d'entreprise					Total <sup>4)</sup>	Situation financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois
		Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 T1	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
2011 T2	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
2011 T3	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
2011 T4	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,7	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 T1	94,1	-6,6	-15,8	6,1	2,1	79,7	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
2011 Novembre	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2
2011 Décembre	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 Janvier	93,4	-7,0	-16,4	6,5	1,9	79,8	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6
2012 Février	94,5	-5,7	-14,2	5,9	3,0	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7
2012 Mars	94,5	-7,1	-16,8	6,0	1,5	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3
2012 Avril	92,8	-9,0	-19,4	6,1	-1,5	79,6	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail			Indicateur de confiance dans le secteur des services				
	Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 T1	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
2011 T2	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
2011 T3	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
2011 T4	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 T1	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
2011 Novembre	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
2011 Décembre	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,6	3,3
2012 Janvier	-28,1	-33,2	-22,9	-15,5	-18,3	16,3	-11,9	-0,7	-7,3	0,6	4,7
2012 Février	-24,6	-31,4	-17,9	-14,0	-14,3	16,8	-11,0	-0,9	-6,9	-1,3	5,4
2012 Mars	-26,7	-30,6	-22,8	-12,0	-11,6	15,5	-8,9	-0,3	-5,5	-0,6	5,2
2012 Avril	-27,4	-30,7	-24,1	-11,4	-12,2	12,9	-9,0	-2,4	-8,2	-2,2	3,1

Source : Commission européenne (DG Affaires économiques et financières)

- Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives
- L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans les secteurs des services, de la construction et du commerce de détail ; l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.

## 5.3 Marché du travail <sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

### 1. Emploi

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personnes employées</b>													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2011	146 684	125 631	21 053	4 951	23 066	9 901	35 996	4 022	4 127	1 322	18 088	34 487	10 724
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2011	100,0	85,6	14,4	3,4	15,7	6,8	24,5	2,7	2,8	0,9	12,3	23,5	7,3
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,7	-0,7	0,1	-2,8	-2,5	1,4	1,0
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,1	-3,8	-0,7	-1,1	-1,0	-0,4	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,0	-2,6	-0,1	-3,8	0,6	1,6	-0,2	2,6	2,6	0,1	-0,2
2011 T1	0,2	0,4	-0,7	-2,6	-0,3	-3,3	0,3	1,1	-0,2	3,3	3,2	0,4	0,3
T2	0,4	0,5	-0,7	-2,2	-0,2	-3,0	1,0	2,0	-0,4	2,6	3,2	0,0	-0,4
T3	0,2	0,4	-1,1	-2,5	0,2	-4,0	0,9	1,7	-0,1	1,0	2,1	0,1	-0,1
T4	-0,2	0,0	-1,3	-3,1	0,0	-4,9	0,1	1,5	0,0	3,6	2,0	-0,1	-0,7
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2011 T1	0,0	0,0	0,1	-1,7	0,2	-1,2	0,0	1,3	0,3	2,4	0,9	0,0	-0,2
T2	0,2	0,3	-0,5	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,9	-0,1	-0,5
T3	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	0,1	-1,6	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,0
T4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,6	-0,4	0,0	0,0	2,2	0,4	-0,1	-0,1
<b>Heures travaillées</b>													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2011	231 690	186 577	45 113	10 305	36 637	17 590	60 292	6 436	6 519	2 011	27 723	49 073	15 103
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2011	100,0	80,5	19,5	4,4	15,8	7,6	26,0	2,8	2,8	0,9	12,0	21,2	6,5
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,0	-8,9	-7,8	-3,0	-1,2	-1,5	-3,6	-3,7	1,1	-0,6
2010	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,8	-3,9	-0,3	-0,8	-0,6	0,6	2,8	1,1	0,6
2011	0,2	0,5	-1,0	-1,9	0,6	-3,6	0,4	1,4	0,2	2,1	3,0	0,1	-0,5
2011 T1	0,6	0,9	-0,6	0,3	1,6	-2,3	-0,1	1,0	0,2	3,3	3,7	0,4	-0,2
T2	0,0	0,3	-1,3	-2,5	0,1	-3,5	0,5	1,0	-0,2	1,2	3,2	-0,2	-1,3
T3	0,3	0,6	-0,9	-2,6	0,5	-3,8	1,1	2,2	0,4	1,5	2,6	-0,1	-0,1
T4	0,0	0,3	-1,3	-2,7	0,2	-4,9	0,3	1,3	0,5	2,5	2,6	0,3	-0,6
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2011 T1	0,5	0,6	0,0	-0,4	0,4	0,1	0,4	1,7	1,1	1,2	1,5	0,4	0,0
T2	-0,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,7	0,5	-0,3	-1,3
T3	0,2	0,2	-0,1	-1,2	0,4	-1,1	0,5	0,4	0,2	0,8	0,1	0,1	1,0
T4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,6	-0,8	-0,7	-0,3	1,2	0,5	0,1	-0,3
<b>Heures travaillées par personne employée</b>													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2011	1 580	1 485	2 143	2 081	1 588	1 777	1 675	1 600	1 580	1 521	1 533	1 423	1 408
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,8	-4,1	-1,0	-1,4	-0,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,3	-1,6
2010	0,5	0,5	0,4	0,0	2,4	-0,1	0,4	0,3	0,5	1,0	0,8	0,0	-0,2
2011	0,1	0,2	-0,1	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,4	0,0	-0,3
2011 T1	0,4	0,5	0,1	3,0	1,9	1,0	-0,3	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,0	-0,5
T2	-0,3	-0,2	-0,6	-0,3	0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,2	-1,4	0,0	-0,2	-0,8
T3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,0
T4	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	-1,0	0,6	0,4	0,2
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2011 T1	0,5	0,8	-1,1	-0,9	0,3	0,0	0,4	1,1	1,8	0,2	0,2	1,6	0,3
T2	-2,3	-3,1	1,3	3,9	-2,8	0,6	-1,9	-4,8	-4,1	-3,4	-3,7	-3,8	-1,8
T3	-1,1	-0,9	-1,4	-0,6	-1,7	-0,7	-1,3	0,7	-0,8	1,2	-1,5	-1,0	-0,4
T4	2,8	3,2	0,9	-2,1	4,1	-0,3	2,6	2,7	3,2	1,0	5,4	3,3	1,9

Sources : Calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

## 5.3 Marché du travail

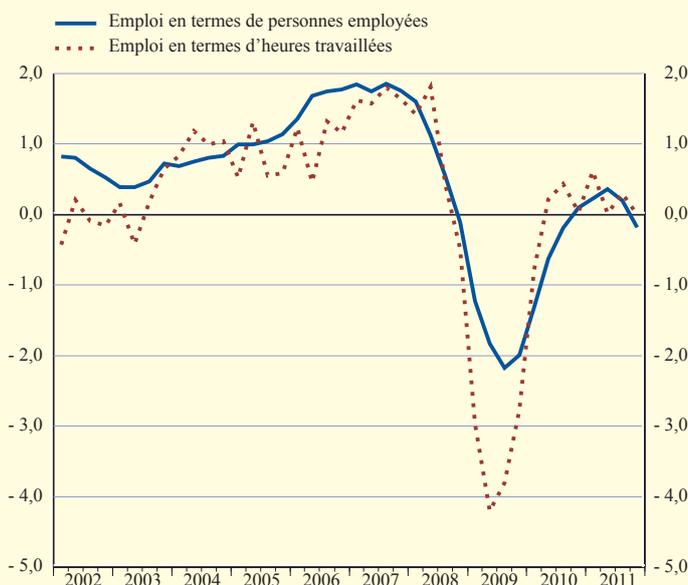
(données cvs, sauf indication contraire)

### 2. Chômage et taux d'emplois vacants <sup>1)</sup>

	Chômage										Taux d'emplois vacants <sup>2)</sup>
	Total		Par âge <sup>3)</sup>				Par sexe <sup>4)</sup>				En % du total des emplois
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	
% du total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,950	7,6	9,278	6,6	2,672	16,0	6,037	7,0	5,913	8,5	1,9
2009	15,064	9,6	11,779	8,4	3,285	20,3	8,151	9,4	6,912	9,8	1,4
2010	15,931	10,1	12,660	8,9	3,271	20,9	8,595	10,0	7,336	10,3	1,5
2011	16,051	10,2	12,846	9,0	3,205	20,8	8,547	9,9	7,504	10,5	1,7
2011 T1	15,662	10,0	12,483	8,8	3,179	20,6	8,331	9,7	7,331	10,3	1,8
2011 T2	15,720	10,0	12,566	8,8	3,155	20,5	8,374	9,7	7,347	10,3	1,7
2011 T3	16,108	10,2	12,912	9,1	3,197	20,8	8,541	9,9	7,568	10,6	1,6
2011 T4	16,713	10,6	13,424	9,4	3,290	21,5	8,941	10,3	7,772	10,8	1,7
2012 T1	17,206	10,9	13,881	9,7	3,325	21,9	9,214	10,7	7,992	11,1	.
2011 Octobre	16,515	10,4	13,262	9,3	3,254	21,3	8,835	10,2	7,681	10,7	-
2011 Novembre	16,753	10,6	13,435	9,4	3,318	21,6	8,940	10,3	7,813	10,9	-
2011 Décembre	16,872	10,6	13,575	9,5	3,297	21,6	9,049	10,5	7,822	10,9	-
2012 Janvier	17,056	10,8	13,746	9,6	3,310	21,7	9,134	10,6	7,922	11,0	-
2012 Février	17,196	10,8	13,877	9,7	3,319	21,9	9,200	10,6	7,996	11,1	-
2012 Mars	17,365	10,9	14,020	9,8	3,345	22,1	9,307	10,8	8,058	11,2	-

### G28 Emploi – Personnes employées et heures travaillées

(variations annuelles en pourcentage)



### G29 Chômage et taux d'emplois vacants <sup>2)</sup>



Source : Eurostat

- 1) Les données sur le chômage font référence à des personnes et suivent les recommandations de l'OIT.
- 2) Industrie, construction et services (à l'exclusion des ménages employeurs et des organismes extraterritoriaux) ; données brutes
- 3) Adultes : 25 ans et plus ; jeunes : moins de 25 ans ; les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque tranche d'âge.
- 4) Les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque sexe.



## FINANCES PUBLIQUES

### 6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédent <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

#### 1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes										Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires <sup>2)</sup>
		Impôts directs					Impôts indirects		Cotisations sociales			Cessions	Impôts en capital	
		Ménages	Sociétés	Perçus par les institutions de l'UE	Employeurs	Salariés								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,3	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	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	44,8	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	44,5	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	44,7	44,5	11,6	9,0	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4
2011	45,3	45,0	11,8	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,6	2,6	0,3	0,3	40,9

#### 2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes							Dépenses en capital				Pour mémoire : dépenses primaires <sup>3)</sup>	
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Subventions		Investissements	Transferts en capital	Effectués par les institutions de l'UE			
							Prestations sociales	Versées par les institutions de l'UE						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	48,0	44,1	10,6	5,0	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,0	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	10,8	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,2
2011	49,4	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,4	2,3	1,2	0,0	46,4

#### 3. Zone euro – déficit/excédent, déficit/excédent primaire et consommation des administrations publiques

	Total	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques <sup>4)</sup>						
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	Total		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (négatif)	Consommation collective	Consommation individuelle
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,3	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3

#### 4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	-1,0	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,6	-3,2	-2,0	-14,0	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,8	-5,6	-4,1	-10,2	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,3	0,2	-31,2	-10,3	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-0,9	-3,7	-5,1	-4,5	-9,8	-6,0	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-1,0	1,0	-13,1	-9,1	-8,5	-5,2	-3,9	-6,3	-0,6	-2,7	-4,7	-2,6	-4,2	-6,4	-4,8	-0,5

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives au déficit à l'excédent des pays

1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations faisant intervenir le budget de l'UE sont incluses et consolidées. Les opérations entre administrations des États membres ne sont pas consolidées.

2) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

3) Comprend les dépenses totales moins le service de la dette

4) Correspond aux dépenses de consommation finale (P. 3) des administrations publiques dans le SEC 95

5) Y compris les produits des cessions de licences UMTS, les règlements opérés dans le cadre de swaps et de contrats de garantie de taux

**6.2 Dette <sup>1)</sup>**  
(en pourcentage du PIB)

**1. Zone euro – dette par instruments financiers et par secteurs détenteurs**

	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents <sup>2)</sup>				Autres créanciers <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2002	68,0	2,7	11,9	4,6	48,8	40,9	19,6	10,8	10,5	27,2
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	29,1
2004	69,6	2,2	12,1	4,8	50,5	38,7	18,9	11,1	8,7	30,9
2005	70,5	2,4	12,2	4,5	51,3	37,0	18,1	11,2	7,7	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	18,3	9,3	7,3	33,8
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,1	8,5	7,0	33,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,5	49,8	33,1	17,7	7,8	7,6	37,0
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,3	20,7	8,9	7,7	42,6
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,4	44,8
2011	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0	42,6	23,8	10,0	8,7	44,7

**2. Zone euro – dette par émetteurs, échéances et devises**

	Total	Émis par <sup>4)</sup>				Échéance			Durée résiduelle			Devises	
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	Taux d'intérêt variable	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,2	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,8	29,5	34,9	85,6	1,6

**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
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État

## 6.3 Variation de la dette <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

### 1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

	Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs			Autres créanciers <sup>6)</sup>
		Besoin de financement <sup>2)</sup>	Effets de valorisation <sup>3)</sup>	Autres variations de volume <sup>4)</sup>	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux <sup>5)</sup>	IFM	Autres institutions financières	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,7
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	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,2	1,1	-0,6	4,1
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,2
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,1	1,0	0,6	1,1

### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+) <sup>7)</sup>	Ajustement dette-déficit <sup>8)</sup>											Autres <sup>9)</sup>	
		Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques						Effets de valorisation		Effets de volume	Autres <sup>9)</sup>		
			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres <sup>10)</sup>	Actions et autres titres de participation	Privatisations	Dotations en capital	Effets liés aux taux de change				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	3,1	-3,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
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	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Source : BCE

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 17 et sont en partie des estimations. La variation annuelle de la dette nominale brute consolidée est exprimée en pourcentage du PIB, soit [dette (t) - dette (t-1)] / PIB (t). Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- 2) Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- 3) Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal)
- 4) Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances
- 5) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 6) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 7) Y compris les produits des ventes de licences UMTS
- 8) Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB
- 9) Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés)
- 10) Hors produits financiers dérivés

6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels <sup>1)</sup>  
(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes trimestrielles

		Total	Recettes courantes					Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires <sup>2)</sup>	
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	Impôts en capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	T4	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006	T1	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
	T2	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	41,0
	T3	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
	T4	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,3	0,9	0,6	0,3	44,5
2007	T1	42,3	41,9	10,4	12,8	14,8	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
	T2	45,8	45,4	13,0	13,0	14,9	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
	T3	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,6
	T4	49,2	48,7	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,7
2008	T1	42,4	42,1	10,8	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
	T2	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
	T3	43,4	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,8	48,3	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009	T1	42,6	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
	T2	45,3	44,7	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
	T3	42,8	42,4	11,0	12,0	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,8
	T4	48,6	47,7	13,0	13,6	16,5	2,6	1,0	0,8	0,5	43,6
2010	T1	42,2	42,0	10,1	12,2	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
	T2	45,1	44,7	11,8	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,2
	T3	42,9	42,6	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
	T4	48,4	47,7	13,2	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011	T1	42,9	42,6	10,6	12,4	15,3	2,6	1,0	0,3	0,3	38,5
	T2	45,2	44,8	12,0	12,6	15,4	2,6	1,5	0,3	0,3	40,2
	T3	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,6
	T4	49,1	48,0	13,3	13,4	16,7	2,7	1,0	1,0	0,4	43,8

2. Zone euro – dépenses et déficit/excédent trimestriels

		Total	Dépenses courantes						Dépenses en capital		Déficit (-)/ Excédent (+)	Déficit (-)/ excédent (+) primaire		
			Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Prestations sociales		Investissements			Transferts en capital	
								Prestations sociales	Subventions					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	T4	49,4	45,0	11,3	5,8	2,8	25,2	21,6	1,3	4,4	2,7	1,7	-0,8	2,0
2006	T1	46,0	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,4	-0,5
	T2	45,9	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,2	2,9
	T3	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
	T4	49,3	44,3	10,8	5,7	2,7	25,1	21,3	1,3	4,9	2,8	2,2	-0,3	2,4
2007	T1	45,0	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,2
	T2	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,7	3,9
	T3	44,7	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,9
	T4	49,1	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,2	3,0
2008	T1	45,6	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,2	-0,1
	T2	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
	T3	45,7	42,0	9,8	4,9	3,0	24,4	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,7
	T4	51,1	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,3	0,5
2009	T1	49,8	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,2	-4,3
	T2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,5	-2,4
	T3	50,0	45,9	10,5	5,3	2,9	27,2	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
	T4	54,3	49,4	11,8	6,6	2,6	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,8	-3,1
2010	T1	50,6	46,7	10,7	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,6	-8,3	-5,6
	T2	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,5
	T3	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,8
	T4	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,8	2,7	2,1	-4,7	-1,9
2011	T1	48,7	45,7	10,4	5,1	3,0	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,8	-2,8
	T2	48,6	45,4	10,6	5,4	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,4	-0,2
	T3	48,1	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,4	2,3	1,0	-4,4	-1,3
	T4	51,9	48,2	11,3	6,3	3,0	27,6	23,6	1,4	3,7	2,5	1,4	-2,8	0,2

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

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations entre le budget de l'UE et les entités n'appartenant pas au secteur des administrations publiques ne sont pas incluses. Autrement, et hormis les différents délais de transmission des données, les données trimestrielles sont cohérentes avec les données annuelles. Les données ne sont pas corrigées des variations saisonnières.
- 2) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

## 6.5 Dette trimestrielle et variation de la dette <sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB)

### 1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers <sup>2)</sup>

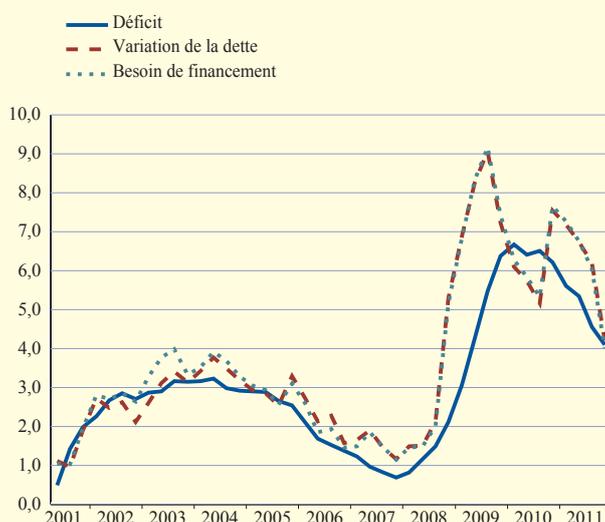
	Total	Instruments financiers			
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme
	1	2	3	4	5
2009 T1	73,9	2,3	11,8	7,7	52,1
T2	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
T3	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
T4	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 T1	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
T2	82,9	2,4	13,4	7,8	59,2
T3	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
T4	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 T1	86,2	2,4	15,1	7,4	61,2
T2	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
T3	86,7	2,4	15,0	7,8	61,4
T4	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0

### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+)	Ajustement dette-déficit							Autres	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques				Effets de valorisation et autres variations en volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres		Actions et autres titres de participation		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 T1	12,9	-7,2	5,7	6,6	5,2	-0,1	0,8	0,7	-0,5	-0,5	13,3
T2	9,2	-5,5	3,8	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	0,9	9,6
T3	5,1	-7,2	-2,1	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,5	4,8
T4	2,1	-5,8	-3,6	-2,8	-2,9	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,7	2,3
2010 T1	8,2	-8,3	-0,2	0,7	0,9	-0,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,6	8,5
T2	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,0	7,8
T3	2,8	-7,5	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,8	2,8
T4	11,4	-4,7	6,7	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	0,0	1,0	11,4
2011 T1	6,7	-5,8	0,9	0,7	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,4	6,9
T2	6,0	-3,4	2,5	2,9	2,8	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,6	5,7
T3	0,7	-4,4	-3,6	-3,8	-3,7	-0,3	0,2	0,1	0,6	-0,5	0,1
T4	3,5	-2,8	0,7	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	1,4	3,4

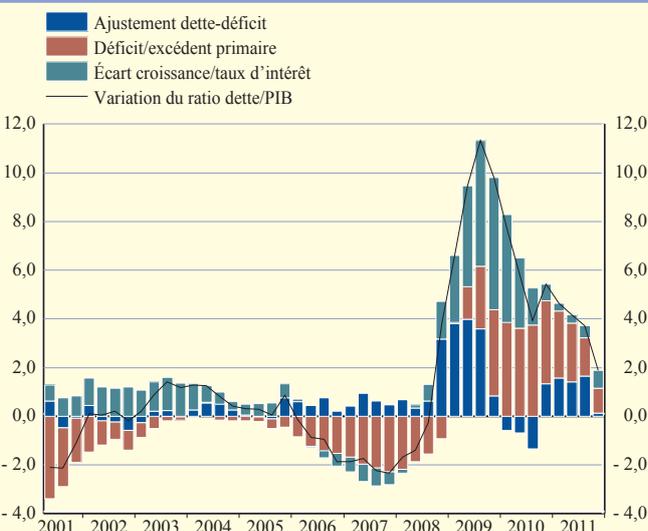
### G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette

(somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



### G31 Dette au sens de Maastricht

(variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)



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

1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.

2) Les données d'encours du trimestre t sont exprimées en pourcentage de la somme du PIB enregistré au temps t et pour les trois trimestres précédents.

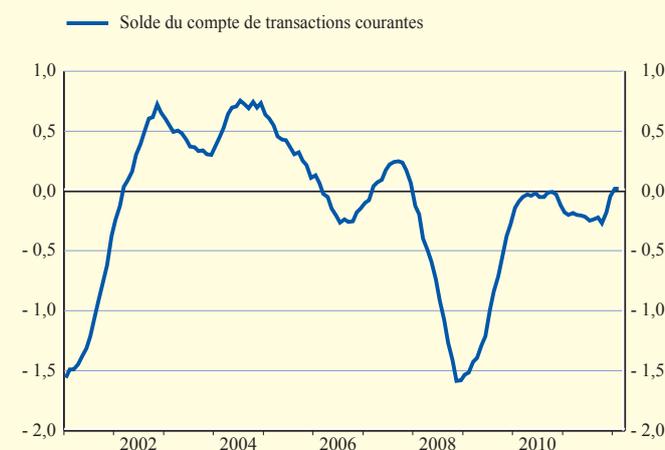


# BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

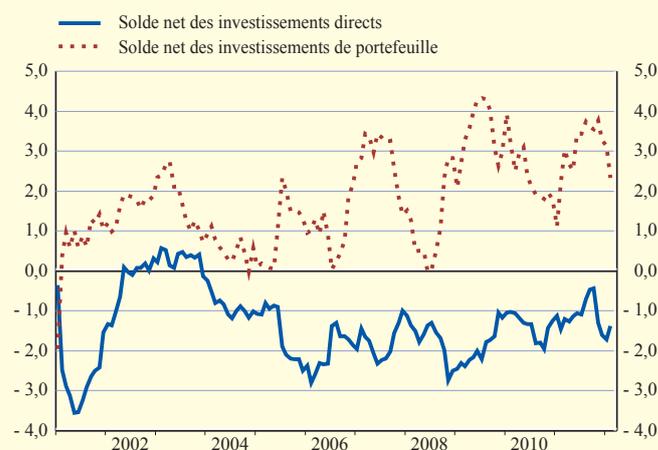
## 7.1 État récapitulatif de la balance des paiements <sup>1)</sup> (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier					Erreurs et omissions	
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements		Avoirs de réserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-3,2	4,6	61,1	31,7	-100,6	10,8	7,6	-24,6	-151,1	308,3	-20,8	-150,7	-10,2	17,0
2010 T4	14,2	6,1	11,5	13,7	-17,1	1,6	15,8	-12,3	49,3	27,7	9,0	-96,6	-1,8	-3,5
2011 T1	-21,3	-10,1	7,9	14,9	-33,9	2,3	-18,9	-5,3	-42,8	136,0	-0,4	-86,4	-11,7	24,2
T2	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
T3	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
T4	33,9	14,3	17,2	19,8	-17,3	6,0	39,9	-44,0	-57,3	-1,8	-9,2	31,0	-6,8	4,1
2011 Février	-5,5	0,8	2,4	6,0	-14,7	2,1	-3,4	-3,6	-36,7	92,8	1,6	-62,4	1,1	7,0
Mars	1,0	3,4	1,9	6,0	-10,3	-0,1	0,9	-8,1	-10,4	72,8	-1,4	-62,3	-6,9	7,2
Avril	-5,0	-3,6	3,9	1,4	-6,7	-0,1	-5,1	-4,7	-31,2	5,3	3,3	11,9	6,0	9,8
Mai	-13,9	0,5	6,2	-14,4	-6,2	0,4	-13,5	18,9	-4,2	44,5	-1,6	-16,6	-3,1	-5,4
Juin	0,3	0,8	6,3	1,3	-8,0	0,4	0,8	7,0	3,6	89,2	1,9	-89,3	1,6	-7,7
Juillet	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
Août	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	-8,0	-29,4	3,4	-0,1
Septembre	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
Octobre	3,4	0,4	6,0	6,1	-9,1	1,8	5,2	-1,3	-6,5	-1,4	-2,2	9,9	-1,1	-3,9
Novembre	8,9	5,7	4,4	5,5	-6,7	2,6	11,5	-21,9	-42,6	35,2	-3,8	-10,4	-0,2	10,4
Décembre	21,6	8,2	6,8	8,2	-1,5	1,6	23,3	-20,8	-8,2	-35,6	-3,2	31,5	-5,4	-2,4
2012 Janvier	-10,1	-9,2	2,2	4,1	-7,3	0,1	-10,0	10,4	-6,4	-43,4	-4,1	64,8	-0,5	-0,4
Février	-5,9	2,4	2,7	5,0	-16,0	1,6	-4,3	3,2	-5,3	18,0	6,2	-14,0	-1,8	1,0
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2012 Février	3,1	11,4	60,1	32,0	-100,3	10,1	13,2	-13,8	-130,4	219,7	-19,7	-75,7	-7,7	0,6
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2012 Février	0,0	0,1	0,6	0,3	-1,1	0,1	0,1	-0,1	-1,4	2,3	-0,2	-0,8	-0,1	0,0

**G32 Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes**  
(données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



**G33 Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille**  
(flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

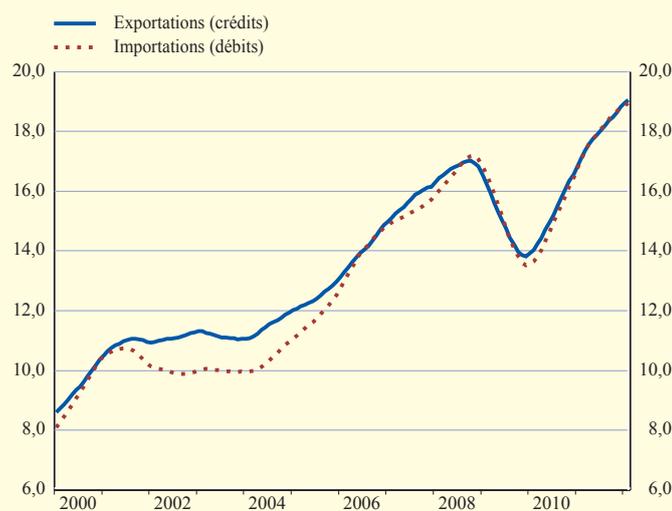
1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

## 7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

### 1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

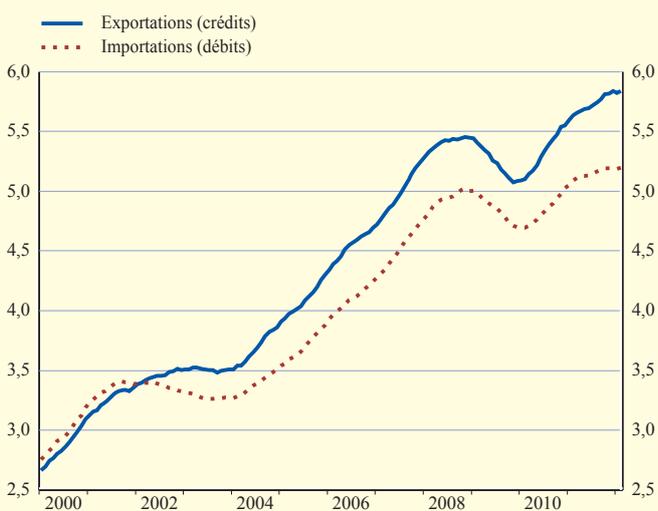
	Compte de transactions courantes													Compte de capital	
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants				Crédit	Débit
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2009	2 307,2	2 329,2	-21,9	1 304,1	1 272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2 657,8	2 664,6	-6,8	1 566,8	1 551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2 930,5	2 933,7	-3,2	1 773,8	1 769,1	550,1	489,0	513,9	482,2	92,7	6,4	193,4	22,3	25,5	14,7
2010 T4	716,0	701,8	14,2	423,4	417,3	137,6	126,1	124,3	110,6	30,8	1,6	47,8	6,0	7,3	5,7
2011 T1	698,0	719,3	-21,3	427,8	437,9	124,6	116,8	121,1	106,2	24,5	1,5	58,4	5,4	5,0	2,7
T2	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
T3	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
T4	772,0	738,1	33,9	462,7	448,4	143,7	126,6	133,3	113,5	32,3	1,5	49,6	5,6	11,3	5,3
2011 Décembre	270,1	248,5	21,6	151,8	143,6	51,0	44,3	51,0	42,8	16,3	.	17,8	.	4,5	2,9
2012 Janvier	235,8	245,9	-10,1	142,9	152,1	41,1	38,9	42,3	38,1	9,5	.	16,8	.	1,0	0,9
Février	242,6	248,5	-5,9	152,7	150,2	40,9	38,2	37,8	32,8	11,2	.	27,2	.	2,4	0,8
<i>données cvs</i>															
2011 T2	722,9	729,0	-6,1	436,7	438,0	134,8	120,5	129,0	122,3	22,4	.	48,1	.	.	.
T3	735,2	735,4	-0,2	443,7	442,5	138,5	122,8	129,4	121,9	23,6	.	48,2	.	.	.
T4	747,2	742,9	4,3	452,4	450,1	139,9	122,9	131,1	121,1	23,8	.	48,7	.	.	.
2011 Décembre	250,4	247,4	3,0	152,7	150,5	46,4	41,0	43,5	39,8	7,9	.	16,3	.	.	.
2012 Janvier	253,2	249,5	3,7	154,7	151,4	44,6	40,5	45,7	41,5	8,2	.	16,2	.	.	.
Février	250,0	251,3	-1,3	155,8	154,3	46,3	41,6	40,1	39,0	7,7	.	16,5	.	.	.
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>															
2012 Février	2 952,2	2 950,1	2,1	1 792,1	1 782,7	549,2	489,1	517,6	484,5	93,2	.	193,7	.	.	.
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>															
2012 Février	31,4	31,3	0,0	19,0	18,9	5,8	5,2	5,5	5,1	1,0	.	2,1	.	.	.

### G34 Balance des paiements de la zone euro : biens (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

### G35 Balance des paiements de la zone euro : services (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



**7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital**  
(flux en milliards d'euros)

**2. Revenus**

(flux)

	Rémunération des salariés		Revenus d'investissements													
	Crédit	Débit	Total		Investissements directs						Investissements de portefeuille				Autres investissements	
			Crédit	Débit	Actions			Titres de créance			Actions		Titres de créance		Crédit	Débit
					Bénéfices réinvestis		Débit	Bénéfices réinvestis		Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,1	12,3	488,8	469,9	239,8	65,5	153,1	53,1	25,0	21,9	35,9	96,3	102,6	131,7	85,5	66,8
2010 T4	6,6	2,9	117,7	107,8	57,1	1,6	34,0	0,7	6,3	7,8	6,3	18,7	26,9	30,0	21,1	17,3
2011 T1	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
T2	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
T3	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
T4	7,0	3,1	126,3	110,4	64,3	14,5	37,8	4,8	6,9	6,1	7,2	16,6	25,3	33,5	22,5	16,4

**3. Ventilation géographique**

(flux cumulés)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro						Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE									
<b>T1 2011 à T4 2011</b>																
		Crédit														
<b>Compte de transactions courantes</b>	2 930,5	959,1	53,5	91,0	445,7	307,5	61,3	58,8	40,1	149,6	41,2	64,2	107,9	228,5	376,2	904,9
Biens	1 773,8	565,8	33,7	59,1	232,0	240,9	0,2	30,3	20,7	115,7	30,9	39,6	80,6	123,6	199,1	567,5
Services	550,1	170,6	11,2	15,4	105,2	32,2	6,6	8,9	9,1	17,8	6,9	13,0	18,2	55,2	81,5	168,9
Revenus	513,9	160,6	7,5	14,8	97,8	31,4	9,0	19,3	9,6	15,4	3,2	10,6	8,6	40,9	89,2	156,5
Revenus d'investissements	488,8	153,3	6,7	14,7	96,3	30,8	4,8	19,2	9,5	15,4	3,2	10,6	8,5	28,6	87,5	153,0
Transferts courants	92,7	62,0	1,1	1,7	10,7	3,0	45,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	8,7	6,5	12,0
<b>Compte de capital</b>	25,5	20,8	0,0	0,1	1,4	0,4	19,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,6	0,4	3,2
		Débit														
<b>Compte de transactions courantes</b>	2 933,7	901,4	46,0	89,6	386,7	272,8	106,4	–	32,7	–	–	95,7	–	189,3	374,7	–
Biens	1 769,1	490,3	30,3	51,5	185,5	223,0	0,0	31,2	15,0	210,1	28,4	52,7	134,5	99,7	142,4	564,9
Services	489,0	140,5	8,3	12,8	83,7	35,5	0,3	5,4	6,5	13,1	6,1	9,3	10,1	42,8	100,5	154,6
Revenus	482,2	152,2	6,6	23,8	105,9	9,8	6,2	–	9,3	–	–	33,0	–	39,3	125,4	–
Revenus d'investissements	469,9	146,1	6,5	23,6	104,3	5,4	6,2	–	9,1	–	–	32,8	–	38,9	124,1	–
Transferts courants	193,4	118,4	0,8	1,5	11,6	4,5	100,0	1,5	1,8	4,1	0,7	0,6	0,7	7,5	6,4	51,6
<b>Compte de capital</b>	14,7	2,1	0,3	0,1	1,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,6	1,8	8,8
		Net														
<b>Compte de transactions courantes</b>	-3,2	57,7	7,6	1,4	59,0	34,8	-45,2	–	7,4	–	–	-31,4	–	39,1	1,5	–
Biens	4,6	75,6	3,4	7,6	46,5	17,9	0,2	-0,9	5,6	-94,3	2,4	-13,1	-53,9	23,9	56,7	2,6
Services	61,1	30,0	3,0	2,6	21,5	-3,3	6,3	3,5	2,6	4,7	0,8	3,6	8,1	12,4	-19,0	14,2
Revenus	31,7	8,4	0,9	-8,9	-8,0	21,6	2,8	–	0,3	–	–	-22,3	–	1,6	-36,2	–
Revenus d'investissements	18,9	7,2	0,2	-9,0	-8,0	25,4	-1,4	–	0,4	–	–	-22,2	–	-10,3	-36,6	–
Transferts courants	-100,6	-56,3	0,4	0,2	-0,9	-1,5	-54,5	-1,1	-1,1	-3,4	-0,5	0,3	-0,2	1,2	0,0	-39,5
<b>Compte de capital</b>	10,8	18,7	-0,3	-0,1	0,3	0,0	18,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	-1,4	-5,6

Source : BCE

## 7.3 Compte financier

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

### 1. État récapitulatif du compte financier

	Total <sup>1)</sup>			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Encours (position extérieure)</b>														
2008	13 377,1	14 961,4	-1 584,3	144,7	161,8	-17,1	3 878,4	3 247,8	3 834,9	5 976,8	-0,5	5 290,0	5 736,7	374,2
2009	13 764,1	15 170,3	-1 406,2	154,3	170,0	-15,8	4 287,2	3 403,0	4 341,3	6 781,9	0,2	4 675,9	4 985,4	459,6
2010	15 234,8	16 461,7	-1 226,9	166,4	179,8	-13,4	4 798,2	3 714,8	4 907,5	7 442,9	-61,6	5 002,9	5 304,0	587,8
2011 T2	15 377,0	16 636,0	-1 259,0	165,1	178,7	-13,5	5 030,5	3 837,6	4 762,1	7 646,7	-48,3	5 051,8	5 151,6	580,9
T3	15 558,2	16 782,4	-1 224,2	166,0	179,1	-13,1	5 089,1	3 896,4	4 573,8	7 523,4	-45,9	5 294,5	5 362,6	646,6
T4	15 786,0	16 922,4	-1 136,4	167,7	179,8	-12,1	5 238,8	3 938,1	4 744,0	7 677,3	-30,4	5 166,5	5 307,0	667,1
<b>Variation des encours</b>														
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1 470,7	1 291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011	551,2	460,7	90,5	5,9	4,9	1,0	440,7	223,3	-163,5	234,5	31,2	163,5	3,0	79,3
2011 T3	181,2	146,4	34,8	7,7	6,2	1,5	58,7	58,7	-188,3	-123,3	2,4	242,7	211,0	65,8
T4	227,8	140,0	87,8	9,4	5,8	3,6	149,7	41,8	170,2	153,9	15,4	-128,0	-55,6	20,5
<b>Flux</b>														
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	491,0	466,5	24,6	5,2	5,0	0,3	348,3	197,2	-47,2	261,1	20,8	158,9	8,2	10,2
2011 T2	193,5	214,7	-21,2	8,2	9,1	-0,9	60,0	28,2	39,9	178,9	-3,6	101,7	7,6	-4,5
T3	133,0	136,5	-3,5	5,7	5,8	-0,1	56,6	37,4	-63,1	-28,1	14,8	128,4	127,2	-3,7
T4	-78,5	-122,5	44,0	-3,2	-5,1	1,8	106,9	49,5	-46,8	-48,6	9,2	-154,5	-123,5	6,8
2011 Octobre	-40,5	-41,8	1,3	.	.	.	20,4	13,8	-33,6	-35,0	2,2	-30,6	-20,7	1,1
Novembre	-15,5	-37,4	21,9	.	.	.	47,8	5,2	-30,2	5,0	3,8	-37,2	-47,6	0,2
Décembre	-22,5	-43,3	20,8	.	.	.	38,7	30,5	17,0	-18,6	3,2	-86,7	-55,2	5,4
2012 Janvier	74,2	84,6	-10,4	.	.	.	26,8	20,4	28,3	-15,1	4,1	14,4	79,3	0,5
Février	51,8	55,0	-3,2	.	.	.	12,4	7,2	26,9	44,9	-6,2	16,9	2,9	1,8
<b>Autres variations</b>														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1 045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
<b>Autres variations résultant des évolutions de taux de change</b>														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
<b>Autres variations résultant des évolutions de prix</b>														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-975,7	-27,1	-10,8	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,5	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
<b>Autres variations résultant d'autres ajustements</b>														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-66,2	-97,6	31,4	-0,8	-1,2	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	1,6	3,1	-1,4	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
<b>Taux de croissance des encours</b>														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 T2	4,4	4,1	-	.	.	.	6,1	5,3	3,2	6,5	.	4,5	-0,2	2,4
T3	4,5	4,2	-	.	.	.	5,7	6,3	0,9	5,3	.	6,9	1,2	0,9
T4	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,2	1,6

Source : BCE

1) Les produits financiers dérivés nets sont inclus dans les avoirs.

## 7.3 Compte financier

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

### 2. Investissements directs

	Des résidents à l'étranger							Des non-résidents dans la zone euro						
	Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)			Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)		
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM		Total	Dans les IFM	Dans les non-IFM	Total	Vers les IFM	Vers les non-IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Encours (position extérieure)</b>														
2009	4 287,2	3 305,5	236,2	3 069,3	981,7	14,8	966,9	3 403,0	2 501,9	74,2	2 427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4 798,2	3 667,1	277,9	3 389,2	1 131,1	17,8	1 113,3	3 714,8	2 820,2	83,2	2 737,0	894,6	12,7	881,9
2011 T3	5 089,1	3 926,1	287,7	3 638,4	1 163,0	13,2	1 149,8	3 896,4	3 019,1	85,4	2 933,7	877,2	8,7	868,5
T4	5 238,8	4 067,8	291,3	3 776,6	1 171,0	14,2	1 156,8	3 938,1	3 056,9	85,3	2 971,6	881,2	8,2	873,0
<b>Flux</b>														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011 T2	60,0	53,8	8,9	44,9	6,2	-2,6	8,9	28,2	33,2	1,3	31,9	-5,0	-1,6	-3,3
T3	56,6	35,9	2,3	33,5	20,7	-1,7	22,5	37,4	58,7	1,0	57,7	-21,3	-0,8	-20,5
T4	106,9	105,8	1,2	104,6	1,1	1,0	0,1	49,5	41,7	0,7	41,0	7,9	0,2	7,7
2011 Octobre	20,4	20,8	0,5	20,4	-0,5	0,2	-0,7	13,8	12,2	0,3	11,9	1,6	-0,2	1,8
Novembre	47,8	54,4	0,0	54,4	-6,6	0,3	-6,8	5,2	9,5	0,8	8,7	-4,3	-0,1	-4,1
Décembre	38,7	30,5	0,7	29,8	8,1	0,5	7,7	30,5	19,9	-0,4	20,3	10,5	0,4	10,1
2012 Janvier	26,8	27,1	2,4	24,7	-0,4	0,2	-0,6	20,4	23,8	0,2	23,5	-3,4	-0,5	-2,8
Février	12,4	13,7	-3,0	16,6	-1,2	0,2	-1,4	7,2	8,8	1,3	7,5	-1,6	0,2	-1,8
<b>Taux de croissance</b>														
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 T2	6,1	6,4	5,8	6,5	5,2	-12,7	5,5	5,3	6,0	6,6	6,0	2,8	-47,2	3,8
T3	5,7	5,5	5,9	5,4	6,5	-24,0	7,0	6,3	6,9	5,2	6,9	4,5	-51,2	5,7
T4	7,2	8,2	6,1	8,3	4,0	-19,6	4,4	5,3	7,3	4,2	7,4	-1,2	-27,6	-0,9

### G36 Position extérieure de la zone euro

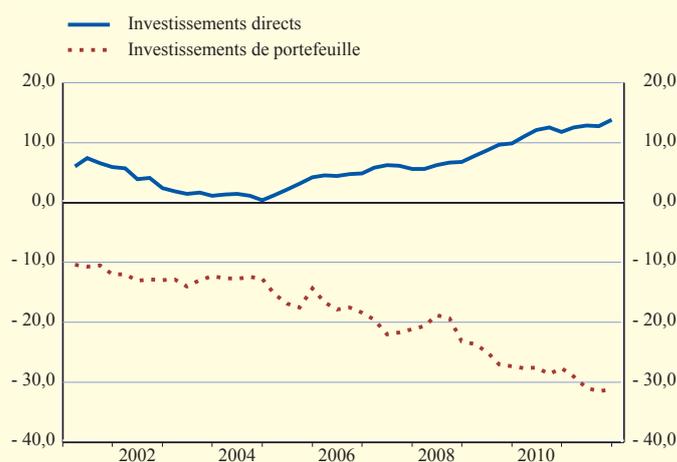
(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE

### G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



## 7.3 Compte financier

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

### 3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total		Actions				Titres de créance									
	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Adminis-trations publiques	Obligations			Instruments du marché monétaire							
						Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Adminis-trations publiques	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Encours (position extérieure)</b>																
2009	4 341,3	1 514,5	80,8	3,4	1 433,6	36,6	2 426,6	924,6	17,1	1 502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4 907,5	1 914,2	93,8	3,6	1 820,5	47,6	2 588,8	810,7	15,6	1 778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 T3	4 573,8	1 620,4	76,2	3,4	1 544,2	38,1	2 552,5	748,7	17,7	1 803,8	93,9	400,9	301,4	54,9	99,5	0,5
T4	4 744,0	1 706,8	70,6	3,1	1 636,2	39,4	2 579,1	727,4	16,0	1 851,7	94,2	458,2	298,8	57,5	159,4	0,5
<b>Flux</b>																
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4
2009	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9
2011 T2	39,9	26,8	3,1	0,1	23,7	-2,4	25,5	-4,6	0,4	30,1	-1,2	-12,5	-11,1	4,8	-1,3	-0,5
T3	-63,1	-53,7	-12,9	0,0	-40,8	-2,0	-17,8	-19,4	-0,1	1,6	0,1	8,4	8,1	3,5	0,4	0,0
T4	-46,8	-36,8	-9,2	-0,3	-27,6	-0,9	-21,5	-17,3	-1,7	-4,2	-1,7	11,5	14,8	0,6	-3,3	0,0
2011 Octobre	-33,6	-9,3	-4,9	-0,1	-4,4	.	-11,6	-0,8	7,2	-10,7	.	-12,7	-14,5	-13,0	1,8	.
Novembre	-30,2	-19,8	-2,7	0,0	-17,1	.	-13,3	-14,6	0,6	1,3	.	2,9	3,6	-1,6	-0,7	.
Décembre	17,0	-7,7	-1,6	-0,2	-6,1	.	3,4	-1,9	-9,5	5,2	.	21,3	25,8	15,2	-4,5	.
2012 Janvier	28,3	2,9	-0,6	0,0	3,5	.	20,5	1,3	0,8	19,2	.	5,0	2,7	-7,2	2,2	.
Février	26,9	3,5	0,5	0,0	3,0	.	19,2	5,6	0,1	13,6	.	4,1	1,5	2,4	2,6	.
<b>Taux de croissance</b>																
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 T2	3,2	3,7	4,9	-9,8	3,7	-14,6	3,5	-12,4	9,6	12,0	118,6	-0,6	-4,0	9,2	13,2	97,4
T3	0,9	0,6	-7,3	-8,7	1,0	-16,4	0,5	-14,9	9,3	8,6	130,0	6,1	1,0	0,9	28,1	-4,8
T4	-1,1	-4,0	-21,3	-16,7	-3,1	-15,8	-0,4	-6,9	2,0	2,6	-3,1	7,9	9,8	26,5	2,5	112,5

### 4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total		Actions				Titres de créance					
	Total	IFM	Non-IFM	Adminis-trations publiques	Obligations			Instruments du marché monétaire				
					Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Encours (position extérieure)</b>												
2009	6 781,9	2 781,9	686,2	2 095,7	3 493,1	1 093,2	2 399,9	1 481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7 442,9	3 150,7	658,0	2 492,7	3 823,0	1 165,4	2 657,5	1 680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 T3	7 523,4	2 842,5	618,0	2 224,5	4 148,9	1 222,6	2 926,3	1 844,4	532,0	110,1	421,9	376,8
T4	7 677,3	3 078,2	553,6	2 524,6	4 141,2	1 235,2	2 906,0	1 836,6	457,9	98,2	359,8	315,1
<b>Flux</b>												
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0
2009	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9
2011 T2	178,9	-4,3	-4,4	0,2	170,8	43,9	127,0	95,1	12,4	7,3	5,0	0,3
T3	-28,1	-22,3	-10,6	-11,7	2,1	14,2	-12,0	-22,9	-7,9	-12,7	4,8	17,9
T4	-48,6	42,3	29,0	13,3	-31,5	-31,5	0,1	-4,1	-59,4	0,4	-59,8	-71,6
2011 Octobre	-35,0	-15,8	7,0	-22,9	-2,9	-18,1	15,3	.	-16,3	-1,8	-14,5	.
Novembre	5,0	26,6	18,1	8,5	-8,0	-4,2	-3,9	.	-13,5	6,8	-20,3	.
Décembre	-18,6	31,5	3,8	27,7	-20,6	-9,2	-11,3	.	-29,6	-4,5	-25,0	.
2012 Janvier	-15,1	9,9	4,1	5,8	-32,0	-6,6	-25,4	.	7,1	-3,4	10,4	.
Février	44,9	-1,0	-3,3	2,3	44,6	19,6	25,0	.	1,4	0,7	0,6	.
<b>Taux de croissance</b>												
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7
2011 T2	6,5	7,5	0,9	9,4	5,7	10,1	3,8	7,7	7,8	78,0	-2,8	2,6
T3	5,3	4,5	-2,8	6,5	6,7	10,3	5,2	8,5	-0,4	9,3	-2,4	5,3
T4	3,5	4,0	3,2	4,1	4,5	5,2	4,2	6,1	-4,9	24,6	-10,9	-10,7

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)

**5. Autres investissements : avoirs**

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques			Autres secteurs				
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Encours (position extérieure)</b>															
2009	4 675,9	30,2	29,8	0,4	2 834,7	2 804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1 688,9	201,4	1 344,7	402,6
2010	5 002,9	32,6	32,0	0,7	2 972,3	2 939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1 831,8	214,4	1 468,5	428,6
2011 T3	5 294,5	42,4	42,1	0,3	3 206,3	3 148,7	57,6	141,7	7,4	93,5	16,5	1 904,1	228,5	1 518,4	480,5
T4	5 166,5	35,5	35,2	0,3	3 065,7	3 007,3	58,4	165,8	7,5	116,8	30,2	1 899,5	230,4	1 521,0	463,4
<b>Flux</b>															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011 T2	101,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	-0,6	0,0	-1,0	2,4	36,4	-0,7	34,9	31,9
T3	128,4	-2,7	-2,7	0,1	82,7	68,3	14,4	-6,0	-0,1	-6,0	-1,5	54,4	2,4	39,2	19,0
T4	-154,5	-8,2	-8,2	0,0	-156,9	-157,2	0,3	17,0	0,0	17,0	13,3	-6,3	0,2	4,2	-4,1
2011 Octobre	-30,6	-3,2	.	.	-69,7	.	.	5,1	.	.	7,7	37,3	.	.	16,4
Novembre	-37,2	-3,6	.	.	-39,6	.	.	11,4	.	.	6,9	-5,4	.	.	0,3
Décembre	-86,7	-1,4	.	.	-47,6	.	.	0,5	.	.	-1,3	-38,2	.	.	-20,8
2012 Janvier	14,4	1,8	.	.	5,5	.	.	-1,6	.	.	0,6	8,7	.	.	-2,0
Février	16,9	0,1	.	.	12,0	.	.	-8,3	.	.	-6,4	13,1	.	.	4,3
<b>Taux de croissance</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 T2	4,5	65,6	67,1	-0,7	2,8	2,4	37,7	17,5	-2,9	26,8	4,1	5,5	3,9	5,3	18,1
T3	6,9	46,0	46,3	63,4	6,0	5,1	84,1	16,1	-3,6	25,0	9,1	7,2	4,5	7,0	18,0
T4	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,8	0,9	88,4	1,2	-3,2	1,4	51,8	6,1	3,8	5,6	12,6

**6. Autres investissements : engagements**

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques			Autres secteurs				
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Encours (position extérieure)</b>															
2009	4 985,4	251,7	251,3	0,4	3 399,7	3 360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1 248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5 304,0	268,8	265,7	3,1	3 508,6	3 462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1 372,8	200,8	1 016,2	155,8
2011 T3	5 362,6	315,2	312,3	2,9	3 403,8	3 340,7	63,2	210,2	0,0	204,2	5,9	1 433,4	219,6	1 039,3	174,4
T4	5 307,0	408,9	406,0	2,8	3 212,4	3 144,8	67,6	222,6	0,1	215,9	6,7	1 463,1	221,5	1 073,7	167,9
<b>Flux</b>															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011 T2	7,6	7,2	4,9	2,4	-18,1	-19,3	1,2	12,8	0,1	12,5	0,3	5,7	0,6	3,4	1,7
T3	127,2	29,8	29,8	0,0	24,3	5,6	18,7	23,2	-0,1	23,2	0,1	49,8	6,3	24,2	19,4
T4	-123,5	87,9	88,0	0,0	-232,2	-240,2	8,0	9,1	0,0	8,9	0,1	11,7	0,6	19,0	-7,9
2011 Octobre	-20,7	-7,5	.	.	-31,8	.	.	3,6	.	.	.	15,0	.	.	.
Novembre	-47,6	-2,8	.	.	-46,1	.	.	-0,2	.	.	.	1,5	.	.	.
Décembre	-55,2	98,2	.	.	-154,3	.	.	5,7	.	.	.	-4,8	.	.	.
2012 Janvier	79,3	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	2,5	.	.	.
Février	2,9	0,1	.	.	-6,2	.	.	-2,1	.	.	.	11,1	.	.	.
<b>Taux de croissance</b>															
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 T2	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	22,8	91,4	.	98,3	-10,6	4,3	7,2	1,3	19,9
T3	1,2	25,9	25,6	.	-4,3	-5,4	79,4	104,6	.	111,8	-8,4	3,1	10,3	-0,5	19,4
T4	0,2	50,6	51,2	.	-8,3	-9,5	89,7	48,5	.	51,2	-9,0	6,7	5,1	4,7	22,4

Source : BCE

## 7.3 Compte financier

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

### 7. Avoirs de réserve <sup>1)</sup>

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Allocations de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
							Auprès des autorités monétaires et de la BRI	Auprès des banques	Total	Actions	Obligations	Instruments du marché monétaire					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Encours (position extérieure)</b>																	
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 T2	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
T3	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
T4	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 Février	696,4	456,7	346,846	52,5	30,6	156,4	5,1	6,9	144,2	-	-	-	0,2	0,3	97,4	-83,8	54,6
Mars	671,3	431,7	346,847	52,5	30,9	155,8	4,5	7,6	143,6	-	-	-	0,1	0,3	55,2	-42,5	54,7
<b>Flux</b>																	
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011 T2	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
T3	-3,7	0,0	-	0,2	2,4	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
T4	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-
<b>Taux de croissance</b>																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 T2	2,4	0,0	-	-2,5	49,0	4,8	-34,5	5,0	7,5	1,9	12,4	-14,7	-	-	-	-	-
T3	0,9	0,0	-	-2,0	64,6	-2,8	-27,0	-37,0	3,2	1,9	9,9	-42,4	-	-	-	-	-
T4	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-

### 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
<b>Encours (position extérieure)</b>											
2008	10 914,5	5 340,8	398,1	3 377,9	184,1	211,8	1 401,7	1 747,0	482,7	5 006,5	2 276,5
2009	10 391,3	4 622,0	506,9	3 493,1	177,8	185,6	1 405,9	1 975,7	251,7	4 559,1	2 198,9
2010	11 016,4	4 891,7	469,2	3 823,0	200,8	211,5	1 420,2	2 186,8	268,8	4 751,3	2 389,4
2011 T2	11 057,2	4 729,2	522,7	3 961,4	209,6	212,9	1 421,5	2 329,9	278,0	4 604,5	2 423,3
T3	11 464,2	4 896,6	532,0	4 148,9	219,7	246,4	1 420,7	2 431,3	315,2	4 736,6	2 560,4
T4	11 338,1	4 840,4	457,9	4 141,2	221,5	245,0	1 432,0	2 374,3	408,9	4 545,7	2 577,2
<b>Encours en pourcentage du PIB</b>											
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,5	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 T2	118,9	50,9	5,6	42,6	2,3	2,3	15,3	25,1	3,0	49,5	26,1
T3	122,5	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,4
T4	120,5	51,4	4,9	44,0	2,4	2,6	15,2	25,2	4,3	48,3	27,4

Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

## 7.3 Compte financier

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

## 9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)						Canada	Chine	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2010</b>	<b>Encours (position extérieure)</b>														
<b>Investissements directs</b>	1 083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
À l'étranger	4 798,2	1 490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1 037,9
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	3 667,1	1 114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Autres opérations	1 131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
Dans la zone euro	3 714,8	1 374,0	32,5	148,4	1 165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	2 820,2	1 121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Autres opérations	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	4 907,5	1 550,5	84,0	189,3	1 054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1 557,4	460,8	30,8	799,6
Actions	1 914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Titres de créance	2 993,3	1 171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Obligations	2 588,8	1 031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Instruments du marché monétaire	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
<b>Autres investissements</b>	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Avoirs	5 002,9	2 295,1	112,6	96,9	1 869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
Administrations publiques	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3 004,9	1 576,0	90,7	52,9	1 268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Autres secteurs	1 831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Engagements	5 304,0	2 536,1	57,9	95,4	2 071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
Administrations publiques	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3 777,4	1 855,6	45,5	63,8	1 555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Autres secteurs	1 372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>T1 2011 à T4 2011</b>	<b>Flux cumulés</b>														
<b>Investissements directs</b>	151,1	78,1	-2,1	-5,5	64,1	21,5	0,0	2,5	11,5	-0,1	-13,4	1,9	25,8	0,0	44,8
À l'étranger	348,3	97,0	2,4	-0,3	71,0	23,9	0,0	10,7	14,6	0,5	19,2	85,9	41,9	0,0	78,3
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	303,1	80,3	1,9	-1,0	58,7	20,6	0,0	11,1	9,7	1,2	23,0	67,1	45,8	0,0	64,8
Autres opérations	45,2	16,7	0,5	0,6	12,3	3,3	0,0	-0,4	5,0	-0,7	-3,8	18,8	-3,9	0,0	13,5
Dans la zone euro	197,2	18,9	4,5	5,1	6,9	2,4	0,0	8,2	3,2	0,6	32,6	84,0	16,1	0,0	33,5
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	208,0	26,9	0,9	7,1	17,2	1,8	0,0	14,7	0,4	1,3	15,8	90,6	21,6	0,0	36,6
Autres opérations	-10,8	-8,0	3,6	-1,9	-10,3	0,7	0,0	-6,5	2,8	-0,7	16,7	-6,6	-5,5	0,0	-3,0
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	-47,2	-5,8	-0,4	10,4	-40,1	2,0	22,4	-4,7	5,4	1,0	-5,4	0,4	-27,5	2,8	-13,4
Actions	-69,0	-13,1	-0,8	-0,2	-12,2	-0,3	0,4	3,3	4,0	-5,4	-7,3	-22,3	-9,1	-0,4	-18,8
Titres de créance	21,8	7,4	0,4	10,6	-28,0	2,3	22,0	-8,0	1,4	6,4	1,8	22,6	-18,4	3,2	5,4
Obligations	-9,0	7,9	3,4	3,1	-15,8	1,3	15,9	-7,6	0,9	-5,2	1,3	-1,9	-20,4	2,4	13,7
Instruments du marché monétaire	30,8	-0,5	-3,0	7,5	-12,1	0,9	6,1	-0,4	0,5	11,6	0,5	24,6	2,1	0,9	-8,3
<b>Autres investissements</b>	150,7	8,7	1,1	-26,5	86,8	-10,9	-41,9	1,1	0,7	-4,7	-33,4	147,2	127,6	-41,2	-55,3
Avoirs	158,9	-6,9	-7,5	3,2	3,9	-8,2	1,7	0,4	11,8	1,1	9,1	84,2	58,7	-12,5	13,0
Administrations publiques	1,5	9,8	0,8	-1,9	10,5	-0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-4,9	-1,0	0,4	-2,2
IFM	47,7	-81,4	-9,7	1,0	-64,5	-8,9	0,6	-1,2	9,5	3,2	0,2	80,8	49,8	-13,0	-0,2
Autres secteurs	109,7	64,7	1,4	4,0	57,9	1,0	0,4	1,6	2,4	-1,5	8,9	8,3	9,9	0,1	15,4
Engagements	8,2	-15,6	-8,6	29,7	-83,0	2,6	43,6	-0,7	11,1	5,8	42,5	-63,0	-68,9	28,7	68,3
Administrations publiques	72,7	29,3	0,0	-0,1	1,0	-0,1	28,5	0,0	0,0	0,0	0,3	7,2	-0,3	36,3	0,1
IFM	-154,3	-90,0	-6,0	26,9	-124,2	4,2	9,2	-2,5	7,9	6,9	40,4	-72,4	-75,5	-7,9	38,8
Autres secteurs	89,8	45,1	-2,6	3,0	40,3	-1,5	5,9	1,9	3,2	-1,1	1,8	2,2	7,0	0,3	29,5

Source : BCE

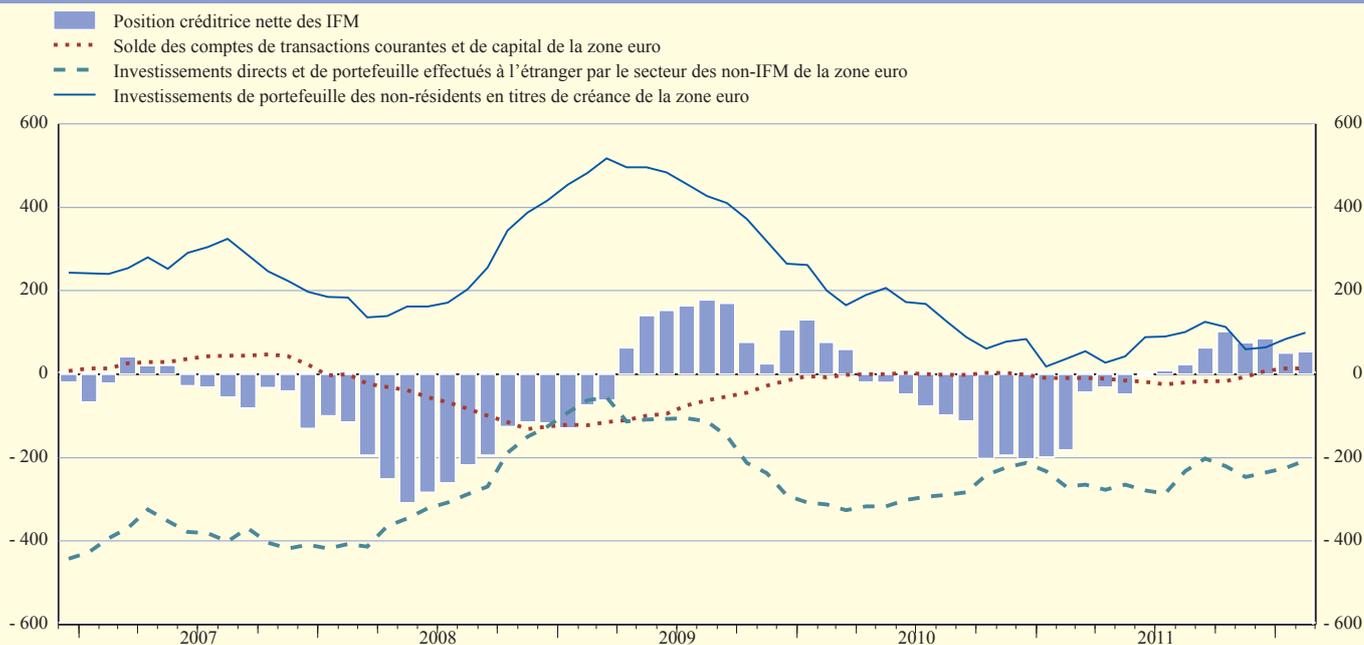
## 7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros)

		Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM										Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM										
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements				
			Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements			
Actions	Titres de créance	Actions			Titres de créance								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1	
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7	
2011	85,7	7,6	-335,0	197,1	50,2	-47,3	100,6	64,9	-111,2	162,5	-20,8	17,0	
2010	T4	-44,7	15,1	-31,6	85,1	-38,6	-112,9	67,2	1,1	-48,2	12,7	9,0	-3,5
2011	T1	81,0	-18,9	-120,5	82,6	5,5	-24,0	98,8	-0,1	-16,3	50,2	-0,4	24,2
	T2	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3
	T3	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9
	T4	-22,4	39,9	-104,7	48,7	27,6	7,5	13,3	-59,8	-10,7	20,8	-9,2	4,1
2011	Février	3,0	-3,4	-40,4	6,3	-2,1	-12,0	46,0	10,6	3,3	-13,9	1,6	7,0
	Mars	92,8	0,9	-40,1	35,4	7,7	-1,1	43,0	23,3	-0,3	18,1	-1,4	7,2
	Avril	-21,6	-5,1	-46,4	20,8	-14,2	-14,0	4,6	13,7	-0,1	6,0	3,3	9,8
	Mai	-0,9	-13,5	-7,0	3,2	-2,1	-18,5	-15,4	73,4	-29,6	15,6	-1,6	-5,4
	Juin	42,1	0,8	-0,3	4,5	-7,4	3,7	10,9	44,9	-6,1	-3,1	1,9	-7,7
	Juillet	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0
	Août	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1
	Septembre	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9
	Octobre	-39,4	5,2	-19,7	13,7	4,4	8,9	-22,9	0,8	-42,4	18,6	-2,2	-3,9
	Novembre	-28,8	11,5	-47,6	4,5	17,1	-0,6	8,5	-24,2	-6,0	1,3	-3,8	10,4
	Décembre	45,9	23,3	-37,5	30,4	6,1	-0,8	27,7	-36,4	37,7	0,9	-3,2	-2,4
2012	Janvier	-50,6	-10,0	-24,2	20,7	-3,5	-21,5	5,8	-15,0	-7,2	8,8	-4,1	-0,4
	Février	6,5	-4,3	-15,2	5,7	-3,0	-16,3	2,3	25,7	-4,7	9,1	6,2	1,0
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2012	Février	53,3	13,2	-294,0	176,3	45,9	-62,1	52,9	99,0	-107,0	148,3	-19,7	0,6

## G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE

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

## 7.5 Échanges de biens

 1. Valeurs et volumes par groupes de produits <sup>1)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total				Pour mémoire : produits manufac- turés	Total			Pour mémoire :		
			Biens inter- médiaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Biens inter- médiaires		Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Produits manufac- turés	Pétrole		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2010	20,0	22,5	1 533,6	764,0	311,6	419,9	1 268,8	1 547,9	948,0	230,0	348,4	1 019,8	250,0
2011	12,8	12,5	1 737,8	872,2	350,8	472,0	1 423,0	1 745,0	1 117,6	236,0	364,2	1 097,5	317,9
2011 T1	21,7	24,2	426,7	215,1	85,6	115,9	350,2	435,2	277,1	59,4	91,7	277,4	74,5
T2	13,2	13,0	429,9	215,9	87,5	116,1	350,9	436,4	280,7	59,0	90,1	276,1	78,0
T3	9,6	9,8	437,1	219,6	87,6	118,9	358,3	441,1	283,7	59,3	91,7	275,7	82,2
T4	8,3	4,7	444,2	221,6	90,1	121,1	363,6	432,3	276,2	58,3	90,7	268,3	83,2
2011 Septembre	9,8	8,6	146,8	73,7	29,2	40,1	119,3	144,9	93,3	19,3	30,5	91,0	27,8
Octobre	5,7	8,2	144,4	72,6	27,9	39,5	116,7	144,1	91,9	19,6	30,2	89,4	27,7
Novembre	10,2	4,5	149,1	74,1	31,3	40,2	122,1	144,5	92,2	19,5	30,2	88,8	28,2
Décembre	9,0	1,4	150,8	74,9	31,0	41,3	124,7	143,7	92,1	19,2	30,3	90,1	27,3
2012 Janvier	10,9	3,8	153,1	76,2	30,1	41,6	122,9	147,9	93,8	20,3	30,3	90,6	28,5
Février	11,2	6,9	156,8	76,2	30,1	41,6	126,2	153,1	93,8	20,3	30,3	91,9	28,5
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,6	133,9	121,1	113,3	131,9	143,3	128,2	104,7
2011	7,4	2,5	147,6	142,1	152,0	154,6	145,0	124,0	116,9	133,7	143,1	133,0	100,8
2011 T1	13,5	7,9	145,9	141,7	148,6	152,3	143,2	125,2	118,3	132,7	145,1	133,8	100,0
T2	8,4	3,0	147,0	140,9	153,2	153,9	144,1	124,3	116,9	135,0	143,9	134,7	96,4
T3	5,4	2,9	148,2	142,6	152,3	155,4	146,1	125,3	118,5	136,2	143,4	133,8	103,8
T4	3,1	-3,1	149,3	143,1	153,9	156,7	146,7	121,4	114,0	131,0	140,1	129,5	103,0
2011 Août	9,4	5,1	150,2	144,4	156,2	158,0	149,4	127,4	119,7	140,6	145,3	136,0	103,4
Septembre	5,5	1,9	149,1	143,8	152,1	156,7	146,0	123,7	117,0	132,4	143,4	132,7	105,2
Octobre	0,3	0,2	145,7	140,1	144,6	153,3	141,3	121,8	114,0	134,1	140,5	129,6	104,0
Novembre	5,0	-4,0	150,9	144,6	160,4	156,6	148,6	122,2	114,7	132,0	140,2	129,3	104,6
Décembre	4,2	-5,4	151,4	144,6	156,7	160,2	150,3	120,1	113,4	126,9	139,6	129,6	100,4
2012 Janvier	6,9	-1,8	152,0	145,7	152,8	157,6	147,0	121,4	113,8	130,8	136,5	127,9	101,1

 2. Prix <sup>2)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) <sup>3)</sup>						Prix à l'importation des produits industriels (CAF)							
	Total (indice 2005 : = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufac- turés	Total (indice 2005 : = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufac- turés		
		Biens inter- médiaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Énergie			Biens inter- médiaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 T3	110,8	3,4	5,0	0,9	1,8	25,5	3,4	118,9	8,1	3,0	-1,5	2,9	26,4	3,0
T4	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 T1											1,2			1,5
2011 Octobre	110,8	3,9	4,4	1,7	2,4	24,4	3,8	119,4	9,0	1,5	0,5	4,0	28,1	3,6
Novembre	111,1	3,7	3,8	1,8	2,4	22,3	3,6	119,9	8,2	0,8	0,5	3,4	26,6	3,0
Décembre	111,4	3,1	3,1	1,9	2,2	14,8	3,0	120,2	5,6	-1,0	0,6	2,8	17,8	1,8
2012 Janvier	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,8	3,2	121,8	5,2	-1,3	1,4	2,4	16,2	1,8
Février	113,0	3,1	1,6	2,0	2,5	19,0	3,0	122,9	4,6	-1,5	0,9	2,0	15,3	1,2
Mars											1,2			1,3

Source : Eurostat

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

## 7.5 Échanges de biens

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

### 3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
		Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE					Chine	Japon				
															1
<b>Exportations (FAB)</b>															
2010	1 533,6	30,2	52,6	194,8	208,2	63,0	92,8	47,4	180,6	356,6	94,8	34,6	104,0	73,4	130,1
2011	1 737,8	32,8	60,3	213,2	241,1	79,8	108,9	56,6	197,6	406,1	115,4	39,4	111,1	84,5	145,6
2010 T3	397,2	7,5	13,4	50,0	53,7	16,9	23,9	12,2	47,9	92,3	24,0	8,9	26,4	19,4	33,6
T4	406,2	8,2	14,2	50,4	55,9	17,4	24,8	13,3	46,3	93,6	25,6	9,0	27,1	19,0	35,9
2011 T1	426,7	8,1	15,0	53,0	59,2	18,6	25,8	15,3	49,6	99,8	28,8	9,3	27,9	20,2	34,1
T2	429,9	8,2	15,4	52,7	60,5	19,7	26,1	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	26,8	20,7	38,9
T3	437,1	8,3	15,6	53,6	61,1	20,6	28,7	13,6	48,6	101,7	28,7	10,2	27,8	21,7	35,7
T4	444,2	8,3	14,4	53,9	60,3	20,9	28,2	13,5	51,2	106,2	30,6	10,5	28,5	21,9	37,0
2011 Septembre	146,8	2,8	5,1	17,8	20,4	7,0	9,9	4,5	15,8	34,1	9,6	3,4	9,5	7,2	12,6
Octobre	144,4	2,7	4,8	17,7	19,7	6,6	9,3	4,4	15,7	34,5	10,2	3,6	9,2	6,8	12,9
Novembre	149,1	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,4	4,4	17,5	35,6	10,2	3,5	9,6	7,2	12,3
Décembre	150,8	2,8	4,9	18,0	20,3	7,2	9,5	4,7	18,0	36,2	10,1	3,4	9,7	7,9	11,7
2012 Janvier	153,1	2,8	5,0	18,6	20,3	7,1	9,9	4,7	18,2	35,9	10,5	3,5	9,7	7,7	13,2
Février	156,8	.	.	.	.	7,5	9,8	4,8	18,6	37,4	11,0	3,6	10,2	8,0	.
<i>part en pourcentage du total des exportations</i>															
2011	100,0	1,9	3,5	12,3	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
<b>Importations (CAF)</b>															
2010	1 547,9	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,8	208,6	51,4	118,8	75,3	95,5
2011	1 745,0	29,7	53,2	166,1	226,5	138,4	80,1	34,8	139,4	548,0	216,9	52,5	128,3	90,5	110,1
2010 T3	400,6	6,9	12,4	37,5	49,9	28,2	18,6	7,7	34,3	130,5	55,8	13,2	29,9	19,4	25,2
T4	408,9	7,0	12,5	38,6	52,3	30,3	17,9	8,1	34,2	129,0	54,4	13,1	32,5	21,0	25,4
2011 T1	435,2	7,2	13,3	40,9	55,6	36,0	19,1	9,0	35,4	135,8	54,7	13,7	34,9	21,5	26,6
T2	436,4	7,6	13,5	41,2	56,4	34,3	19,3	8,8	34,2	139,4	55,7	12,7	30,6	21,9	29,4
T3	441,1	7,4	13,8	42,3	57,2	33,0	22,0	8,5	34,5	139,1	54,6	13,2	31,2	23,5	28,7
T4	432,3	7,5	12,7	41,8	57,3	35,1	19,8	8,5	35,4	133,7	52,0	12,8	31,6	23,6	25,3
2011 Septembre	144,9	2,5	4,5	14,2	19,2	10,4	7,0	2,6	11,8	44,8	17,3	4,3	10,6	7,6	9,7
Octobre	144,1	2,4	4,2	13,8	18,8	12,0	6,6	2,9	11,9	44,9	17,6	4,3	10,7	7,7	8,2
Novembre	144,5	2,6	4,3	14,0	19,3	11,7	6,8	2,7	11,7	44,5	17,1	4,3	10,4	7,7	8,8
Décembre	143,7	2,5	4,2	14,0	19,2	11,4	6,4	2,9	11,8	44,2	17,3	4,3	10,6	8,1	8,4
2012 Janvier	147,9	2,4	4,4	14,0	18,9	11,6	6,8	2,7	12,2	44,5	17,7	4,1	12,0	7,7	10,7
Février	153,1	.	.	.	.	12,5	6,8	2,8	12,3	46,4	18,5	4,3	13,1	8,2	.
<i>part en pourcentage du total des importations</i>															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,4	5,2	6,3
<b>Solde</b>															
2010	-14,2	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,0	16,7	50,7	-138,2	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	34,6
2011	-7,2	3,1	7,1	47,1	14,6	-58,6	28,8	21,9	58,1	-141,8	-101,6	-13,0	-17,2	-6,0	35,6
2010 T3	-3,4	0,6	1,0	12,5	3,8	-11,3	5,3	4,5	13,6	-38,2	-31,8	-4,3	-3,5	0,0	8,4
T4	-2,7	1,3	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,8	5,2	12,1	-35,4	-28,8	-4,1	-5,4	-1,9	10,5
2011 T1	-8,5	0,8	1,7	12,1	3,7	-17,4	6,8	6,3	14,3	-36,0	-26,0	-4,5	-7,0	-1,4	7,5
T2	-6,5	0,7	2,0	11,5	4,1	-14,6	6,8	5,5	13,9	-41,0	-28,3	-3,1	-3,8	-1,2	9,5
T3	-4,0	0,9	1,7	11,3	3,9	-12,4	6,7	5,1	14,1	-37,4	-25,9	-3,1	-3,3	-1,7	6,9
T4	11,9	0,7	1,7	12,1	2,9	-14,3	8,5	5,0	15,8	-27,5	-21,4	-2,4	-3,1	-1,7	11,6
2011 Septembre	1,9	0,3	0,6	3,7	1,2	-3,4	2,9	1,9	4,0	-10,7	-7,7	-0,8	-1,1	-0,4	2,9
Octobre	0,2	0,3	0,6	3,9	0,9	-5,4	2,8	1,5	3,9	-10,4	-7,3	-0,7	-1,5	-0,9	4,7
Novembre	4,5	0,1	0,4	4,2	1,0	-4,7	2,6	1,7	5,8	-9,0	-6,8	-0,8	-0,8	-0,5	3,6
Décembre	7,1	0,3	0,7	4,0	1,1	-4,2	3,1	1,8	6,2	-8,1	-7,2	-0,9	-0,9	-0,2	3,4
2012 Janvier	5,3	0,4	0,6	4,6	1,4	-4,4	3,1	2,0	6,0	-8,6	-7,2	-0,6	-2,3	0,0	2,5
Février	3,7	.	.	.	.	-5,0	3,0	2,0	6,2	-9,0	-7,5	-0,7	-2,9	-0,2	.

Source : Eurostat



## TAUX DE CHANGE

### 8.1 Taux de change effectifs <sup>1)</sup>

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUM dans l'industrie manufacturière)	Taux réel (sur la base des CUM dans l'ensemble de l'économie)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,4	95,8	112,1	97,6
2011 T1	102,7	100,2	97,1	94,9	105,7	95,3	110,7	96,7
T2	105,2	102,6	99,3	97,1	109,0	97,7	113,5	99,0
T3	103,5	100,6	97,6	95,1	108,1	95,7	112,5	97,7
T4	102,1	99,4	96,3	93,3	106,9	94,5	111,6	97,0
2012 T1	99,5	96,9	94,3	-	-	-	108,3	94,1
2011 Avril	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6
Mai	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
Juin	105,0	102,2	99,0	-	-	-	113,4	98,8
Juillet	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
Août	103,9	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
Septembre	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,4
Octobre	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,9
Novembre	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
Décembre	100,8	98,2	95,1	-	-	-	110,3	95,8
2012 Janvier	98,9	96,3	93,6	-	-	-	108,0	93,7
Février	99,6	97,2	94,6	-	-	-	108,4	94,1
Mars	99,8	97,3	94,8	-	-	-	108,6	94,3
Avril	99,5	96,9	94,5	-	-	-	108,4	94,1
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>							
2012 Avril	-0,4	-0,4	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>							
2012 Avril	-6,0	-6,2	-5,5	-	-	-	-4,9	-5,6

### G39 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— TCE-20 nominal  
 - - - TCE-20 réel déflaté de l'IPC



### G40 Taux de change bilatéraux

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— EUR/USD  
 - - - EUR/JPY  
 - - - EUR/GBP



Source : BCE

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

## 8.2 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Lev bulgare	Couronne tchèque	Couronne danoise	Lats letton	Litas lituanien	Forint hongrois	Zloty polonais	Nouveau leu roumain	Couronne suédoise	Livre sterling	Kuna croate	Nouvelle livre turque
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 T3	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
T4	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2012 T1	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
2011 Octobre	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
Novembre	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
Décembre	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 Janvier	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
Février	1,9558	25,042	7,4341	0,6988	3,4528	290,68	4,1835	4,3513	8,8196	0,83696	7,5815	2,3264
Mars	1,9558	24,676	7,4354	0,6977	3,4528	292,26	4,1370	4,3668	8,8873	0,83448	7,5358	2,3631
Avril	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2012 Avril	0,0	0,5	0,1	0,2	0,0	0,9	1,0	0,3	-0,3	-1,5	-0,5	-0,5
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2012 Avril	0,0	2,1	-0,2	-1,4	0,0	11,1	5,3	6,8	-1,2	-6,9	1,8	7,0
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Couronne islandaise <sup>1)</sup>	Roupie indienne <sup>2)</sup>	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14 443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12 041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 T3	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12 181,09	5,0174	109,77	4,2666	
T4	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12 111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2012 T1	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	-	65,8991	11 901,67	4,9431	103,99	4,0121	
2011 Octobre	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12 150,54	5,0253	105,06	4,2963	
Novembre	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12 214,99	5,0521	105,02	4,2756	
Décembre	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11 965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 Janvier	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11 709,25	4,9141	99,33	4,0151	
Février	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	-	65,0589	11 913,82	4,9474	103,77	3,9978	
Mars	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	-	66,5399	12 082,50	4,9679	108,88	4,0229	
Avril	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	-	68,1939	12 068,69	4,9362	107,00	4,0277	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2012 Avril	1,4	3,1	-0,4	-0,5	-0,3	-	2,5	-0,1	-0,6	-1,7	0,1	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2012 Avril	-6,9	6,6	-5,5	-12,0	-9,0	-	6,4	-3,4	-0,4	-11,1	-7,4	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des États-Unis	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1 772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1 531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 T3	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1 532,60	1,1649	42,574	1,4127	
T4	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1 542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2012 T1	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1 482,75	1,2080	40,630	1,3108	
2011 Octobre	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1 578,17	1,2295	42,297	1,3706	
Novembre	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1 537,42	1,2307	41,969	1,3556	
Décembre	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1 513,26	1,2276	41,099	1,3179	
2012 Janvier	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1 474,96	1,2108	40,718	1,2905	
Février	16,9159	1,5845	7,5522	56,419	39,4232	1,6585	10,1289	1 485,58	1,2071	40,614	1,3224	
Mars	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1 487,83	1,2061	40,557	1,3201	
Avril	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1 495,40	1,2023	40,639	1,3162	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2012 Avril	2,2	-0,1	0,5	-0,9	0,1	-1,0	2,6	0,5	-0,3	0,2	-0,3	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2012 Avril	1,6	-12,2	-3,0	-10,0	-4,3	-8,7	6,0	-4,6	-7,4	-6,4	-8,9	

Source : BCE

1) Le dernier taux de change de la couronne islandaise est celui du 3 décembre 2008.

2) Pour cette devise, la BCE calcule et diffuse les taux de change de référence de l'euro à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009. Les données antérieures sont fournies à titre indicatif.



## ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

### 9.1 Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Bulgarie	République tchèque	Danemark	Lettonie	Lituanie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Suède	Royaume-Uni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IPCH</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 T4	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2012 T1	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
2012 Janvier	1,9	3,8	2,8	3,4	3,4	5,6	4,1	2,8	0,7	3,6
Février	2,0	4,0	2,7	3,3	3,7	5,8	4,4	2,7	1,0	3,4
Mars	1,7	4,2	2,7	3,2	3,7	5,5	3,9	2,5	1,1	3,5
<b>Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB</b>										
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
<b>Dettes publique brute en pourcentage du PIB</b>										
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
<b>Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2011 Octobre	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,72	1,90	2,52
Novembre	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
Décembre	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,39	1,68	2,12
2012 Janvier	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	1,47
Février	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	1,48
Mars	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	1,54
<b>Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2011 Octobre	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
Novembre	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
Décembre	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
2012 Janvier	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
Février	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
Mars	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
<b>PIB en volume</b>										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,1	2,1
2011	1,7	1,7	1,0	5,5	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,7
2011 T3	1,6	1,3	0,0	5,9	6,7	1,5	4,2	3,4	4,4	0,3
T4	1,6	0,6	0,5	5,9	5,2	1,5	4,4	2,2	1,2	0,5
2012 T1	.	.	.	.	4,3	.	.	.	.	0,0
<b>Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB</b>										
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,7	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	7,1	-1,7
2011 T2	0,6	-5,9	7,0	-0,7	-2,1	3,2	-2,1	-7,5	6,7	-0,3
T3	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
T4	-4,1	-0,6	5,9	2,6	-1,6	3,2	-1,4	-1,8	5,3	-1,6
<b>Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,9	59,4	68,5	210,5	416,9
2010	102,8	56,5	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,9
2011 T2	95,9	55,6	181,8	154,6	85,4	137,2	68,7	76,5	188,2	416,8
T3	93,3	57,9	183,5	151,4	82,0	146,9	73,6	76,9	196,4	434,2
T4	92,0	58,4	182,8	145,9	80,8	145,3	72,2	73,5	194,7	426,0
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,2	7,9	-1,9	1,7
2011	1,1	0,2	0,3	2,1	-0,2	4,4	0,9	1,7	-0,9	1,6
2011 T2	-0,1	0,4	-0,8	3,1	-1,1	5,8	0,1	1,9	-1,0	1,1
T3	3,1	0,0	0,9	2,1	-0,9	6,0	2,0	3,9	-0,9	2,4
T4	4,8	0,4	1,5	2,1	3,1	3,4	0,3	0,3	0,4	3,3
<b>Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)</b>										
2010	10,2	7,3	7,5	18,7	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,2	6,7	7,6	15,4	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 T4	11,6	6,6	7,8	14,6	14,3	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2012 T1	12,4	6,7	7,9	.	.	11,2	10,1	7,3	7,5	.
2012 Janvier	12,2	6,7	7,9	.	.	11,3	10,1	7,2	7,6	8,2
Février	12,5	6,8	7,9	.	.	11,1	10,1	7,1	7,5	.
Mars	12,6	6,7	8,1	.	.	11,2	10,1	7,5	7,3	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE

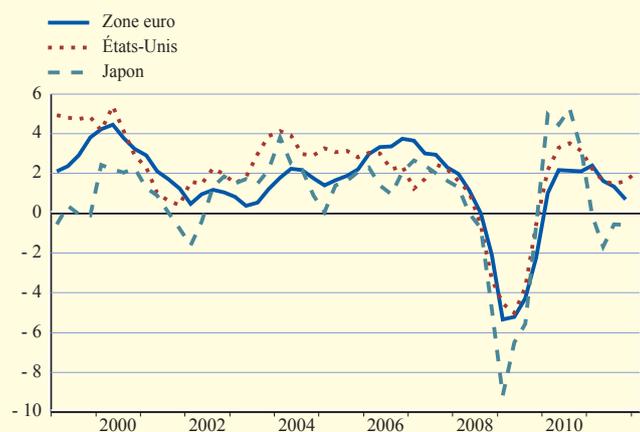
## 9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup>	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) <sup>2)</sup>	Agrégat monétaire large <sup>3)</sup>	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois <sup>4)</sup>	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans <sup>4)</sup> ; fin de période	Taux de change <sup>5)</sup> des monnaies nationales pour un euro	Solde budgétaire déficit (-)/ excédent (+) (en % du PIB)	Dettes publiques brutes <sup>6)</sup> (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>États-Unis</b>											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,9	1,7	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 T1	2,1	1,3	2,2	6,8	9,0	4,7	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,3
T2	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
T3	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-9,6	84,9
T4	3,3	3,1	1,6	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 T1	2,8	.	2,1	5,5	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	.	.
2011 Décembre	3,0	-	-	4,7	8,5	9,7	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 Janvier	2,9	-	-	5,4	8,3	10,4	0,57	1,97	1,2905	-	-
Février	2,9	-	-	6,0	8,3	10,1	0,50	2,15	1,3224	-	-
Mars	2,7	-	-	5,1	8,2	9,8	0,47	2,38	1,3201	-	-
Avril	.	-	-	.	.	.	0,47	2,11	1,3162	-	-
<b>Japon</b>											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 T1	-0,5	0,4	-0,1	-1,3	4,8	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
T2	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
T3	0,1	0,6	-0,5	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
T4	-0,3	.	-0,6	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 T1	0,3	.	.	4,6	.	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
2011 Décembre	-0,2	-	-	-3,0	4,5	3,2	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 Janvier	0,1	-	-	-1,6	4,7	3,1	0,20	0,98	99,33	-	-
Février	0,3	-	-	1,5	4,5	3,0	0,20	1,01	103,77	-	-
Mars	0,5	-	-	14,0	.	3,0	0,20	1,05	108,88	-	-
Avril	.	-	-	.	.	.	0,20	0,94	107,00	-	-

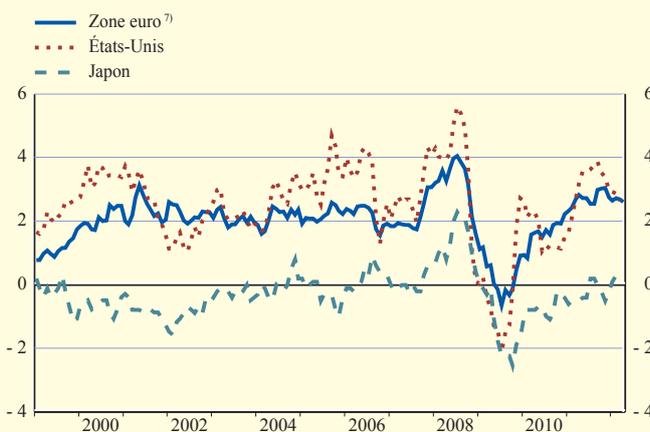
### G41 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



### G42 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11)

1) Corrigés des variations saisonnières. Les données relatives aux États-Unis concernent le secteur privé marchand non agricole.

2) Les données japonaises de mars à août 2011 ne comprennent pas les trois préfectures les plus touchées par le séisme. Ces dernières sont réintégrées à partir de septembre 2011.

3) Moyennes pour la période considérée, M2 pour les États-Unis, M2 et certificats de dépôt pour le Japon

4) En pourcentage annuel. Pour plus de précisions concernant le taux des dépôts interbancaires à 3 mois, cf. la section 4.6

5) Pour de plus amples informations, cf. la section 8.2

6) Dette brute consolidée pour le secteur des administrations publiques (fin de période)

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



## LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Total des dépôts par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G10	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G11	Total des dépôts par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G12	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76





## NOTES TECHNIQUES

### VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  est l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$  (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECTION 1.3

#### CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre  $D$  de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont  $R_{1,MRO}$  (sur  $D_1$  jours),  $R_{2,MRO}$  (sur  $D_2$  jours), etc., jusqu'à  $R_{i,MRO}$  (sur  $D_i$  jours), où  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , le taux annualisé applicable ( $R_{LTRO}$ ) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### 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 2008. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels  $a_t$  relatifs au mois  $t$ , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle  $a_t^M$  peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , où  $a_t$  est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si  $F_{t-3}$  et  $L_{t-3}$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés

pour le trimestre s'achevant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois  $t$  (c'est-à-dire  $a_t$ ) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

#### DÉSaisonnalisation des statistiques monétaires de la zone euro <sup>1</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA <sup>2</sup>. La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés <sup>3</sup>. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu))

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2008) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

## SECTIONS 3.1 À 3.5

### ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

### CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal

au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts en capital plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine). Les autres variations des actifs non financiers sont actuellement exclues en raison de l'indisponibilité des données.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la

somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Enfin, les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs et les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) représentent le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations totales des passifs.

#### SECTIONS 4.3 ET 4.4

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si  $N_t^M$  représente les transactions (émissions nettes) pour le mois  $t$  et  $L_t$  l'encours à la fin du mois  $t$ , l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  représente l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$ . De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

#### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES<sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de

<sup>4</sup> Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu))

titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois  $t$ , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TABLEAU 1 DE LA SECTION 5.1

##### DÉSaisonnalisation de l'IPCH <sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S80). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

#### TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1

##### DÉSaisonnalisation du compte de transactions courantes de la balance des paiements

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrigées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrigées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

#### SECTION 7.3

##### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES

Le taux de croissance relatif au trimestre  $t$  est calculé à partir des flux trimestriels ( $F_t$ ) et des encours ( $L_t$ ) comme suit :

$$r) a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.





## NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

En règle générale, la date d'arrêt des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 2 mai 2012 pour la présente publication.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2011 ont trait à l'Euro 17 (la zone euro intégrant l'Estonie) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve (et, pour des raisons de cohérence, les composantes et contreparties de M3 et les composantes de l'IPCH), les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

La composition de la zone euro a changé à plusieurs reprises au cours du temps. Lors de l'introduction de l'Euro en 1999, la zone euro était composée des onze pays suivants (l'Euro 11) : Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande. La Grèce a rejoint la zone euro en 2001, formant l'Euro 12, devenu l'Euro 13 avec l'entrée de la Slovénie en 2007, l'Euro 15 avec celles de Chypre et de Malte en 2008, et l'Euro 16 avec celle de la Slovaquie en 2009. Enfin, l'Estonie a rejoint la zone euro en 2011, portant à 17 le nombre de pays participants.

### SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION FIXE

Les séries statistiques agrégées correspondant à des compositions fixes de la zone euro se rapportent à une composition fixe donnée pour l'ensemble de la série chronologique, indépendamment de la composition au moment de chaque observation. Par exemple, les séries agrégées sont calculées pour l'Euro 17 (c'est-à-dire par agrégation des données des dix-sept pays qui composent actuellement la zone euro) pour toutes les années, bien que la zone n'existe dans cette composition que depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011. Sauf indication contraire, les séries statistiques du *Bulletin mensuel* de la BCE se rapportent à la composition en vigueur au moment de la publication.

### SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION CHANGEANTE

Les séries statistiques agrégées avec une composition changeante tiennent compte de la composition de la zone euro au moment de chaque observation. Par exemple, les séries statistiques agrégées reflétant les modifications de la composition de la zone euro sont constituées par les données relatives à l'Euro 11 sur la période s'achevant fin 2000, par les données relatives à l'Euro 12 sur la période allant de 2001 à fin 2006, et ainsi de suite. Avec cette approche, chaque série statistique recouvre la totalité des différentes compositions de la zone euro.

Pour l'IPCH, ainsi que pour les agrégats monétaires et leurs contreparties, les taux de variation annuels sont calculés à partir d'indices chaînés, les séries des pays entrants étant raccordées à l'indice de décembre pour la zone euro. Par conséquent, si un pays rejoint la zone euro en janvier d'une année donnée, les taux de variation annuels se rapportent à la composition de la zone jusqu'à décembre inclus de l'année précédente, et ensuite à sa composition élargie. Le calcul des variations en pourcentage repose sur un indice chaîné, tenant compte des modifications de la composition de la zone euro. Les variations absolues des agrégats monétaires et de leurs contreparties (opérations) se rapportent à la composition de la zone euro au moment de chaque observation.

Étant donné que la composition de l'unité de compte européenne (écu) ne coïncide pas avec les anciennes monnaies des pays ayant adopté l'euro, les chiffres antérieurs à 1999, exprimés initialement dans les monnaies participantes et convertis en écus aux taux de change du moment, sont affectés par le comportement des monnaies des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro. Pour éviter l'incidence de cet écart sur les statistiques monétaires, les données antérieures à 1999<sup>1</sup> sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Suède et le Royaume-Uni.

Dans la plupart des cas, la terminologie utilisée dans les tableaux correspond aux normes internationales, telles que figurant dans le Système européen de comptes 1995 et dans le *Manuel de la balance des paiements* du FMI. Les flux désignent les échanges volontaires (mesurés directement ou indirectement), tandis que les flux au sens large recouvrent également les variations des encours liées aux évolutions des prix et des taux de change, aux abandons de créances et autres changements.

## VUE D'ENSEMBLE

Les évolutions des principaux indicateurs pour la zone euro sont retracées dans un tableau synthétique.

## STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La section 1.4 présente les statistiques relatives aux réserves obligatoires et aux facteurs de la liquidité. Les périodes de constitution des réserves obligatoires débutent chaque mois le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs, à l'ordre du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. Elles s'achèvent le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. Les observations annuelles/trimestrielles se rapportent aux moyennes de la dernière période de constitution de l'année/du trimestre.

Le tableau 1 de la section 1.4 présente les composantes de l'assiette des réserves des établissements de crédit astreints au régime des réserves obligatoires. Les engagements vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Lorsqu'un établissement de crédit ne peut justifier du montant des engagements sous la forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire de l'assiette de ses réserves un certain pourcentage de ces engagements. Le pourcentage de déduction appliqué sur les encours de ces titres inclus dans l'assiette des réserves était de 10 % jusqu'en novembre 1999 et s'élève depuis à 30 %.

Le tableau 2 de la section 1.4 contient les données moyennes relatives aux périodes de constitution achevées. Tout d'abord, le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement de crédit est calculé en appliquant au montant des engagements assujettis les taux de réserves définis pour les catégories d'engagements correspondantes, à partir des données de bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite, chaque établissement de

<sup>1</sup> Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro (colonne 1). Les avoirs en compte courant (colonne 2) sont la moyenne des avoirs quotidiens de réserves agrégés des établissements de crédit, y compris ceux servant à satisfaire à l'obligation de réserves. Les excédents de réserves (colonne 3) sont la moyenne des excédents d'avoirs de réserve sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer. Les déficits de réserves (colonne 4) sont définis en termes de moyenne des déficits constatés par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution, calculés pour les établissements de crédit qui n'ont pas satisfait à leurs obligations de réserves. Le taux de rémunération des réserves obligatoires (colonne 5) est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. section 1.3).

Le tableau 3 de la section 1.4 présente la position de liquidité du système bancaire, définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Tous les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres opérations d'absorption de la liquidité (colonne 7) s'entendent hors émissions de certificats de dette effectuées par les BCN durant la phase II de l'UEM. Les autres facteurs nets (colonne 10) représentent les autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les comptes courants des établissements de crédit (colonne 11) correspondent à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10). La base monétaire (colonne 12) est calculée comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 8) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

### STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Le chapitre 2 présente les statistiques de bilan des IFM et des autres sociétés financières. Ces dernières

recouvrent les OPCVM (autres que les OPCVM monétaires, qui appartiennent au secteur des IFM), les véhicules financiers *ad hoc*, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

La section 2.1 présente le bilan agrégé du secteur des IFM, c'est-à-dire la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Les IFM recouvrent les banques centrales, les établissements de crédit tels que définis par la législation de l'UE, les OPCVM monétaires et les autres institutions dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM, et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Une liste complète des IFM est publiée sur le site internet de la BCE.

La section 2.2 présente le bilan consolidé du secteur des IFM, obtenu en effectuant une compensation entre les bilans agrégés des IFM de la zone euro. En raison d'une certaine hétérogénéité des méthodes d'enregistrement, la somme des positions entre les IFM n'est pas toujours égale à zéro ; le solde figure dans la colonne 10, au passif de la section 2.2. La section 2.3 présente les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties. Ils sont tirés du bilan consolidé des IFM et comprennent les positions des non-IFM résidentes de la zone euro auprès des IFM résidentes de la zone euro ; ils englobent aussi certains avoirs/engagements monétaires de l'administration centrale. Les statistiques relatives aux agrégats monétaires et à leurs contreparties sont corrigées des variations saisonnières et de l'incidence des jours ouvrés. Dans les sections 2.1 et 2.2, le poste « Engagements envers les non-résidents » présente les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en (a) titres d'OPCVM monétaires établis dans la zone euro et (b) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. En revanche, dans la section 2.3, ces portefeuilles de titres sont exclus des agrégats monétaires et sont enregistrés dans le poste « Créances nettes sur les non-résidents ».

La section 2.4 contient une analyse, ventilée par secteurs, catégories et durées initiales, des

prêts accordés par les IFM de la zone euro hors Eurosysteme (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32<sup>2</sup>. Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8<sup>3</sup> relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30<sup>4</sup> depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section

2 JO L 15 du 20.1.2009  
3 JO L 211 du 11.8.2007  
4 JO L 15 du 20.1.2009

contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

### COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal

à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) figurent également.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les autres intermédiaires financiers (y compris les auxiliaires financiers), et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des comptes non financiers de la zone euro (à savoir les comptes 1 à 5 présentés ci-dessus) qui suivent également la séquence de comptes simplifiée.

La section 3.3 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans les sections 3.1 et 3.2.

La section 3.4 recense des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation des sociétés non financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des flux financiers cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) et les encours des comptes de patrimoine financier des sociétés d'assurance et fonds de pension.

## MARCHÉS FINANCIERS

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 16 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un

taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre

les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée

(par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, n° 1 051, Londres (1994)

Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

#### **PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL**

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH et des estimations empiriques des prix administrés fondées sur l'IPCH, calculées par la BCE.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, les

entrées de commandes dans l'industrie, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles<sup>6</sup>. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév. 2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques<sup>7</sup>, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév. 2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007<sup>8</sup>. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que

<sup>6</sup> JO L 162 du 5.6.1998

<sup>7</sup> JO L 393 du 30.12.2006

<sup>8</sup> JO L 155 du 15.6.2007

l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre<sup>9</sup> et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003<sup>10</sup> en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 3 de la section 5.1) sur la base de données nationales non harmonisées.

Les composantes de coûts unitaires de main-d'œuvre (tableau 4 de la section 5.1), le PIB et ses composantes (tableaux 1 et 2 de la section 5.2), les déflateurs du PIB (tableau 3 de la section 5.1) ainsi que les statistiques de l'emploi (tableaux 1, 2 et 3 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 95<sup>11</sup>.

Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010<sup>12</sup> introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les entrées de commandes dans l'industrie (tableau 4 de la section 5.2) mesurent les commandes reçues durant la période de référence et

recouvrent les industries travaillant essentiellement à partir de commandes, en particulier le textile, le papier-carton, les produits chimiques, les produits métalliques, les biens d'équipement et les biens de consommation durables. Les données sont calculées sur la base des prix courants.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, hors carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial. La série relative à la zone euro exclut Chypre et Malte.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Les taux de chômage (tableau 4 de la section 5.3) suivent les recommandations de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ils font référence aux personnes activement à la recherche d'un emploi, rapportées à l'ensemble de la population active, sur la base de critères et de définitions harmonisés. Les estimations relatives à la population active servant à calculer le taux de chômage ne correspondent pas à la somme des niveaux d'emploi et de chômage figurant dans la section 5.3.

## FINANCES PUBLIQUES

Les sections 6.1 à 6.5 présentent la situation budgétaire des administrations publiques dans la zone euro. Les données sont en grande partie consolidées et sont établies à partir de la

9 JO L 69 du 13.3.2003  
10 JO L 169 du 8.7.2003  
11 JO L 310 du 30.11.1996  
12 JO L 210 du 11.8.2010

méthodologie du SEC 95. Les agrégats annuels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont calculés par la BCE à partir de données harmonisées fournies par les BCN, régulièrement mises à jour. Les données relatives au déficit et à la dette des pays de la zone euro peuvent différer de celles utilisées par la Commission européenne dans le cadre de la procédure de déficit excessif (PDE). Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000<sup>13</sup> modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la PDE. Les sections 6.1 et 6.2 englobent des données récapitulatives pour les différents pays de la zone euro, en raison de l'importance qu'elles ont dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Les déficits/excédents présentés pour chacun des pays de la zone euro correspondent à la PDE B.9 telle que définie dans le règlement (CE) n° 479/2009 du Conseil en ce qui concerne les références au SEC 95. La section 6.3 présente les variations de la dette des administrations publiques. La différence entre la variation de la dette publique et le déficit public, l'ajustement dette-déficit, s'explique essentiellement par des opérations de l'État sur des actifs financiers et par des variations de change. La section 6.4 présente les données trimestrielles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1221/2002 du Parlement européen et du Conseil du 10 juin 2002 sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques<sup>14</sup>. La section 6.5 présente les données trimestrielles relatives à la dette brute consolidée des administrations publiques, à l'ajustement dette-déficit et au besoin de financement des administrations publiques. Les calculs sont effectués à partir des données fournies par les États membres conformément au règlement (CE)

n° 501/2004 et au règlement (CE) n° 1222/2004, ainsi que des données communiquées par les BCN.

## BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

Les concepts et définitions utilisés pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure (sections 7.1 à 7.4) sont généralement conformes aux recommandations du *Manuel de la balance des paiements* du FMI (cinquième édition, octobre 1993), à l'orientation de la BCE du 16 juillet 2004 sur les obligations de déclaration statistique établies par la BCE (BCE/2004/15)<sup>15</sup> modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)<sup>16</sup>. Des informations complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de

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

statistiques extérieures (BCE/2011/23)<sup>17</sup> a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit de nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6). La BCE commencera à publier les statistiques de balance des paiements, de position extérieure et de réserves de change de la zone euro conformément à l'orientation BCE/2011/23 et au BPM6 en 2014, avec des données rétrospectives.

Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des paiements* du FMI : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation

géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE (qui, mise à part la BCE, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que, pour certaines rubriques, vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux et des organisations internationales. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir

<sup>17</sup> JO L 65 du 3.3.2012

des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements* du FMI.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions

effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du Bulletin mensuel de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le

pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à

l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

## TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-40 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Croatie, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation, des indices de prix à la production, des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier ainsi que dans l'ensemble de l'économie.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *The effective exchange rates of the euro*, L. Buldorini, S. Makrydakis et C. Thimann, Étude n° 2 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, février 2002, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies.

### **ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO**

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. En conséquence, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute incluent les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.

## ANNEXES

# CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME <sup>1</sup>



### 14 JANVIER, 4 FÉVRIER 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 4 MARS 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 12 octobre 2010, notamment le retour à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication s'effectuera le 28 avril 2010.

### 8 AVRIL, 6 MAI 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 10 MAI 2010

Le Conseil des gouverneurs adopte plusieurs mesures pour faire face aux graves tensions sur les marchés financiers. En particulier, il décide d'intervenir sur les marchés obligataires tant publics que privés de la zone euro (Programme pour les marchés de titres – *Securities Markets Programme*) et d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de

refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois effectuées en mai et juin 2010.

### 10 JUIN 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. En outre, le Conseil des gouverneurs décide d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois dont l'adjudication s'effectuera au troisième trimestre 2010.

### 8 JUILLET, 5 AOÛT 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 2 SEPTEMBRE 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 18 janvier 2011, notamment l'adoption d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois.

<sup>1</sup> La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2009 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

### **7 OCTOBRE, 4 NOVEMBRE 2010**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### **2 DÉCEMBRE 2010**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 12 avril 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

### **13 JANVIER, 3 FÉVRIER 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### **3 MARS 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 12 juillet 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

### **7 AVRIL 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 1,25 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 avril 2011. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,00 % et 0,50 % avec effet au 13 avril 2011.

### **5 MAI 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,25 %, 2,00 % et 0,50 %.

### **9 JUIN 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,25 %, 2,00 % et 0,50 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 11 octobre 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

### **7 JUILLET 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,50 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 juillet 2011. En outre, il décide de relever de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,25 % et 0,75 % avec effet au 13 juillet 2011.

**4 AOÛT 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %. Il décide également plusieurs mesures pour faire face au regain de tensions sur certains marchés financiers. En particulier, il décide que l'Eurosystème fournira des liquidités par le biais d'une opération supplémentaire de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois environ, sous la forme d'un appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 17 janvier 2012, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

**8 SEPTEMBRE 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %.

**6 OCTOBRE 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %. Il décide également des détails de ses opérations de refinancement entre octobre 2011 et le 10 juillet 2012, notamment de mener deux opérations de refinancement à plus long terme – l'une en octobre 2011, d'une durée de douze mois environ, et l'autre en décembre 2011, d'une durée de treize mois environ – et de continuer à réaliser toutes ses opérations de refinancement sous la

forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. En outre, le Conseil des gouverneurs décide de lancer un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées en novembre 2011.

**3 NOVEMBRE 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 9 novembre 2011. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,00 % et 0,50 % avec effet au 9 novembre 2011.

**8 DÉCEMBRE 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,00 %, à compter de l'opération devant être réglée le 14 décembre 2011. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 1,75 % et 0,25 % avec effet au 14 décembre 2011. Il décide également d'adopter de nouvelles mesures non conventionnelles, notamment : a) d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans environ ; b) d'accroître la disponibilité des garanties ; c) de ramener le taux des réserves à 1 % ; et d) d'interrompre temporairement les opérations de réglage fin effectuées le dernier jour de chaque période de constitution des réserves.

**12 JANVIER 2012**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.



## **9 FÉVRIER 2012**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il approuve également des critères d'éligibilité nationaux spécifiques et des mesures de contrôle des risques pour l'acceptation temporaire, dans un certain nombre de pays, de créances privées supplémentaires en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

## **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 %.



## PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

### PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

### DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

### AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Abandon de créances (*Write-off*)** : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

**Actions (*Equities*)** : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

**Administrations publiques (*General government*)** : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

**Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [*Deficit-debt adjustment (general government)*]** : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

**Appel d'offres à taux fixe (*Fixed rate tender*)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

**Appel d'offres à taux variable (*Variable rate tender*)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

**Autres investissements (*Other investment*)** : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

**Avoirs de réserve internationaux (*International reserves*)** : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

**Balance des paiements [*Balance of payments (b.o.p.)*]** : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

**Besoin de financement des administrations publiques [*Borrowing requirement (general government)*]** : accroissement net de la dette des administrations publiques.

**Bilan consolidé du secteur des IFM (*Consolidated balance sheet of the MFI sector*)** : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple).

Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

**Compte de capital (*Capital account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

**Comptes de capital (*Capital accounts*)** : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

**Compte financier (*Financial account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

**Comptes financiers (*Financial accounts*)** : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

**Compte de revenus (*Income account*)** : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

**Compte de transactions courantes (*Current account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

**Compte de transferts courants (*Current transfers account*)** : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

**Courbe des rendements (*Yield curve*)** : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

**Cours pivot [*Central parity (ou central rate)*]** : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

**Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*)** : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

**Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*)** : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

**Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*]** : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

**Déflation (*Deflation*)** : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

**Désinflation (*Disinflation*)** : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

**Dettes (comptes financiers) [*Debt (financial accounts)*]** : prêts souscrits par les ménages et prêts, titres de créance et provisions pour fonds de pension des sociétés non financières (résultant des engagements directs de l'employeur au titre de la retraite de ses salariés), comptabilisés aux prix de marché en fin de période.

**Dettes des administrations publiques [*Debt (general government)*]** : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions et participations) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

**Dettes extérieures brutes (*Gross external debt*)** : montant des engagements contractuels en cours effectifs (c'est-à-dire non conditionnels) d'une économie comportant obligation de remboursement du principal et/ou de paiement des intérêts à des non-résidents à un moment donné futur.

**Échanges de biens (*External trade in goods*)** : exportations et importations de biens avec les pays hors zone euro, mesurées en termes de valeur et d'indices de volume et de valeur unitaire. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et avec le reste du monde, et englobant les biens et les services. Elles ne sont pas 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'acquies un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes. Ce poste enregistre les transactions/positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux actifs à l'étranger (« investissements directs des résidents à l'étranger ») et les transactions/positions nettes des non-résidents relatives aux actifs de la zone euro (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »).

**Investissements de portefeuille (*Portfolio investment*)** : transactions et/ou positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions

et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire). Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part du capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote.

**M1** : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des IFM et de l'administration centrale (par exemple : Poste, Trésor).

**M2** : agrégat monétaire intermédiaire comprenant M1 plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des IFM et de l'administration centrale.

**M3** : agrégat monétaire large comprenant M2 plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM.

**MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]** : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'UEM.

**Obligations d'État indexées (*Inflation-indexed government bonds*)** : titres de créance émis par les administrations publiques, dont les versements de coupons et la valeur du principal sont liés à un indice de prix à la consommation spécifique.

**Offres d'emploi (*Job vacancies*)** : terme collectif désignant à la fois les créations d'emploi récentes, les emplois non pourvus ou ceux appelés à être vacants dans un avenir proche et ayant donné lieu, sur la période récente, à des démarches actives de la part de l'employeur, en vue de trouver un candidat répondant au profil du poste.

**OPCVM (hors OPCVM monétaires) [*Investment funds (except money market funds)*]** : institutions financières qui regroupent les capitaux levés auprès du public et les investissent dans des actifs financiers et non financiers. Cf., également, IFM.

**Opération de cession temporaire (*Reverse transaction*)** : opération par laquelle la BCN achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

**Opération d'*open market* (*Open market operation*)** : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. Ces opérations recouvrent les opérations de cession temporaire, les opérations ferme ainsi que les reprises de liquidité en blanc, l'émission de certificats de dette et les *swaps* de change. Les opérations d'*open market* peuvent fournir ou absorber de la liquidité.

**Opération principale de refinancement [*Main refinancing operation (MRO)*]** : opération d'*open market* effectuée par l'Eurosystème de manière régulière sous forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

**Opération de refinancement à plus long terme** [*Longer-term refinancing operations (LTRO)*] : opération d'*open market* d'une durée supérieure à une semaine effectuée par l'Eurosystème sous forme d'une opération de cession temporaire. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'une échéance allant d'une période de constitution de réserves à 36 mois ont été effectuées, selon des fréquences variables.

**Opération de retrait de liquidité** (*Liquidity-absorbing operation*) : opération par laquelle l'Eurosystème absorbe de la liquidité pour réduire l'excédent de liquidité, ou afin de créer une pénurie de liquidité. Ces opérations peuvent être réalisées sous forme d'émission de certificats de dette ou de reprises de liquidité en blanc.

**Parité de pouvoir d'achat** [*Purchasing power parity (PPP)*] : taux auquel une monnaie est convertie dans une autre pour égaliser le pouvoir d'achat des deux monnaies en éliminant les différences des niveaux de prix prévalant dans les deux pays concernés. Dans leur forme la plus simple, les parités de pouvoir d'achat montrent le rapport entre des prix exprimés dans la monnaie nationale pour le même bien ou service dans différents pays.

**Point mort d'inflation** (*Break-even inflation rate*) : écart entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation d'échéance comparable (ou qui s'en rapproche le plus).

**Population active** (*Labour force*) : somme totale des personnes occupant un emploi et des chômeurs.

**Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents** (*MFI net external assets*) : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères — billets et pièces — les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

**Position extérieure** [*International investment position (i.i.p.)*] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

**Prix à la production** (*Industrial producer prices*) : prix sortie d'usine (hors coûts de transport) de tous les produits vendus par l'industrie hors construction sur le marché intérieur des pays de la zone euro, à l'exclusion des importations.

**Procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale** (*Fixed rate full-allotment tender procedure*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale (taux fixe) et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir à ce taux, en sachant à l'avance que toutes leurs soumissions seront satisfaites (allocation intégrale).

**Production industrielle** (*Industrial production*) : valeur ajoutée brute créée par l'industrie à prix constants.

**Productivité du travail** (*Labour productivity*) : production pouvant être réalisée avec une quantité donnée de facteur travail. Elle peut être mesurée de plusieurs façons mais correspond généralement au PIB en volume divisé soit par l'emploi total, soit par le nombre total d'heures travaillées.

**Produit intérieur brut (PIB) [*Gross domestic product (GDP)*]** : valeur totale des biens et services produits dans une économie moins les consommations intermédiaires, moins les impôts indirects plus les subventions d'exploitation. Le PIB peut s'entendre dans l'optique produit, dépense ou revenu. Les principaux agrégats de dépense du PIB sont la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, la variation des stocks, les exportations nettes de biens et services (y compris les échanges intra-zone euro).

**Ratio de déficit (administrations publiques) [*Deficit ratio (general government)*]** : rapport entre le déficit des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

**Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [*Debt-to-GDP ratio (general government)*]** : rapport entre la dette des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif.

**Réduction de créances (*Write-down*)** : ajustement à la baisse de la valeur des prêts enregistrés dans les bilans des IFM lorsqu'il est reconnu que les prêts sont devenus en partie irrécouvrables.

**Rémunération par tête ou par heure travaillée (*Compensation per employee or per hour worked*)** : rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, heures supplémentaires et les cotisations de sécurité sociale versées par l'employeur, divisée par le nombre total de salariés ou par le nombre total d'heures travaillées.

**Réserves obligatoires (*Reserve requirement*)** : obligation faite aux établissements de crédit de constituer un montant minimum de réserves auprès de la banque centrale sur une période de constitution. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement sur la période de constitution.

**Sociétés d'assurance et fonds de pension (*Insurance corporations and pension funds*)** : sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques.

**Soutien renforcé du crédit (*Enhanced credit support*)** : mesures non conventionnelles prises par la BCE/ l'Eurosystème au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

**Stabilité des prix (*Price stability*)** : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

**Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]** : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises

des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

**Taux directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*)** : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

**Taux d'intérêt des IFM (*MFI interest rates*)** : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

**Taux de soumission minimal (*Minimum bid rate*)** : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner aux appels d'offres à taux variable.

**Titre de créance (*Debt security*)** : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

**Titrisation (*Securitisation*)** : opération ou montage permettant la cession d'un actif ou d'un portefeuille de créances, souvent constitué de prêts (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.), du cédant (généralement un établissement de crédit) à un véhicule financier. Celui-ci transforme ces actifs en titres négociables en émettant des titres souscrits par les investisseurs. Les flux d'intérêts et de remboursement sur le portefeuille de créances qu'il a achetées aux banques permettent le service de la dette qu'il émet.

**Valeur de référence pour la croissance de M3 (*Reference value for M3 growth*)** : taux de croissance annuel de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

**Véhicule financier *ad hoc* [*Financial vehicle corporation (FVC)*]** : entité dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de titrisation. Un véhicule financier *ad hoc* émet généralement des titres négociables qui sont commercialisés auprès du grand public, ou vendus sous forme de placements privés. Ces titres sont adossés à un portefeuille d'actifs (habituellement des prêts) qui sont détenus par le véhicule financier *ad hoc*. Dans certains cas, l'opération de titrisation peut faire intervenir plusieurs véhicules financiers *ad hoc*, l'un détenant les actifs titrisés et un autre émettant les titres adossés à ces actifs.

**Volatilité (*Volatility*)** : degré de fluctuation d'une variable donnée.

**Volatilité implicite (*Implied volatility*)** : volatilité attendue (c'est-à-dire l'écart type) des taux de variation du prix d'un actif, notamment d'une obligation ou d'une action. Elle peut être calculée à partir du prix

d'un actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options, tel que le modèle Black-Scholes.

*Zone euro (Euro area)* : zone constituée par les États membres de l'UE dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Directeur de la publication :

Armand PUJAL  
Secrétaire général

Impression NAVIS, Paris  
Dépôt légal : Mai 2012

