



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



## BULLETIN MENSUEL MARS 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 nationale de Belgique et la Banque de France).*

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

*La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 7 mars 2012.*

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)



## TABLE DES MATIÈRES

<b>ÉDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>STATISTIQUES DE LA ZONE EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES</b>	<b>7</b>	<b>ANNEXES</b>	
Environnement extérieur de la zone euro	<b>7</b>	Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	<b>I</b>
Évolutions monétaires et financières	<b>22</b>	Le système TARGET (de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel)	<b>V</b>
Prix et coûts	<b>61</b>	Publications de la Banque centrale européenne	<b>VII</b>
Production, demande et marché du travail	<b>74</b>	Glossaire	<b>IX</b>
Évolutions budgétaires	<b>94</b>		
<b>Encadrés :</b>			
1 Les taux de change effectifs de l'euro – révision des pondérations commerciales à la lumière de l'intégration économique mondiale	<b>17</b>		
2 Évolutions récentes du compte financier de la balance des paiements de la zone euro	<b>28</b>		
3 Incidence des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans	<b>37</b>		
4 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 9 novembre 2011 au 14 février 2012	<b>39</b>		
5 Évolutions des émissions et des écarts de rendement des titres de créance des administrations publiques de la zone euro	<b>44</b>		
6 L'incidence des modifications récentes de la fiscalité indirecte sur l'IPCH	<b>61</b>		
7 L'ajustement du marché du travail dans la zone euro	<b>66</b>		
8 Les évolutions récentes de la confiance des consommateurs et le lien avec la consommation privée	<b>75</b>		
9 Évolutions à long terme des échanges commerciaux extra-zone euro et intra-zone euro	<b>81</b>		
10 Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE	<b>89</b>		
11 Projections relatives à la dette publique du Portugal	<b>97</b>		
12 Les principaux éléments du pacte budgétaire	<b>101</b>		
13 Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques	<b>102</b>		

## 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 8 mars 2012, de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Les informations devenues disponibles depuis début février ont corroboré l'évaluation précédente du Conseil des gouverneurs concernant les perspectives de l'activité économique. Les données d'enquête disponibles confirment les signes d'une stabilisation de l'économie de la zone euro. Toutefois, les perspectives économiques demeurent soumises à des risques à la baisse. En raison de la hausse des prix de l'énergie et du relèvement de la fiscalité indirecte, les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % en 2012, les risques étant orientés à la hausse. Le Conseil des gouverneurs estime néanmoins que les évolutions des prix devraient demeurer à un niveau compatible avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. Le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie reste modéré, les tensions inflationnistes étant contenues à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro, conformément à son mandat. À cette fin, la préservation de l'ancrage solide des anticipations d'inflation à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme est primordial.

Au cours des derniers mois, une large gamme de mesures non conventionnelles supplémentaires de politique monétaire ont été mises en oeuvre par l'Eurosystème. Ces mesures, notamment les deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, ont été décidées dans le contexte des circonstances exceptionnelles observées au dernier trimestre 2011. Le premier effet qui en a résulté a été positif. Conjuguées à l'assainissement budgétaire et à l'intensification des réformes structurelles dans plusieurs pays de la zone euro ainsi qu'à des avancées sur la voie d'un cadre de gouvernance économique renforcée de la zone euro, elles ont contribué à une amélioration significative de l'environnement financier au cours des derniers mois. Selon le Conseil des gouverneurs, les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans devraient apporter un

soutien additionnel à la stabilisation en cours sur les marchés financiers et, en particulier, à l'activité de prêt dans la zone euro. Toutes les mesures non conventionnelles de politique monétaire sont de nature temporaire. De plus, tous les outils nécessaires pour faire face aux risques potentiels à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme sont entièrement disponibles.

En ce qui concerne l'analyse économique, le PIB en volume s'est contracté de 0,3 % dans la zone euro au quatrième trimestre 2011. Les récentes données d'enquête ont montré des signes de stabilisation de l'activité économique, mais toujours à un faible niveau. Le Conseil des gouverneurs table sur un redressement progressif de l'économie de la zone euro dans le courant de l'année. Les perspectives d'activité économique devraient être soutenues 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 du secteur financier 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 devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance.

C'est ce qui ressort également des projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui signalent une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre - 0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,2 % en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes ont été revues légèrement à la baisse. Des risques à la baisse continuent de peser sur ces perspectives. Ils sont notamment liés à une nouvelle 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. Ils ont également trait à un nouveau renchérissement des matières premières.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,7 % en février 2012, en légère hausse par

rapport à janvier (2,6 %). L'inflation devrait rester supérieure à 2 % en 2012, principalement en raison des hausses récentes des prix de l'énergie et des augmentations de la fiscalité indirecte annoncées récemment. 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. À plus long terme, 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.

Les projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,1 % et 2,7 % en 2012 et entre 0,9 % et 2,3 % en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de l'IPCH ont été révisées à la hausse, notamment pour 2012. Les risques pesant sur ces projections pour les années à venir sont considérés comme encore globalement équilibrés, les risques à la hausse à court terme ayant trait essentiellement à un renchérissement du pétrole et à un relèvement de la fiscalité indirecte plus importants que prévu. Toutefois, des risques à la baisse subsistent en raison d'une évolution plus faible qu'anticipé de l'activité économique.

L'analyse monétaire montre que le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie demeure modéré. En janvier 2012, le taux de croissance annuel de M3 est ressorti à 2,5 %, après 1,5 % en décembre 2011. La croissance des prêts accordés au secteur privé reste également modérée, même si le taux de progression annuel (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) s'est légèrement redressé pour s'établir à 1,5 % en rythme annuel, après 1,2 % en décembre. 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 0,8 % et 2,1 %. Le volume des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières n'a que légèrement diminué en janvier, après le recul important observé en décembre. En revanche, le flux des prêts accordés aux ménages a été positif. À la suite des signes

d'amélioration de l'environnement financier, il est essentiel pour les banques de renforcer encore davantage leur résistance, y compris en mettant leurs bénéfices en réserve. La solidité du bilan des banques sera un facteur clé facilitant un apport approprié de financements à l'économie.

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

Pour l'avenir, afin d'assurer un environnement propice à une croissance soutenable et de renforcer la confiance et la compétitivité, le Conseil des gouverneurs souligne que les gouvernements doivent réaliser d'urgence de nouveaux progrès dans le rétablissement de situations budgétaires saines et la mise en oeuvre des programmes de réformes structurelles. S'agissant de l'assainissement budgétaire, de nombreux gouvernements de la zone euro accomplissent des progrès. Il demeure essentiel de poursuivre un assainissement budgétaire global et de respecter l'ensemble des engagements. À cet égard, il convient de s'appuyer sur le Semestre européen 2012 pour mettre en oeuvre de façon rigoureuse le mécanisme renforcé de surveillance budgétaire. Les réformes structurelles sont également importantes pour accroître la capacité d'ajustement et la compétitivité des pays de la zone euro et pour renforcer les perspectives de croissance et la création d'emplois. De nouveaux progrès sont souhaitables dans ce domaine. Le Conseil des gouverneurs se félicite vivement du rapport sur le mécanisme d'alerte de la Commission européenne relatif aux déséquilibres macroéconomiques et estime que les analyses approfondies proposées pour une liste de pays soutiendront activement les processus de réforme en cours dans les économies de la zone euro.

# ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

## I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

Dans un contexte d'amélioration de la situation sur les marchés financiers, les indicateurs tirés d'enquêtes attestent de nouveaux signes de stabilisation de l'activité économique mondiale. Tandis que la croissance a été freinée par des obstacles structurels dans les économies avancées, elle reste solide sur les marchés émergents. La dynamique de l'inflation dans les économies avancées est demeurée relativement contenue ces derniers mois. Dans les économies émergentes, les taux d'inflation se sont récemment inscrits en légère baisse, en dépit de la persistance de tensions inflationnistes.

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

Au quatrième trimestre 2011, la croissance du PIB dans la zone OCDE s'est ralentie, revenant à 0,1 % en rythme trimestriel, après 0,6 % au troisième trimestre, les profils de croissance présentant des divergences notables d'un pays à l'autre. Vers fin 2011, des signes de stabilisation de l'activité économique mondiale ont commencé à apparaître, les dernières données disponibles tendant à indiquer que ce phénomène s'est poursuivi au premier trimestre de l'année. Cela étant, des obstacles structurels devraient continuer de freiner le rythme de croissance de l'économie mondiale à moyen terme. Ces obstacles ont trait principalement à la faiblesse persistante des marchés du travail et de l'immobilier résidentiel dans certaines grandes économies avancées, ainsi qu'à la nécessité de nouvelles restructurations des bilans dans les secteurs tant public que privé. En ce qui concerne ce point, tandis que le rééquilibrage progresse, les niveaux d'endettement des ménages demeurent élevés dans un certain nombre de grandes économies avancées.

Dans un contexte de redressement des marchés financiers, la confiance tant des chefs d'entreprise que des consommateurs a montré des signes d'amélioration. L'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a continué de progresser pour atteindre 55,5 en février (cf. graphique 1). L'amélioration du climat des affaires a concerné l'ensemble des secteurs et des pays. En outre, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes, plus prospectif, a fourni des signaux positifs concernant les perspectives de l'économie mondiale à terme rapproché. Du côté des consommateurs, les indicateurs de confiance ont également eu tendance à s'améliorer dans les différents pays. Pour les économies avancées, cependant, ces indicateurs demeurent inférieurs aux moyennes historiques.

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

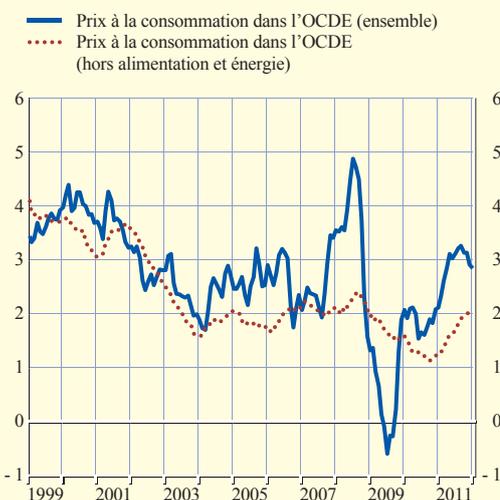
(indice de diffusion ; cvs ; données mensuelles)



Source : Markit

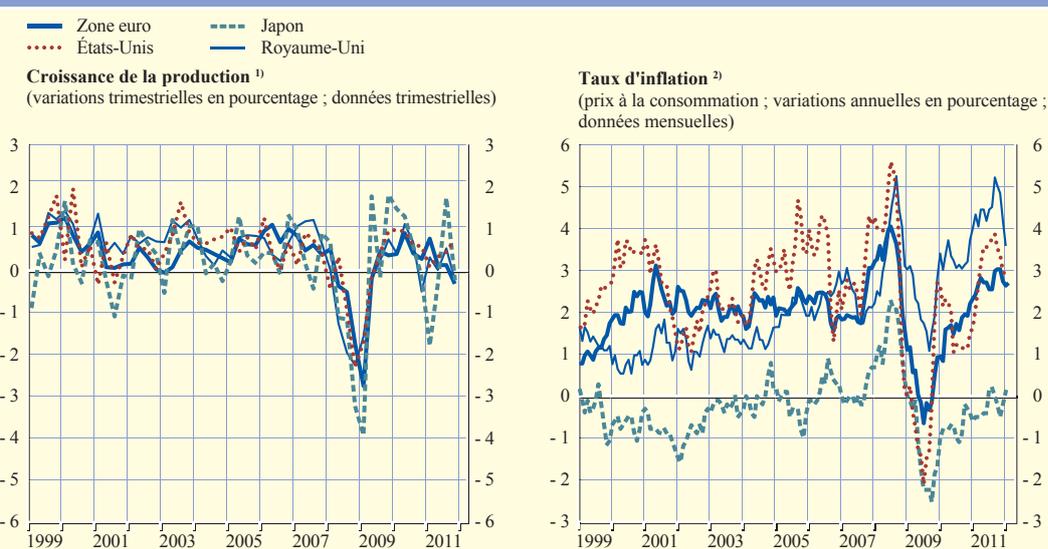
**Graphique 2** Évolution des prix à l'échelle internationale

(données mensuelles ; variations annuelles en pourcentage)



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

Les données relatives aux échanges commerciaux internationaux pour le dernier trimestre 2011 font état d'une dynamique faible, globalement en phase avec une activité réduite au plan mondial. Selon les données provenant du Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les échanges internationaux de biens ont progressé de 0,3 % par rapport au trimestre précédent. La faiblesse des importations mondiales a reflété dans une large mesure la forte baisse des importations de la zone euro et des autres économies européennes, tandis que les importations des États-Unis, du Japon et des marchés émergents ont mieux résisté. S'agissant des perspectives à terme rapproché, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est passé au-dessus du seuil de 50, qui délimite la frontière entre expansion et contraction, en janvier et en février 2012. Tout en demeurant inférieur à sa moyenne de long terme, il dénote une reprise progressive du dynamisme des échanges internationaux.

Après avoir atteint un sommet à 3,3 % en septembre, l'inflation dans les pays de l'OCDE a légèrement fléchi pour s'établir à 2,8 % en janvier, reflétant essentiellement une progression moins importante des prix de l'énergie (cf. graphique 2). Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a très légèrement diminué, revenant à 1,9 % en janvier, contre 2,0 % en décembre. Dans les économies avancées, un important volant de capacités inutilisées et l'ancrage solide des anticipations d'inflation ont contribué à atténuer les tensions sur les prix. Dans les économies émergentes, les taux d'inflation ont également diminué. Cependant, les tensions inflationnistes sous-jacentes persistent, en raison d'un faible volant de capacités inutilisées, des politiques d'indexation des salaires ainsi que du bas niveau des taux d'intérêt réels. L'inflation annuelle est demeurée supérieure à 6 % au Brésil et à 4 % en Chine.

#### ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, l'activité économique a continué de s'accélérer progressivement au quatrième trimestre 2011, après avoir été réduite au premier semestre de l'année (cf. graphique 3). Selon l'estimation provisoire du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a progressé de 3,0 % en termes annualisés au quatrième trimestre 2011 (0,7 % en rythme trimestriel), après 1,8 % le trimestre précédent. L'expansion observée au quatrième trimestre a principalement résulté des dépenses de consommation et de la variation des stocks du secteur privé. L'investissement résidentiel s'est fortement redressé, tandis que les exportations nettes et les dépenses publiques ont contribué négativement à la

croissance. La progression du revenu réel disponible des ménages s'est accentuée au second semestre 2011, tout en demeurant inférieure à celle de la consommation privée réelle.

S'agissant de l'évolution des prix, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC a fléchi pour s'établir à 2,9 % en janvier 2012, contre 3,0 % le mois précédent, et 3,9 % lors de son pic enregistré en septembre 2011. Un recul des prix des produits alimentaires et de l'énergie a contribué à cette baisse. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a, toutefois, été plus persistante. Elle a progressé à un rythme annuel de 2,3 % en janvier 2012, contre 2,2 % le mois précédent. La vigueur de l'inflation sous-jacente a été récemment entretenue par les hausses des prix des soins médicaux, des loisirs, de l'éducation et de la communication, en dépit d'une modération des coûts du transport et du logement.

La reprise en 2012 devrait se poursuivre à un rythme plus robuste que prévu initialement, étant donné que les dernières données mensuelles ont essentiellement surpris positivement et dénotent une poursuite de l'expansion économique au premier trimestre 2012. Les chiffres concernant l'emploi salarié non agricole aux États-Unis se sont avérés meilleurs que prévu en janvier, et la croissance de l'emploi a été généralisée dans le secteur privé, y compris dans celui de la construction. En outre, les nouvelles inscriptions au chômage ont continué de diminuer en février, faisant état d'un raffermissement du marché du travail au premier trimestre. Selon plusieurs indicateurs relatifs au marché immobilier, l'activité, qui s'est effondrée durant la récession, semble avoir atteint son point bas. En février 2012, le Congrès américain a voté une loi issue d'un compromis bipartite portant sur un montant total de 150 milliards de dollars et prévoyant la reconduction des allègements de charges salariales et l'extension de la durée d'indemnisation du chômage jusqu'à fin 2012. Ces mesures devraient soutenir la croissance de la consommation privée en 2012, mais leur disparition l'année prochaine pèsera sur la croissance. S'agissant des prix, bien que les prix des matières premières soient repartis à la hausse au cours des dernières semaines, l'atonie des marchés des produits et du travail devrait limiter les tensions sur les prix et continuer à faire diminuer l'inflation globale en 2012.

Le 25 janvier 2012, le Comité fédéral de l'*open market* a déclaré que, en dépit d'un ralentissement de la croissance mondiale, les indicateurs récents font état d'une expansion modérée de l'activité économique et d'une poursuite de l'amélioration de la situation globale sur le marché du travail. Le Comité a décidé de maintenir la fourchette de son taux objectif des fonds fédéraux entre 0,0 % et 0,25 % et a estimé que la situation économique justifierait probablement le maintien du taux de ces fonds à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'à fin 2014.

## JAPON

Au Japon, les dernières publications de données ont confirmé que l'activité économique était relativement atone fin 2011, après le rebond observé au troisième trimestre. Selon la deuxième estimation provisoire publiée par les autorités nippones au dernier trimestre 2011, le PIB en volume du Japon s'est contracté de 0,2 %, en rythme trimestriel, résultat à rapprocher d'une progression de 1,7 % le trimestre précédent. Ce recul a largement découlé des contributions négatives des exportations nettes et des stocks du secteur privé. Le tassement de la demande extérieure, la poursuite de l'appréciation du yen et les perturbations de l'offre liées aux inondations en Thaïlande ont contribué à un fort recul des exportations nippones de biens et services, tandis que les importations de biens et services continuaient de progresser. L'investissement public a diminué de façon imprévue pour le deuxième trimestre consécutif, témoignant d'un certain retard dans la mise en œuvre des programmes de reconstruction. Pour sa part, l'investissement des entreprises a progressé fortement au dernier trimestre 2011, tandis que la consommation privée a augmenté à un rythme plus modéré. Globalement, cela signifie que le PIB annuel en volume a reculé de 0,7 % en 2011, après avoir enregistré une croissance de 4,4 % en 2010. Le renchérissement des importations d'énergie, conjugué à des performances plus faibles à l'exportation, a entraîné la réapparition d'un déficit commercial en 2011. L'activité économique devrait renouer avec une croissance modérée en 2012, notamment en raison des dépenses liées à la reconstruction.

S'agissant de l'évolution des prix, l'IPC global s'est établi en rythme annuel à 0,1 % en janvier 2012, contre - 0,2 % le mois précédent, en raison notamment de la hausse des prix des produits alimentaires. Hors produits alimentaires frais, la hausse annuelle de l'IPC est restée inchangée à - 0,1 % en janvier, tandis que l'IPC annuel hors produits alimentaires et énergie a fléchi plus lentement (- 0,8 %) qu'en décembre 2011 (- 1,1 %). Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 14 février 2012, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangé, dans une fourchette comprise entre 0 % et 1 %, son taux objectif de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc. En outre, elle a également annoncé qu'elle élargirait son programme d'achat d'actifs à hauteur de 10 000 milliards de yens, somme qui sera consacrée à l'achat d'obligations d'État. Enfin, elle a également décidé d'introduire un objectif de stabilité des prix à moyen et long terme, qui a été fixé (pour l'instant) à 1 % en termes de variation annuelle de l'IPC.

#### **ROYAUME-UNI**

Au Royaume-Uni, l'activité économique semble avoir atteint son point bas. Au quatrième trimestre 2011, le PIB en volume a diminué de 0,2 % en rythme trimestriel mais les données mensuelles depuis novembre 2011 ont généralement été encourageantes. La production industrielle et les volumes de ventes au détail, ainsi que la plupart des indicateurs tirés d'enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des ménages, font état d'une amélioration de l'activité économique au premier trimestre 2012. La situation sur le marché du travail est restée atone dans un contexte marqué par l'apparition de certains signes de stabilisation, tandis que les principaux agrégats de monnaie et du crédit se sont contractés d'environ 2 % - 3 %, en rythme annuel en décembre et en janvier. En ce qui concerne les perspectives, la progression de la demande intérieure devrait rester contrainte par le caractère restrictif des conditions d'octroi des prêts, l'ajustement en cours des bilans des ménages et un resserrement important de la politique budgétaire, tandis que les perspectives de la demande extérieure devraient freiner la croissance des exportations.

L'inflation a continué de se ralentir sous l'effet de l'atténuation progressive de l'incidence de certains facteurs temporaires (hausse antérieure des prix de l'énergie et relèvement de la TVA en janvier 2011), même si le taux d'inflation demeure relativement élevé. La hausse annuelle de l'IPC est revenue à 3,6 % en janvier 2012, contre 4,2 % en décembre 2011, tandis que hors énergie et produits alimentaires non transformés, elle a fléchi de 0,5 point de pourcentage, ressortant à 2,9 %. L'inflation devrait continuer de se ralentir à court terme, tandis que l'existence d'importantes capacités de production inutilisées, conjuguée à une reprise molle de l'activité économique, devrait contribuer à contenir les tensions inflationnistes à long terme. Le 9 février 2012, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 0,5 %, mais a décidé d'accroître de 50 milliards de livres sterling le montant de son programme de rachats d'actifs financés par l'émission de réserves de banque centrale, le portant au total à 325 milliards.

#### **AUTRES ÉTATS MEMBRES DE L'UE**

Dans les autres États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, la croissance agrégée devrait être relativement lente à court terme, certains pays présentant même un risque de récession. En revanche, certains pays ont encore présenté des taux de croissance du PIB robustes au troisième trimestre 2011.

En Suède et au Danemark, les perspectives d'évolution de l'activité économique sont devenues plus moroses. Cependant, au quatrième trimestre 2011, la croissance, et notamment la dynamique du commerce extérieur, ont été très contrastées dans les deux économies. Au Danemark, la vigueur des exportations et de la consommation des ménages a contribué à la hausse du PIB en volume de 0,2 %, en rythme trimestriel, tandis qu'en Suède, le PIB en volume a reculé de 1,1 % en raison de la faiblesse des exportations. En janvier 2012, la hausse annuelle de l'IPCH au Danemark et en Suède est ressortie à, respectivement, 2,8 % et 0,7 %.

Dans les principaux pays d'Europe centrale et orientale (PECO), la reprise économique s'est ralentie. À plus long terme, les perspectives se sont détériorées par suite de l'affaiblissement de la demande extérieure, mais également en raison du recul de la demande intérieure. Cette évolution reflète en partie la nécessité d'une réduction du levier d'endettement dans le secteur financier dans nombre de pays de l'UE, qui devrait avoir un effet négatif sur la croissance du crédit et les conditions de financement extérieures dans de nombreux PECO. Au quatrième trimestre 2011, le PIB en volume a reculé de, respectivement, 0,2 % et 0,3 %, par rapport au trimestre précédent en Roumanie et en République tchèque, tandis qu'il progressait de 0,3 % en Hongrie, dans une large mesure sous l'effet de facteurs temporaires. En Pologne, la progression trimestrielle du PIB en volume s'est poursuivie à un rythme relativement soutenu de 1,1 % au quatrième trimestre 2011. Globalement, les indicateurs à court terme tirés d'enquêtes font état d'une dégradation de la confiance des chefs d'entreprise et des ménages dans ces pays.

La hausse annuelle de l'IPCH a continué de se ralentir en Pologne et en Roumanie (revenant à 4,1 % et à 2,8 % respectivement, en janvier), reflétant pour partie des effets de base favorables liés aux prix de l'énergie. En revanche, l'inflation a sensiblement progressé en Hongrie et en République tchèque (passant à 5,6 % et à 3,8 % respectivement). Ces évolutions reflètent essentiellement des relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés.

Dans les plus petits pays d'Europe centrale et orientale, la reprise de l'activité économique s'est poursuivie, mais les perspectives se sont détériorées essentiellement en raison de l'affaiblissement de l'environnement extérieur. La croissance trimestrielle du PIB en volume s'est ralentie à 0,8 % en Lettonie et à 1,0 % en Lituanie au quatrième trimestre 2011. En Lituanie, les indicateurs tirés d'enquête font état d'une dégradation de la confiance, tandis que ces indicateurs ont fait preuve d'une meilleure tenue en Bulgarie et en Lettonie. Dans les États baltes, le chômage est resté élevé malgré certains signes d'amélioration. L'inflation a continué de reculer en janvier 2012, s'établissant à 3,4 % en Lettonie et en Lituanie, et à 1,9 % en Bulgarie.

#### AUTRES PAYS EUROPÉENS

En Turquie, l'activité économique est demeurée soutenue, avec une croissance du PIB en volume de 8,2 % en glissement annuel au troisième trimestre 2011. Les données pour ce trimestre font état d'un rééquilibrage modéré de la croissance de la demande intérieure vers les exportations nettes, qui ont apporté une contribution positive à la croissance pour la première fois en deux ans. L'inflation a continué de progresser, ressortant à 10,4 % en rythme annuel en février 2012, sous l'effet de la répercussion de la dépréciation de la livre turque en 2011, d'une hausse des prix des produits alimentaires non transformés et d'un relèvement des taxes sur le tabac. Depuis août 2011, la banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé et est intervenue sur le marché des changes afin de limiter les pressions à la baisse sur la livre turque. Un durcissement des conditions financières extérieures, conjugué à un tassement de la demande de la zone euro, devrait ralentir la croissance du PIB en 2012.

En Russie, selon l'estimation annuelle provisoire, le PIB en volume a progressé de 4,3 % en 2011, sans changement par rapport au chiffre révisé de 2010. La croissance a résulté principalement de la demande intérieure. La production industrielle a continué de progresser modérément au début de l'année, augmentant de 3,8 % en rythme annuel en janvier. Grâce, entre autres, au report au milieu de l'année de la hausse habituellement opérée en janvier des prix administrés, l'inflation annuelle s'est ralentie rapidement, revenant à 3,8 % en février après 4,2 % en janvier 2012, s'établissant au taux le plus bas jamais enregistré au cours de la période qui a suivi la transition. Fin 2011, la Banque de Russie a relevé de 25 points de base le taux appliqué à ses opérations de dépôt, à 4 %, et abaissé de 25 points de base son principal taux directeur, le taux de refinancement, à 8 %, resserrant encore son corridor de taux d'intérêt afin de limiter la volatilité des taux du marché interbancaire. En outre, elle a également adopté de nouvelles mesures pour renforcer la flexibilité du taux de change. À l'avenir, les prix des matières premières devraient continuer de soutenir l'activité, maintenant la croissance du PIB à des niveaux proches de celle de l'année dernière.

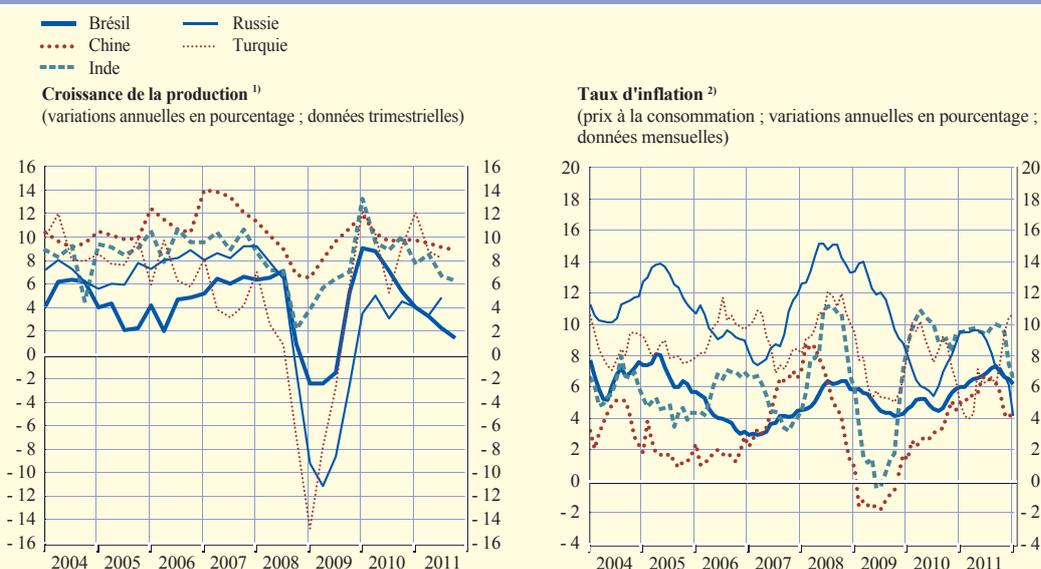
## PAYS ÉMERGENTS D'ASIE

Dans les pays émergents d'Asie, la croissance a bien résisté au quatrième trimestre 2011, en dépit d'une dégradation de la situation économique internationale. La croissance des exportations s'est sensiblement ralentie au dernier trimestre 2011, en partie sous l'effet d'une chute de la demande mondiale, tandis que l'investissement est demeuré faible en raison de l'accroissement de la volatilité des flux de capitaux et des effets décalés d'un durcissement des politiques monétaires nationales. En revanche, la consommation privée est restée soutenue. L'inflation annuelle s'est encore ralentie au dernier trimestre, les cours des principales matières premières, notamment alimentaires, continuant d'afficher une tendance baissière. Compte tenu de l'atténuation des tensions inflationnistes et des risques à la baisse pesant sur les perspectives économiques, certaines banques centrales de la région ont pris des mesures de politique monétaire accommodantes.

En Chine, la croissance économique a continué de se ralentir au cours des derniers mois. Sous l'effet du fléchissement de la demande extérieure, la croissance des exportations est revenue à 13 %, en rythme annuel, fin 2011. Les déséquilibres extérieurs se sont réduits, l'excédent courant de la Chine revenant à 2,7 % du PIB en 2011, contre 5,1 % en 2010. Les réserves de change sont demeurées très élevées, mais ont légèrement diminué au dernier trimestre 2011, s'établissant à 3 200 milliards de dollars à la fin de l'année. La demande intérieure a jusqu'à présent bien résisté aux chocs externes. La détente dans le secteur de l'immobilier n'est que progressive, l'activité dans la construction continuant d'être soutenue par les programmes de logements sociaux des autorités. Les tensions inflationnistes se sont sensiblement atténuées depuis mi-2011, en raison d'un ralentissement de l'activité économique et de la stabilisation des cours mondiaux des matières premières intervenue précédemment. Même si la hausse annuelle de l'IPC a atteint 4,5 % en janvier 2012, contre 4,1 % le mois précédent, cette hausse a été principalement liée au renchérissement temporaire des produits alimentaires lors du Nouvel An chinois. Dans un contexte d'atténuation des risques de surchauffe, la Banque populaire de Chine a abaissé le taux des réserves obligatoires de 50 points de base en février, ramenant le taux moyen à 20 %.

En Inde, la croissance du PIB en volume a fléchi au quatrième trimestre 2011, revenant à 6,3 % en rythme annuel, contre 6,7 % au troisième trimestre, principalement en raison d'un ralentissement de la croissance

**Graphique 4 Principales évolutions dans les grandes économies émergentes**



Source : Haver Analytics

1) Données corrigées des variations saisonnières pour le Brésil et la Chine. Données brutes pour l'Inde, la Russie et la Turquie. La dernière observation porte sur le quatrième trimestre 2011 (Brésil et Turquie : troisième trimestre 2011).

2) Indice des prix de gros pour l'Inde. La dernière observation porte sur janvier 2012.

de l'investissement et des exportations. La hausse annuelle des prix de gros, mesure privilégiée de l'inflation de la Banque de réserve de l'Inde, est revenue à 7,5 % en décembre 2011 et à 6,6 % en janvier 2012, grâce aux faibles augmentations des prix des produits manufacturés et des matières premières. Par conséquent, la Banque de réserve de l'Inde a abaissé de 50 points de base le ratio de réserves de liquidité requis des banques en janvier 2012, tout en maintenant son principal taux directeur à 8,5 %.

En Corée du Sud, la croissance du PIB en volume s'est légèrement ralentie, revenant à 3,4 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2011, contre 3,5 % au troisième trimestre. La contribution de la consommation privée a été plus faible qu'au trimestre précédent, tandis que la croissance de l'investissement s'est redressée, atteignant 3,0 % en rythme annuel. La hausse annuelle de l'IPC est revenue à 3,0 % en février 2012, après 4,2 % en décembre 2011, se situant ainsi à l'intérieur de la fourchette objectif de 2 % – 4 % de la Banque de Corée. Celle-ci a maintenu son taux directeur à 3,25 % depuis juin 2011.

Parmi les pays de l'ASEAN 5 (Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande), la croissance de l'économie indonésienne s'est poursuivie à un rythme soutenu (6,5 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2011), alimentée par l'investissement et la consommation privée. En Malaisie, la croissance du PIB s'est accélérée au quatrième trimestre, principalement en raison de la vigueur de la demande intérieure, tandis qu'elle s'est ralentie à Singapour sous l'effet d'un fléchissement de l'activité manufacturière, notamment dans le secteur biomédical. La Thaïlande a subi les pires inondations en plus de cinquante ans, avec des conséquences négatives importantes pour l'activité économique. Le PIB en volume du pays s'est contracté de 9,0 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2011.

À plus long terme, la croissance devrait rester solide dans les pays émergents d'Asie, la faiblesse de la demande extérieure étant compensée par la relative robustesse de la consommation privée. Les tensions inflationnistes devraient encore s'atténuer grâce à la diminution des risques de surchauffe. Les principaux risques à la baisse pesant sur l'activité économique sont liés à des effets de contagion plus importants en provenance des principales économies avancées, ainsi qu'à une correction rapide des déséquilibres dans certains secteurs de la région.

#### MOYEN-ORIENT ET AFRIQUE

Au quatrième trimestre 2011, les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique ont continué de bénéficier du niveau élevé des cours du pétrole et de la robustesse de la demande, notamment en provenance des économies de marché émergentes. La hausse des prix à la consommation est restée globalement stable au dernier trimestre 2011 par rapport à la précédente période de trois mois.

La production de pétrole est restée très soutenue en Arabie saoudite au dernier trimestre 2011, tandis qu'elle a été rapidement rétablie en Libye. Même si des signes montrent que la croissance de la consommation privée s'est ralentie en Arabie saoudite après la dissipation de l'incidence de la prime accordée aux salariés du secteur public, les performances économiques globales hors exportations sont restées soutenues. Au quatrième trimestre 2011, la hausse des prix à la consommation a atteint 5,2 % en rythme annuel contre 5,0 % le trimestre précédent, principalement en raison des facteurs internes.

L'instabilité politique et les problèmes de sécurité ont continué d'entraver la croissance économique dans plusieurs pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord. Dans la plupart des pays importateurs de pétrole, les tensions inflationnistes élevées se sont atténuées vers fin 2011. À plus long terme, le ralentissement de la demande extérieure devrait avoir une incidence négative sur les perspectives économiques pour le Moyen-Orient et l'Afrique, principalement par le biais du canal des échanges commerciaux. Parallèlement, les prix des matières premières devraient continuer de soutenir la croissance dans les pays de la région exportateurs de ces produits.

## AMÉRIQUE LATINE

En Amérique latine, la croissance de l'activité économique a continué de se ralentir dans la plupart des pays au quatrième trimestre 2011. Le rythme de la croissance a fléchi en raison des effets décalés du resserrement des politiques économiques et de la détérioration des conditions extérieures. Dans le même temps, les tensions inflationnistes se sont atténuées dans la plupart des pays de la région, tout en restant à des niveaux relativement élevés.

Au Brésil, l'activité économique s'est ralentie au second semestre 2011. Le ralentissement a été particulièrement prononcé dans le secteur manufacturier, la production industrielle se contractant, en moyenne, de 1,7 % au dernier trimestre 2011. En dépit de signes clairs de ralentissement du rythme de la croissance, les tensions inflationnistes demeurent élevées, l'inflation annuelle étant ressortie à 6,7 % au quatrième trimestre 2011. En Argentine, selon les indicateurs relatifs à l'activité économique, les signes de ralentissement se sont multipliés, après les taux de croissance exceptionnellement élevés enregistrés au cours des deux dernières années. La production industrielle a augmenté de 3,2 % en rythme annuel au dernier trimestre 2011, après une progression de 8,0 % au deuxième trimestre et de 5,8 % au troisième trimestre. Dans le même temps, la hausse annuelle de l'IPC est demeurée proche de 10 %. Au Mexique, la croissance économique est restée relativement robuste, le PIB en volume progressant de 4,7 % au quatrième trimestre 2011, contre 3,2 % le trimestre précédent. Au quatrième trimestre, la croissance a été soutenue par la demande extérieure en provenance des États-Unis et l'exposition limitée du système financier national aux risques mondiaux. La hausse annuelle des prix à la consommation a été légèrement plus élevée que les trimestres précédents, s'établissant à 3,5 % en moyenne au quatrième trimestre 2011.

À plus long terme, l'amélioration de l'environnement international, conjuguée aux effets décalés des politiques macroéconomiques plus accommodantes, devrait contribuer à soutenir la dynamique de la croissance. La demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance, tandis que la progression des exportations devrait bénéficier de la vigueur de la demande émanant des autres économies de marché émergentes.

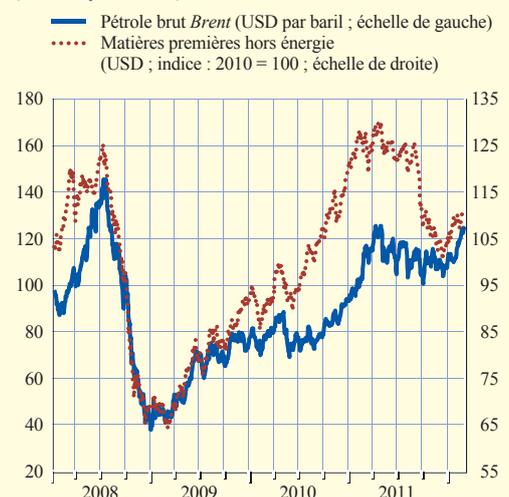
## 1.2 MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Les cours du pétrole ont fortement augmenté en janvier et février 2012, inversant la tendance baissière qui avait prévalu tout au long du second semestre 2011 (cf. graphique 5). Le 7 mars 2012, le cours du *Brent* se situait à 122,7 dollars le baril, soit un niveau supérieur de 32 % à celui de début 2011 et de 14 % à celui de début 2012. 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 111 dollars le baril.

Au cours des deux derniers mois, les cours du pétrole ont été soutenus à la fois par des inquiétudes relatives à l'offre, une vague de froid exceptionnelle en Europe du Nord début février et une amélioration du sentiment à l'égard du climat macroéconomique. En particulier, l'escalade rapide des tensions entre l'Iran et les nations occidentales, notamment

Graphique 5 Principales évolutions sur les marchés de matières premières

(données quotidiennes)



Sources : Bloomberg et HWWI

l'accord conclu sur un embargo de l'UE sur les importations de pétrole iranien et les menaces de rétorsion de l'Iran, ont poussé les prix à la hausse depuis fin décembre. S'agissant des fondamentaux, alors que l'Agence internationale de l'énergie a non seulement revu plusieurs fois à la baisse la demande effective et prévue pour 2011 et 2012, mais également révisé à la hausse ses données relatives à l'offre, les niveaux des stocks dans les pays de l'OCDE demeurent nettement inférieurs à leur moyenne historique sur cinq ans. Cette situation, ainsi que les craintes de perturbations majeures de l'approvisionnement en provenance d'Iran, devraient continuer d'exercer des tensions à la hausse sur les prix.

Les cours des matières premières hors énergie ont également augmenté durant les deux derniers mois, annulant en partie les fortes baisses enregistrées depuis septembre 2011. Comme pour le pétrole, l'amélioration généralisée du sentiment des marchés a été en partie à l'origine de ces hausses récentes.

De plus, les cours des métaux ont été soutenus par la vigueur des importations des économies émergentes, tandis que la sécheresse, notamment en Amérique du Sud, a fait monter ceux des céréales et du soja. Début mars 2012, l'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) se situait 9 % au-dessous de son niveau de début 2011 et 7 % au-dessus de celui du début de l'année.

### I.3 TAUX DE CHANGE

#### TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE L'EURO

Depuis fin novembre 2011, l'euro s'est généralement déprécié dans un contexte de diminution de la volatilité. Le 7 mars 2012, 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 2,5 % en deçà de son niveau de fin novembre 2011 et 3,7 % environ en dessous de sa moyenne de l'année dernière (cf. tableau 1 et graphique 6).

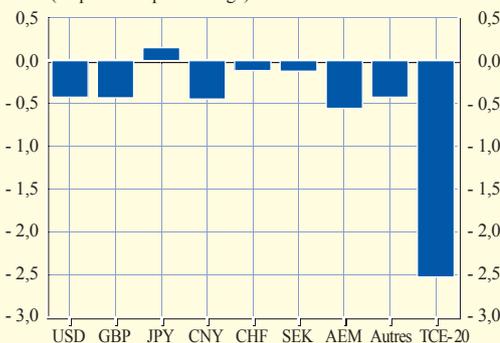
Depuis fin novembre 2011, les fluctuations du taux de change de l'euro ont continué d'être essentiellement liées aux changements de la perception par les marchés des perspectives budgétaires et économiques des pays de la zone euro par rapport à celles des autres principales économies, ainsi qu'aux évolutions des écarts de rendement attendus entre la zone euro et d'autres économies avancées. Entre début décembre 2011 et mi-janvier 2012, la dépréciation de l'euro en termes effectifs nominaux a continué de refléter les inquiétudes persistantes relatives aux perspectives budgétaires de certains pays de la zone euro. Cette tendance a commencé à s'inverser à la faveur de l'amélioration du sentiment

**Graphique 6 Taux de change effectif de l'euro (TCE-20) et contributions par devises <sup>1)</sup>**

(données quotidiennes)



Contributions par devises aux variations du TCE-20 <sup>2)</sup>  
Du 30 novembre 2011 au 7 mars 2012  
(en points de pourcentage)



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.

des marchés financiers mi-janvier. En conséquence, entre mi-janvier et début mars, la monnaie unique s'est fortement appréciée, notamment vis-à-vis du dollar et du yen, tandis qu'elle s'est dépréciée principalement face aux autres devises européennes.

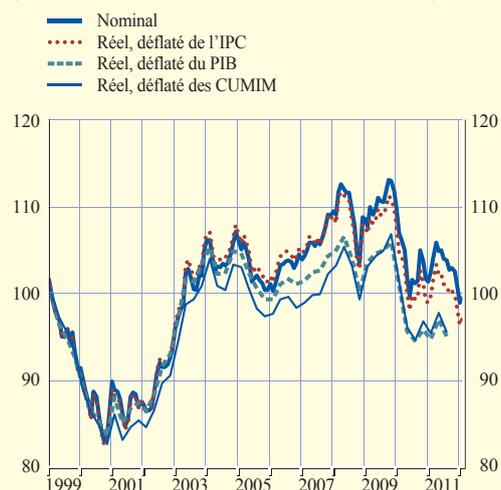
En ce qui concerne les indicateurs de la compétitivité internationale de la zone euro en termes de prix et de coûts, en février 2012, le taux de change effectif réel de l'euro calculé à partir des prix à la consommation (mesuré contre les devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone) s'établissait 3,6 % au-dessous de sa moyenne de 2011 (cf. graphique 7). Cette évolution reflète en grande partie la dépréciation de l'euro en termes nominaux, tandis que la hausse des prix à la consommation dans la zone euro a été comparable à celle enregistrée par ses principaux partenaires commerciaux. À la lumière de l'intégration économique mondiale et des évolutions de la structure des échanges commerciaux de la zone euro, l'encadré 1 examine les pondérations commerciales révisées pour le taux de change effectif de l'euro.

### TAUX DE CHANGE BILATÉRAUX

Depuis début décembre 2011, la monnaie unique s'est dépréciée vis-à-vis du dollar. Entre le 30 novembre 2011 et le 7 mars 2012, elle s'est dépréciée de 2,2 % contre le dollar, s'échangeant ainsi 5,7 % au-dessous de sa moyenne de 2011 (cf. tableau 1). Cette évolution a reflété la forte dépréciation intervenue entre début décembre et mi-janvier, qui s'est largement inversée par la suite. Comme mentionné ci-avant, les modifications de la perception de la soutenabilité des finances publiques dans certains pays de la zone euro et les variations des écarts de rendement entre les deux économies ont été les principaux facteurs à l'origine de ces évolutions.

**Graphique 7 Taux de change effectifs nominal et réel de l'euro (TCE-20) <sup>1)</sup>**

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



Source : BCE

<sup>1)</sup> Une hausse des indices TCE-20 correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données mensuelles se rapportent à février 2012. Dans le cas du taux de change effectif réel (indice TCE-20) déflaté du PIB et des CUMIM, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au troisième trimestre 2011.

**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 7 mars 2012	Appréciation (+)/Dépréciation (-) de l'euro au 7 mars 2012		
			depuis le : 30 novembre 2011	3 janvier 2011	comparé à : moyenne 2011
Dollar des États- Unis	19,4	1,312	- 2,2	- 1,7	- 5,7
Livre sterling	17,8	0,835	- 2,4	- 3,1	- 3,8
Yuan renminbi chinois	13,6	8,286	- 3,2	- 5,8	- 7,9
Yen japonais	8,3	106,0	1,9	- 2,5	- 4,5
Franc suisse	6,4	1,205	- 1,7	- 3,3	- 2,2
Zloty polonais	4,9	4,164	- 7,6	5,2	1,1
Couronne suédoise	4,9	8,924	- 2,4	- 0,1	- 1,2
Couronne tchèque	4,1	24,87	- 1,8	- 0,9	1,1
Won sud-coréen	3,9	1 477	- 3,5	- 1,6	- 4,2
Forint hongrois	3,1	296,3	- 3,7	6,4	6,1
TCEN <sup>2)</sup>		99,5	- 2,5	- 2,0	- 3,7

Source : BCE

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

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

Au cours de la période sous revue, l'euro s'est généralement apprécié vis-à-vis du yen. Le 7 mars 2012, il s'échangeait 1,9 % au-dessus de son niveau de fin novembre et 4,5 % en dessous de sa moyenne de 2011. Entre début décembre 2011 et mi-janvier 2012, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du yen, pour ressortir le 16 janvier à son plus bas niveau depuis onze ans. Par la suite, il a plus que compensé les pertes précédentes, en liaison avec l'amélioration du sentiment des marchés financiers concernant la situation budgétaire de certains pays de la zone euro et la poursuite de l'engagement des autorités japonaises à contenir l'appréciation de leur monnaie.

S'agissant des autres devises, le taux de change de l'euro vis-à-vis de la livre sterling a suivi un profil d'évolution comparable à celui observé vis-à-vis des autres principales devises, se dépréciant jusqu'à mi-janvier puis annulant une partie des pertes par la suite. Le 7 mars 2012, le taux de change de l'euro vis-à-vis de la livre sterling était inférieur de 2,4 % à son niveau de fin novembre 2011 et de 3,8 % à

sa moyenne de 2011 (cf. tableau 1). Au cours de la période sous revue, l'euro s'est également déprécié vis-à-vis du franc suisse, de 1,7 %, et le 7 mars 2012, il s'échangeait 2,2 % en dessous de sa moyenne de 2011. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis d'autres devises européennes, plus particulièrement la couronne tchèque (de 1,8 %), le forint hongrois (de 3,7 %) et le zloty polonais (de 7,6 %), en liaison avec l'amélioration du sentiment des marchés financiers concernant cette région depuis le début de l'année.

La volatilité du taux de change de l'euro a continué de diminuer, revenant ainsi à ses moyennes historiques. La volatilité implicite du taux de change bilatéral de l'euro vis-à-vis du dollar, du yen et de la livre sterling a fortement diminué sur l'ensemble des échéances en décembre 2011 et début janvier 2012 et s'est stabilisée autour de ses moyennes historiques respectives (cf. graphique 8).

Au cours de la période sous revue, 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  $\pm 1$  %.

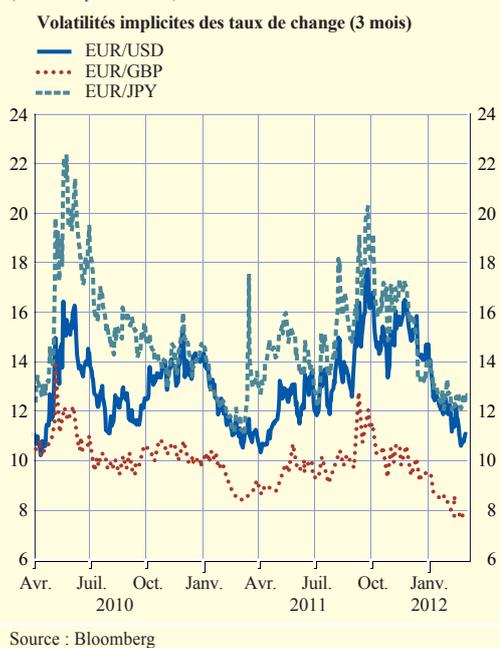
#### Encadré I

### LES TAUX DE CHANGE EFFECTIFS DE L'EURO – RÉVISION DES PONDERATIONS COMMERCIALES À LA LUMIÈRE DE L'INTÉGRATION ÉCONOMIQUE MONDIALE

Ces dernières années, la composition géographique des échanges commerciaux de la zone euro s'est considérablement modifiée, ce qui se reflète également dans les pondérations commerciales des taux de change effectifs (TCE) de l'euro calculés par la BCE. En particulier, l'importance croissante des économies émergentes et le renforcement constant de l'intégration économique en Europe sont de plus en plus déterminants pour les liens commerciaux de la zone euro. Le présent encadré résume ces évolutions dans le contexte de la mise à jour récente des pondérations commerciales sous-tendant les TCE de la zone euro.

Graphique 8 Volatilités implicites d'une sélection de taux de change bilatéraux

(données quotidiennes)



Ces pondérations sont révisées et mises à jour tous les trois ans, afin de fournir un tableau précis de la structure des échanges commerciaux. En raison des contraintes en matière de disponibilité des données, elles ne peuvent être calculées qu'avec un décalage temporel. Lors de leur mise à jour la plus récente, effectuée en janvier 2012, les pondérations commerciales ont été ajoutées pour la période 2007 à 2009<sup>1</sup>.

Les TCE sont construits en appliquant les pondérations aux taux de change bilatéraux nominaux de l'euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux. Les indices de taux de change effectifs réels sont obtenus en ajustant les indices nominaux des évolutions des prix et des coûts relatifs entre la zone euro et ses partenaires commerciaux<sup>2</sup>. Les pondérations commerciales combinent des informations relatives aux exportations et aux importations, à l'exclusion des échanges intra-zone euro. Les pondérations des importations sont constituées de la part de chaque partenaire commercial dans le total des importations de la zone euro. Les exportations, pour leur part, font l'objet d'une double pondération, afin de tenir compte des « effets de marchés tiers ». Plus précisément, elles rendent compte de l'incidence de la concurrence, à laquelle sont exposés les exportateurs de la zone euro sur les marchés étrangers de la part non seulement des producteurs domestiques, mais aussi des exportateurs des pays tiers. La pondération globale de chaque pays partenaire est le résultat de la moyenne pondérée des pondérations des exportations et des importations<sup>3</sup>.

Le tableau présente les pondérations commerciales sur toutes les périodes disponibles pour chacun des pays inclus dans le TCE-40 large (classés selon leur pondération commerciale moyenne sur toutes les périodes)<sup>4</sup>. Les économies avancées continuent de représenter une part assez considérable des échanges commerciaux de la zone euro, malgré un recul du poids des plus importantes d'entre elles dans le TCE-40 de l'euro au fil du temps. Entre 1995 et 2009, les deux pays ayant les pondérations individuelles les plus élevées étaient, en moyenne, les États-Unis et le Royaume-Uni, qui représentaient à eux deux près du tiers du TCE-40. Ces pays, avec le Japon, étaient également les trois plus importants partenaires commerciaux individuels de la zone euro sur la période 1995-2000, avec une pondération cumulée de 45 % environ du panier TCE-40 en moyenne. Leur part cumulée dans ce panier s'est toutefois inscrite en baisse sur la période 2007-2009, revenant à 30 % environ.

La diminution de la part des économies avancées les plus importantes dans le panier TCE-40 n'est pas due à un repli des échanges commerciaux avec la zone euro, mais reflète l'importance croissante d'autres régions, en particulier les économies de marché émergentes, dans l'économie mondiale. Par conséquent, la pondération cumulée des partenaires commerciaux d'Asie émergente dans le TCE-40 a augmenté, passant de moins de 19 % sur la période 1995-1997 à plus de 27 % sur celle comprise entre 2007 et 2009. Cette augmentation résulte pour l'essentiel d'une hausse substantielle du poids de la Chine, qui est devenue le partenaire commercial individuel de la zone euro le plus important sur la période 2007-2009. La part des autres économies émergentes asiatiques est restée globalement inchangée sur la période, comme le montre le graphique A, qui présente les évolutions des pondérations commerciales des principales régions de l'économie mondiale, et de certains des plus importants partenaires commerciaux individuels de la zone euro.

- 1 Les pondérations sont calculées à partir des échanges bilatéraux de produits manufacturés, conformément à la définition des sections 5 à 8 de la Classification type pour le commerce international pour les périodes 1995-97, 1998-2000, 2001-03, 2004-06 et 2007-09. Les pondérations ont été calculées à partir des échanges de biens manufacturés car ceux-ci sont généralement plus sensibles aux évolutions de la compétitivité.
- 2 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 l'ensemble de l'économie et dans le secteur manufacturier pour ces derniers.
- 3 Cf. L. Buldorini, S. Makrydakis, et C. Thimann, *The effective exchange rates of the euro*, Études concernant des sujets spécifiques de la BCE n° 2, 2002.
- 4 La BCE publie les taux de change effectifs (TCE) nominaux et réels de la zone euro par rapport à trois groupes de partenaires commerciaux : le TCE-12, incluant l'Australie, le Canada, le Danemark, Hong Kong, le Japon, la Norvège, Singapour, la Corée du Sud, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni, et les États-Unis ; le TCE-20, comprenant le TCE-12 plus la Chine et les sept États membres de l'UE hors zone euro ne faisant pas partie du TCE-12 et le TCE-40, incluant le TCE-20 plus vingt autres partenaires commerciaux significatifs (cf. tableau pour la liste complète). Les pondérations commerciales sont calculées pour le groupe TCE-40 de partenaires commerciaux. Pour les groupes TCE-12 et TCE-20, elles sont obtenues en réajustant de façon proportionnelle les pondérations commerciales des pays correspondants de telle manière que leur somme soit égale à 100.

## Pondérations commerciales pour le TCE-40

(en pourcentage)

Pays	Période					Moyenne
	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	
États-Unis	16,9	19,4	18,6	15,5	13,5	16,8
Royaume-Uni	18,3	17,7	16,7	14,2	11,9	15,8
Chine	4,4	5,3	7,6	11,4	15,0	8,7
Japon	9,7	8,8	7,6	6,7	5,8	7,7
Suisse	6,6	5,9	5,7	5,2	5,2	5,7
Suède	4,7	4,3	3,8	4,0	3,7	4,1
Pologne	2,4	2,8	3,3	3,9	4,9	3,4
République tchèque	2,2	2,4	3,0	3,4	4,0	3,0
Corée	2,9	2,7	2,8	3,2	3,1	2,9
Turquie	2,1	2,2	2,3	3,0	3,1	2,6
Russie	2,4	1,8	2,2	2,9	3,4	2,6
Danemark	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	2,3
Hongrie	1,5	2,2	2,5	2,6	2,6	2,3
Taiwan	2,3	2,4	2,1	1,8	1,4	2,0
Inde	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,6
Hong Kong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,6
Canada	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,5
Singapour	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,5
Brésil	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,3
Mexique	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2
Malaisie	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0	1,1
Norvège	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,1
Roumanie	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1
Thaïlande	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Afrique du Sud	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Israël	1,0	1,0	0,9	0,7	0,7	0,9
Australie	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Indonésie	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7
Maroc	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Croatie	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Philippines	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4
Bulgarie	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4
Argentine	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4
Chili	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Algérie	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
Lituanie	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lettonie	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Nouvelle-Zélande	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Islande	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source : BCE

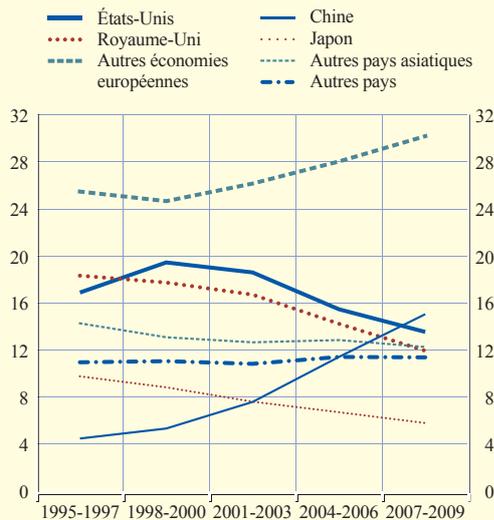
Note : Les pondérations commerciales pour le TCE-20 et le TCE-12 peuvent être calculées en réajustant de façon proportionnelle les pondérations commerciales des pays correspondants de telle manière que leur somme soit égale à 100.

Le groupe de partenaires commerciaux le plus important historiquement en termes de pondération combinée dans le TCE-40 de l'euro se compose d'« autres économies européennes »<sup>5</sup>, et son poids a augmenté régulièrement, passant d'un peu plus de 25 % sur la période 1995-1997 à plus de 30 % sur 2007-2009. L'importance croissante des autres économies européennes en tant que partenaires commerciaux majeurs résulte de leur proximité géographique avec l'Europe et de l'intensification de l'intégration économique au sein de cet espace. L'augmentation du poids de ce groupe de pays s'explique largement par les États membres hors zone euro ayant adhéré à l'Union européenne depuis 2004. Depuis la période 1995-1997, leur pondération cumulée a doublé pour dépasser 14 %

<sup>5</sup> Les autres économies européennes dont il est fait mention dans cet encadré recouvrent la Croatie, l'Islande, la Norvège, la Russie, la Suisse et les États membres hors zone euro, à l'exception du Royaume-Uni ; les autres pays asiatiques incluent Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, les Philippines, Singapour, Taiwan et la Thaïlande ; les autres pays comprennent l'Algérie, l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, le Chili, Israël, le Mexique, le Maroc, la Nouvelle-Zélande, l'Afrique du Sud, la Turquie et le Venezuela.

**Graphique A Évolution des pondérations commerciales dans le TCE-40**

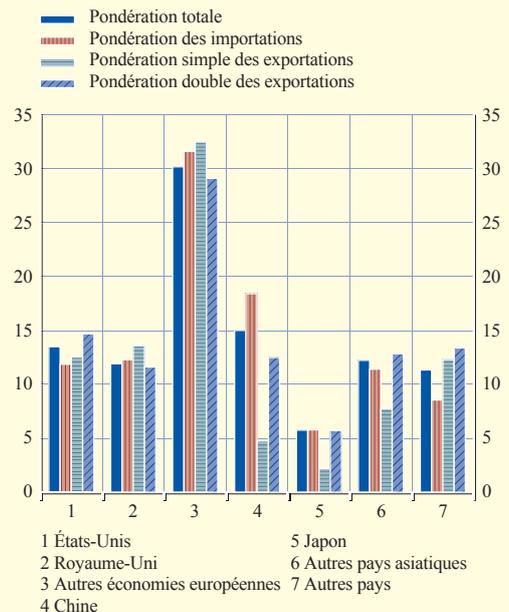
(en pourcentage)



Source : BCE  
Note : Les groupes de pays sont définis dans la note de bas de page 5.

**Graphique B Comparaison des pondérations commerciales pour le groupe TCE-40 de partenaires commerciaux**

(en pourcentage)

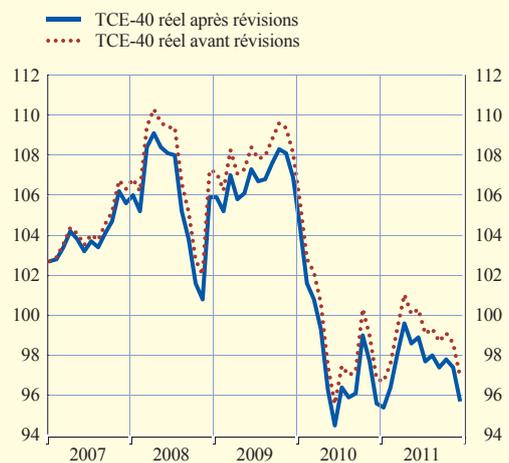


Source : BCE  
Note : Les groupes de pays sont définis dans la note de bas de page 5.

du panier TCE-40, ce qui correspond à plus de huit fois leur part combinée dans le PIB mondial et souligne ainsi l'importance particulière des liens commerciaux entre ces pays et la zone euro.

Les caractéristiques géographiques se reflètent également dans la composition des pondérations commerciales en termes de contribution des pondérations des importations et des exportations. Le graphique B présente une comparaison des pondérations commerciales totales avec les pondérations des importations, ainsi qu'avec les pondérations doubles et simples des exportations des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. S'agissant des principales économies avancées et des autres économies européennes, la pondération simple des exportations dépasse généralement la pondération des importations, en raison des excédents commerciaux bilatéraux de la zone euro vis-à-vis de ces pays. En revanche, la zone euro enregistre un déficit commercial bilatéral agrégé vis-à-vis des économies émergentes d'Asie, reflétant le fait que ces économies sont fortement axées sur l'exportation. Dans le même temps, la prise en compte des effets de marchés tiers conduit à effectuer quelques ajustements des pondérations commerciales globales, *via* les pondérations doubles des exportations. En particulier, pour la

**Graphique C TCE-40 réel avant révision et après révision (déflaté de l'indice des prix à la consommation, indice 100 = TI 1999)**



Source : BCE

Chine, le Japon ainsi que d'autres économies d'Asie, la concurrence entre la zone euro et les exportateurs asiatiques dans des pays tiers entraîne une augmentation significative de la pondération commerciale globale au-delà des niveaux qu'impliquent les liens directs créés par les exportations.

La mise à jour récente des pondérations commerciales conduit à réviser les taux de change effectifs nominal et réel de l'euro depuis 2007. Le graphique C présente les indices du TCE-40 réel avant et après révision (déflatés des prix à la consommation). En décembre 2011, le TCE-40 révisé était de 95,7, soit 6,8 % de moins que début 2007. Sur la base du système de pondération précédent, l'indice aurait atteint 96,9, soit 5,6 % de moins qu'en janvier 2007. La mise à jour des pondérations commerciales révèle donc que la hausse de la compétitivité de la zone euro due à la dépréciation réelle de la monnaie unique depuis 2007 est légèrement plus prononcée lorsque les modifications de la composition géographique des échanges commerciaux de la zone euro sont prises en compte.

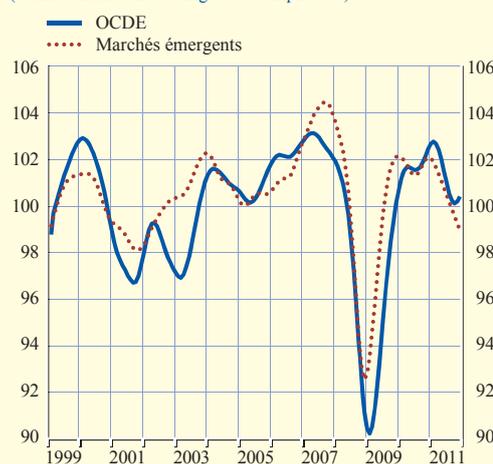
#### I.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR

S'agissant de l'avenir et en dépit de l'amélioration des perspectives économiques à court terme, les perspectives de croissance mondiale à moyen terme devraient rester modérées, les économies avancées continuant d'être pénalisées par d'importants obstacles à la croissance. En décembre 2011, l'indicateur composite avancé de l'OCDE a progressé pour le deuxième mois consécutif, indiquant une évolution positive de la dynamique pour les pays de l'OCDE dans leur ensemble (cf. graphique 9). Cette évolution a principalement concerné les États-Unis et le Japon, mais des signes similaires commencent à apparaître dans plusieurs autres économies développées. Après deux trimestres consécutifs de baisse, l'indicateur tiré de l'enquête *World Economic Climate* réalisée par l'institut IFO a très légèrement progressé au premier trimestre 2012.

Dans ce contexte, les projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE ont globalement confirmé le profil de la croissance mondiale décrit dans les projections de décembre 2011, qui prévoient une accélération progressive de son rythme (cf. encadré 10). Les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'activité économique mondiale sont liés à une nouvelle intensification des tensions sur les marchés financiers mondiaux et à de nouveaux renchérissements des matières premières.

Graphique 9 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 taux de croissance annuel de M3 a fortement augmenté en janvier 2012 en raison d'une importante entrée mensuelle, qui a compensé et au-delà le net repli observé en décembre 2011. Le renforcement de la croissance de l'agrégat large a été visible dans toutes les grandes composantes de M3 et dans tous les secteurs. La progression annuelle des prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation s'est également accentuée de manière significative en janvier 2012, reflétant non seulement la vigueur des prêts aux intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (AIF), mais également une entrée modérée au titre des prêts consentis au secteur privé non financier, qui a annulé en partie la baisse observée en décembre 2011. Néanmoins, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie et du crédit demeure modéré. Considérées dans leur ensemble, ces évolutions tendent à indiquer que les mesures non conventionnelles adoptées le 8 décembre 2011 (en particulier les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans) ont atténué les pressions qui pèsent sur le financement des établissements de crédit de la zone euro, contribuant ainsi à réduire le risque d'un processus désordonné de réduction du levier d'endettement du secteur bancaire. En revanche, ces mesures ne sauraient encore avoir une incidence visible sur les prêts consentis au secteur privé, celle-ci étant appelée à ne se matérialiser qu'avec un décalage.

#### AGRÉGAT LARGE M3

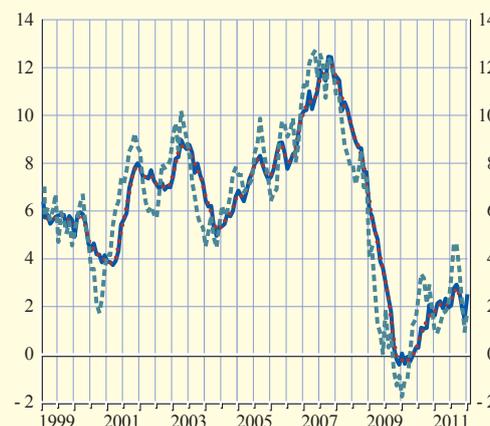
Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 2,5 % en janvier 2012, sans changement pratiquement par rapport aux niveaux observés au second semestre 2011 (cf. graphique 10). Cette évolution masque toutefois un recul substantiel du taux de croissance annuel de M3 entre septembre et décembre 2011, qui est revenu de 2,9 % à 1,5 %, en raison de trois importantes sorties mensuelles au titre des instruments monétaires. Ces sorties se sont dans une large mesure inversées en janvier 2012, entraînant un net rebond du taux de croissance annuel de M3. Ces flux (aussi bien au quatrième trimestre qu'en janvier) ont été liés, dans une très grande mesure, aux opérations interbancaires garanties effectuées par l'intermédiaire de contreparties centrales situées dans la zone euro. Dans le même temps, le profil des flux reste identique après correction de l'incidence de ces transactions, le fléchissement et le redressement du taux de croissance annuel de M3 étant cependant moins prononcés (1,8 % en septembre, 1,5 % en décembre et 2,0 % en janvier). Dans l'ensemble, ces évolutions reflètent l'intensification de la crise de la dette souveraine au second semestre 2011, qui a accentué, au quatrième trimestre, l'incertitude au sein de l'économie et des marchés financiers, ainsi que les pressions s'exerçant sur le financement des banques. Le rebond observé par la suite en janvier dans les données monétaires résulte du dénouement des opérations de fin d'année, reflétant en partie l'incidence initiale de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans menée par l'Eurosystème en décembre.

S'agissant des composantes, la variation des flux constatée au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012 a été assez généralisée, reflétant l'évolution de l'ensemble des principales composantes de M3 et des secteurs détenteurs de monnaie. Elle ne s'est donc pas limitée à l'évolution précitée des pensions effectuées par le biais de

Graphique 10 Croissance de M3

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

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



Source : BCE

contreparties centrales. En effet, les ménages et les sociétés non financières (et, dans une moindre mesure, les intermédiaires financiers non monétaires) ont réduit de manière significative leurs portefeuilles de dépôts à vue ou autres dépôts à court terme au quatrième trimestre 2011. Cette évolution résulte en partie des arbitrages de fonds auxquels les secteurs détenteurs de monnaie ont procédé vers des pays ne faisant pas partie de la zone euro et pour faire l'acquisition d'emprunts publics considérés comme des valeurs refuge. L'entrée observée en janvier au titre des actifs monétaires est largement attribuable, quant à elle, au fait que le secteur privé non financier a considérablement accru son portefeuille de dépôts à court terme autres que les dépôts à vue.

Du côté des contreparties, les sorties enregistrées par M3 au quatrième trimestre 2011 reflètent au premier chef la détérioration de la position extérieure nette des IFM de la zone euro en octobre et en novembre (attribuable dans une large mesure aux réallocations de fonds vers l'étranger évoquées précédemment). Les sorties constatées en décembre résultent pour l'essentiel d'importants remboursements nets de prêts au secteur privé non financier, qui ont concerné dans une large mesure les prêts aux sociétés non financières. Pour sa part, l'entrée importante observée en janvier au titre de M3 résulte pour l'essentiel de l'accroissement des titres de créance des administrations publiques détenus par les IFM autres que les banques centrales.

Les principaux actifs détenus par les IFM de la zone euro (hors Eurosysteme) se sont fortement contractés au cours des trois mois s'achevant en décembre 2011, avant d'afficher un net rebond en janvier 2012. Le recul initial résulte essentiellement de la baisse significative des prêts interbancaires et des avoirs extérieurs et, dans une moindre mesure, de la contraction des prêts au secteur privé non financier. À cet égard, le comportement des banques en matière de désendettement au quatrième trimestre 2011 a répondu à un ordre de préférence, à savoir que les actifs les plus liquides ou non stratégiques ont été cédés avant ceux qui constituent l'activité principale des banques. La hausse des principaux actifs détenus par les IFM constatée en janvier reflète dans une large mesure l'augmentation à la fois des avoirs en titres émis par les administrations publiques de la zone euro et le secteur privé hors IFM et des prêts aux AIF. L'acquisition de ces titres a été financée, en partie, à l'aide des fonds issus de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans.

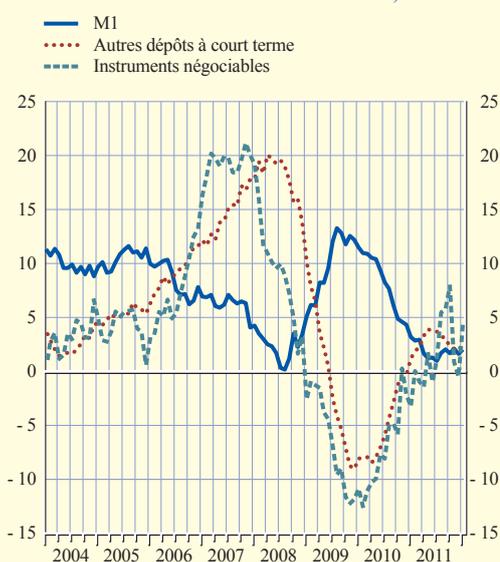
Dans l'ensemble, les données pour la période s'achevant en janvier tendent à indiquer que la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans et les autres mesures non conventionnelles annoncées en décembre ont probablement permis d'éviter un risque de réduction désordonnée du levier d'endettement des établissements de crédit de la zone euro. En effet, en janvier, les prêts aux sociétés non financières n'ont enregistré qu'un léger recul et les prêts aux ménages ont augmenté, après les baisses significatives constatées pour les deux catégories le mois précédent. Les prêts au secteur privé non financier sont néanmoins demeurés faibles. L'incidence de ces mesures non conventionnelles sur l'activité de prêt ne devrait se matérialiser pleinement qu'avec un certain décalage.

### PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

Les évolutions modérées du taux de croissance de M3 observées au quatrième trimestre 2011

Graphique 11 Principales composantes de M3

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



Source : BCE

masquent le fait que les évolutions des taux de croissance annuels de ses principales composantes se sont largement compensées (cf. graphique 11). Des sorties ont cependant été constatées pour l'ensemble des principales composantes de M3 au quatrième trimestre, la plus importante concernant les instruments négociables. De même, les entrées enregistrées par M3 en janvier 2012 résultent également de l'évolution de l'ensemble de ses principales composantes. Cette configuration dénote l'incidence dominante d'un facteur commun sur la récente dynamique à court terme des instruments monétaires. Ce facteur commun a trait aux tensions sur les marchés financiers, qui ont eu une incidence notable sur le comportement des détenteurs de monnaie à l'égard des engagements des IFM de la zone euro.

Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en hausse à 1,9 % au quatrième trimestre 2011 et à 2,0 % en janvier 2012, après 1,4 % au troisième trimestre 2011 (cf. tableau 2). Les billets et pièces en circulation ont affiché une entrée nette au quatrième trimestre 2011. Toutefois, celle-ci n'a pas été exceptionnellement élevée et ne dénote donc pas une inquiétude généralisée concernant le secteur bancaire de la zone euro. En revanche, les dépôts à vue ont donné lieu à des retraits au quatrième trimestre 2011, essentiellement imputables au secteur des ménages. Cette évolution s'est poursuivie en janvier 2012, les AIF venant s'ajouter aux ménages dans le processus de retrait des dépôts à vue. S'agissant des ménages, cette évolution résulte d'arbitrages de portefeuille au sein de M3, au profit essentiellement des dépôts à court terme (dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans) et, dans une moindre mesure, des dépôts d'épargne à court terme (dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois). Ces arbitrages sont intervenus dans un contexte de creusement des écarts entre la rémunération de ce type de dépôts et celle des dépôts à vue. L'augmentation des écarts observée depuis début 2011 reflète, quant à elle, le niveau plus élevé de rémunération de ce type de dépôts moins liquides, qui offrent une plus grande stabilité que les dépôts à vue en tant que source de financement pour les banques. Le creusement des écarts constaté vers la fin de l'année s'explique en partie par le fait que les IFM d'un certain nombre de pays de la zone euro ont cherché à attirer et à retenir les dépôts de ce type.

En dépit des arbitrages de portefeuille auxquels les ménages ont procédé au quatrième trimestre 2011 en faveur des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue, le flux trimestriel global de cette composante a été négatif, les sociétés financières et non financières réduisant de manière substantielle leurs dépôts de

**Tableau 2 Tableau synthétique des variables monétaires**

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

	Encours en pourcentage de M3 <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4	2011 Déc.	2012 Janv.
<b>M1</b>	<b>49,0</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>
Billets et pièces en circulation	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,1	6,2
Dépôts à vue	40,3	2,9	1,2	0,8	1,0	0,7	1,2
<b>M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)</b>	<b>39,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>-2,6</b>
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	19,2	-2,7	2,3	3,2	2,0	2,0	3,4
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	20,1	5,4	4,5	3,7	2,6	1,9	1,9
<b>M2</b>	<b>88,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
<b>M3 – M2 (= instruments négociables)</b>	<b>11,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,3</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Créances sur les résidents de la zone euro</b>		<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>
Créances sur les administrations publiques		10,9	6,5	5,1	1,4	3,5	4,8
Prêts aux administrations publiques		17,7	10,7	7,0	-2,2	-4,7	-4,7
Créances sur le secteur privé		2,1	2,3	1,7	1,3	0,4	0,7
Prêts au secteur privé		2,4	2,6	2,5	2,0	1,0	1,1
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>		2,8	2,8	2,7	2,3	1,2	1,5
<b>Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)</b>		<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</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

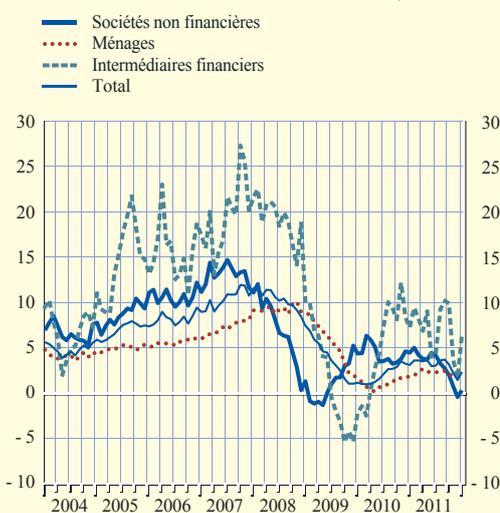
ce type. Par conséquent, le taux de croissance annuel de ces dépôts s'est inscrit en baisse au quatrième trimestre 2011, à 2,3 %, après 3,4 % le trimestre précédent. S'agissant des sociétés non financières, ce recul pourrait refléter l'utilisation des volants de liquidité précédemment accumulés pour financer les fonds de roulement compte tenu du durcissement des conditions de financement. Dans le cas des sociétés financières, les sorties ont été dans une large mesure le fait des AIF, ce qui tend à indiquer que la réduction des portefeuilles des OPCVM a été un facteur essentiel de la diminution des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue. En janvier 2012, cependant, le secteur des entreprises a rejoint celui des ménages dans l'accroissement des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (principalement les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans), ce qui a poussé le taux de croissance annuel de cette composante à la hausse, à 2,6 %.

Le taux de croissance annuel des instruments négociables s'est encore accentué au quatrième trimestre 2011, ressortant à 3,7 % après 3,0 % au troisième trimestre, évolution qui masque d'importantes sorties sur l'ensemble du trimestre. Comme lors des trimestres précédents, les évolutions des instruments négociables sont essentiellement attribuables aux pensions effectuées par l'intermédiaire de contreparties centrales, reflétant dans une large mesure des opérations interbancaires garanties. En net contraste par rapport au trimestre précédent, où ces opérations avaient fortement augmenté, d'importantes sorties ont été enregistrées au quatrième trimestre. Des éléments indiquent que cette évolution est liée à l'appréhension croissante concernant des garanties spécifiques contenues dans les paniers normalisés, ce qui a réduit l'offre de fonds *via* ce type de pensions et augmenté leur coût d'utilisation pour obtenir de la liquidité. L'entrée enregistrée en janvier tendrait à marquer une inversion de ce profil d'évolution. Les autres instruments négociables ont connu des évolutions modérées, reflétant globalement celles observées pour les pensions. Les titres de créance à court terme des IFM (titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans) et les titres d'OPCVM monétaires ont enregistré des flux positifs au quatrième trimestre 2011, qui se sont ensuite partiellement inversés en janvier 2012.

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 des données sectorielles fiables sont disponibles) a baissé à 2,5 % au quatrième trimestre 2011, après 3,2 % au trimestre précédent (cf. graphique 12). Ce fléchissement résulte des importantes sorties enregistrées ce même trimestre, qui ont concerné l'ensemble des secteurs mais tout particulièrement les AIF. La diminution des dépôts de M3 détenus par les AIF reflète dans une large mesure l'évolution des pensions effectuées par le biais de contreparties centrales mais, même abstraction faite de ce facteur, les AIF ont réduit leurs dépôts de M3 dans le cadre de la réduction des bilans des OPCVM face à d'importants remboursements. En janvier 2012, les dépôts inclus dans M3 ont affiché une forte hausse, qui a annulé en partie la sortie observée au quatrième trimestre 2011. Celle-ci a également concerné l'ensemble des secteurs, mais a surtout été le fait, cette fois-ci, du secteur privé non financier.

Graphique 12 Dépôts à court terme et pensions

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



Source : BCE  
Note : Secteur des IFM hors Eurosysteme

### 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 fortement diminué au quatrième trimestre 2011, revenant à 1,3 %, contre 2,4 % au trimestre précédent, avant de s'inscrire en légère hausse, à 1,4 %, en janvier 2012 (cf. tableau 2). Le recul initial, comme la hausse qui a suivi, s'expliquent dans une large mesure par les évolutions du taux de croissance annuel des créances sur les administrations publiques.

Le recul des prêts des IFM aux administrations publiques au quatrième trimestre 2011 était dû à un effet de base lié aux transferts d'actifs des IFM vers des structures de défaillance au quatrième trimestre 2010. Toutefois, les IFM ont récemment accru leurs concours aux administrations publiques en achetant des titres de créance, tendance qui s'est poursuivie en janvier. Alors qu'au quatrième trimestre 2011 ces achats avaient été effectués par l'Eurosystème dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, les acquisitions de janvier 2012 ont été le fait des IFM autres que les banques centrales. Cela reflète probablement l'abondance de la liquidité détenue par ces institutions à la suite de la première opération principale de refinancement d'une durée de trois ans effectuée en décembre.

Le taux de croissance annuel des concours des IFM au secteur privé est revenu à 1,3 % au quatrième trimestre 2011, en recul après 1,7 % au trimestre précédent, en raison d'une sortie trimestrielle importante. Il s'est établi à 0,7 % en janvier 2012. Toutefois, une entrée mensuelle importante a été enregistrée en janvier, qui a largement compensé la sortie mensuelle substantielle constatée en décembre. Les évolutions des concours au secteur privé recouvrent des variations divergentes des taux de croissance annuels de leurs deux principales composantes, les prêts et les titres autres que des actions, bien qu'elles aient enregistré des flux mensuels similaires.

Le rythme annuel de croissance des prêts au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est revenu à 2,3 % au quatrième trimestre 2011, en recul après 2,7 % le trimestre précédent (cf. tableau 2). Cette évolution a reflété des remboursements nets importants, qui ont été opérés essentiellement en décembre 2011 et ont porté en particulier sur les prêts aux sociétés non financières. En janvier 2012, le taux annuel de progression des prêts au secteur privé a augmenté par rapport à décembre 2011. Cette évolution résulte toutefois principalement d'une augmentation des prêts interbancaires garantis effectués *via* les contreparties centrales après la première opération principale de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans en décembre. Cette activité de prêt s'était fortement contractée au cours du quatrième trimestre, reflétant des augmentations des décotes et une détérioration des garanties disponibles pour les intervenants de marché.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a fléchi pour ressortir à 2,3 % au quatrième trimestre 2011, en recul après 2,7 % le trimestre précédent. Cette évolution résulte probablement pour l'essentiel de la détérioration des perspectives économiques et de celles du marché de l'immobilier résidentiel, ainsi que de la nécessité d'assainir les bilans dans certains pays. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est inscrit en légère hausse en janvier 2012 (pour s'établir à 2,1 %, après 1,9 % en décembre 2011) en raison d'une entrée mensuelle importante. Les prêts au logement restent le principal facteur à l'origine de l'évolution de ces prêts. Les données corrigées de la titrisation font état d'une légère augmentation du flux trimestriel des prêts au logement au quatrième trimestre 2011, alors que le flux trimestriel des crédits à la consommation est demeuré faiblement négatif. En janvier 2012, des entrées mensuelles ont été enregistrées pour toutes les catégories de prêts aux ménages (cf. la section 2.7 pour plus de détails).

Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a fléchi pour ressortir à 1,9 % au quatrième trimestre 2011, après 2,2 %

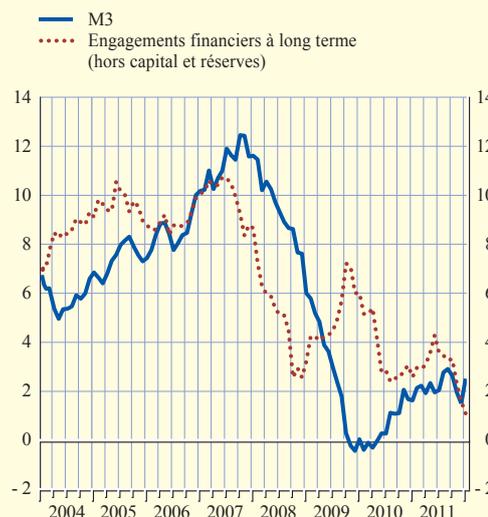
le trimestre précédent. Cette évolution est liée à d'importants remboursements nets, principalement dans deux grands pays de la zone euro, enregistrés vers la fin du trimestre. La progression annuelle des prêts aux sociétés non financières s'est de nouveau ralentie pour s'établir à 0,8 % en janvier. Le fait que les importants remboursements nets observés en décembre ne se soient pas répétés en janvier tend à confirmer que la menace d'une restriction du crédit s'est considérablement atténuée dans le sillage des mesures non conventionnelles adoptées par l'Eurosystème.

Dans l'ensemble, les données relatives à la distribution du crédit dans la zone euro continuent de faire état d'une forte hétérogénéité entre les pays, à la fois en termes de niveau et de dynamique des taux de croissance annuels des prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières. Cela reflète sans doute essentiellement les perspectives différentes, d'un pays à l'autre, s'agissant de l'activité économique et des marchés de l'immobilier résidentiel ainsi que du niveau de la dette au niveau sectoriel.

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 fléchi à 1,1 % en janvier 2012, après 2,7 % au quatrième trimestre 2011 et 3,6 % au troisième trimestre 2011 (cf. graphique 13). Cette évolution a principalement reflété la modération de la progression annuelle des titres de créance à long terme émis par les IFM (c'est-à-dire ceux d'une durée supérieure à deux ans), des sorties positives substantielles ayant été enregistrées au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012 sous l'effet d'importants remboursements nets effectifs ainsi que d'augmentations des encours de ces instruments détenus par les IFM. Ces évolutions indiquent que les financements des IFM sur les marchés obligataires à long terme demeurent perturbés, ce qui est lié aux difficultés que rencontrent la plupart de ces institutions pour accéder aux financements de marché. Le taux de croissance annuel des dépôts à long terme (dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans) a largement reflété une activité de titrisation dans laquelle les créances sont conservées au bilan. Par conséquent, il a fortement progressé en

Graphique 13 M3 et engagements financiers à long terme des IFM

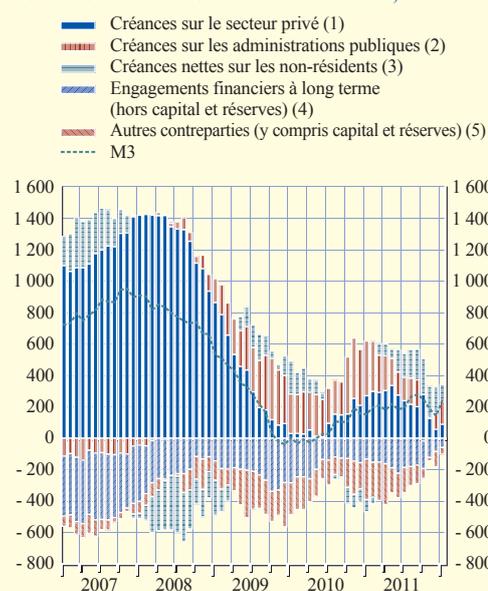
(variations annuelles en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

Graphique 14 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 progressent avec un signe négatif.

octobre 2011 (pour s'établir à 4,5 %), avant de diminuer par la suite (ressortant à 2,5 % en janvier 2012), l'activité de titrisation demeurant faible.

La détérioration de la position extérieure nette des IFM de la zone euro, qui explique pour une grande part la sortie substantielle enregistrée au titre de M3 au quatrième trimestre 2011, a modéré l'entrée mensuelle en direction de M3 observée en janvier 2012 (cf. graphique 14). Ces évolutions ont reflété l'acquisition nette d'avoirs extérieurs par le secteur détenteur de monnaie, ces achats ayant été financés par des fonds qui avaient été placés en instruments inclus dans M3. Elles s'inscrivent également dans le droit fil de la diminution de l'émission nette de titres d'OPCVM observée au troisième trimestre 2011. (Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 2).

## Encadré 2

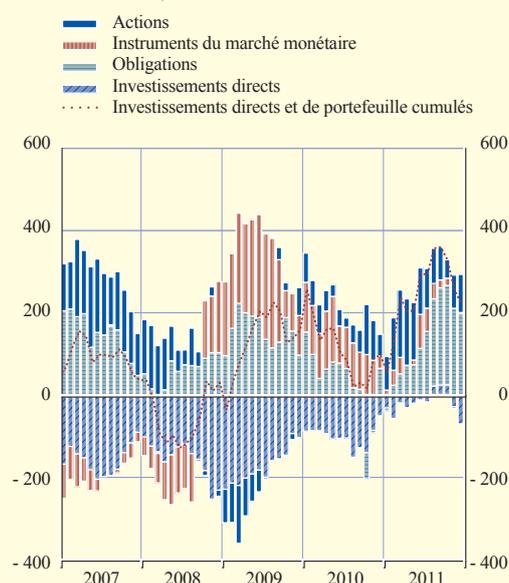
### ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO

Le présent encadré analyse les évolutions récentes du compte financier de la balance des paiements de la zone euro. Les entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés ont augmenté pour atteindre 223,7 milliards d'euros en 2011, contre 98,1 milliards l'année précédente, et ont été largement contrebalancées par des sorties nettes plus importantes sur les autres investissements (cf. le tableau et le graphique). Après les entrées nettes exceptionnellement élevées au titre des investissements de portefeuille enregistrées au premier semestre 2011, les entrées nettes ont sensiblement diminué au second semestre. Dans le même temps, un rapatriement à double sens a commencé : les investisseurs étrangers ont retiré des fonds précédemment investis en titres de la zone euro, tandis que les investisseurs de la zone euro sont devenus vendeurs nets de titres étrangers. Plus récemment, toutefois, en décembre, des signes de normalisation des profils des flux d'investissement de portefeuille sont apparus.

Les entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés ont augmenté en 2011, soutenues pour l'essentiel par une hausse des entrées nettes sur investissements de portefeuille. Malgré la progression globale observée par rapport à l'année précédente, les évolutions des investissements de portefeuille ont été plutôt volatiles, caractérisées par des variations brutales des profils d'investissement provoquées par les retournements du sentiment de marché et les changements de comportement des investisseurs. Au premier semestre 2011, les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille ont sensiblement progressé, reflétant pour l'essentiel des achats importants par les investisseurs étrangers de titres de la zone euro émis par les secteurs des IFM et des non-IFM. S'agissant du secteur des non-IFM, la demande étrangère pour les titres de créance les plus liquides et les mieux notés a été particulièrement

#### Principales rubriques du compte financier

(montants en milliards d'euros ; flux nets cumulés sur douze mois ; données mensuelles)



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

(en milliards d'euros, flux nets en données brutes)

	2011		Données cumulées sur trois mois				Données cumulées sur douze mois	
	Nov.	Déc.	Mars	2011		2010	2011	
				Juin	Sept.	Déc.	Déc.	
<b>Compte financier <sup>1)</sup></b>	<b>- 6,7</b>	<b>- 23,0</b>	<b>15,7</b>	<b>18,4</b>	<b>9,8</b>	<b>- 34,7</b>	<b>44,1</b>	<b>9,3</b>
Investissements directs et de portefeuille cumulés	- 6,5	3,2	118,7	121,2	21,1	- 37,4	98,1	223,7
Investissements directs	- 8,0	1,3	- 9,9	- 29,0	- 16,5	- 14,4	- 49,9	- 69,8
Investissements de portefeuille	1,5	2,0	128,5	150,2	37,7	- 23,0	148,0	293,4
Actions	8,3	14,9	89,2	- 38,1	22,0	19,7	52,4	92,9
Titres de créance	- 6,8	- 12,9	39,3	188,3	15,6	- 42,6	95,7	200,5
Obligations	9,6	20,1	16,8	147,2	30,9	3,1	64,9	198,0
Instruments du marché monétaire	- 16,5	- 33,1	22,5	41,1	- 15,3	- 45,8	30,7	2,5
Autres investissements	- 0,5	- 13,7	- 89,1	- 108,9	0,3	16,8	- 61,2	- 180,9
<i>Dont : secteur détenteur de monnaie <sup>2)</sup></i>								
Investissements directs	- 9,2	2,1	- 5,3	- 22,4	- 16,4	- 14,5	- 35,8	- 58,6
Investissements de portefeuille	- 26,3	12,5	61,5	77,7	18,4	- 46,2	- 98,4	111,5
Actions	- 2,2	18,0	82,3	- 27,5	20,5	6,8	72,2	82,1
Titres de créance	- 24,1	- 5,5	- 20,8	105,3	- 2,0	- 53,0	- 170,6	29,4
Autres investissements	- 9,7	19,6	31,1	- 32,8	29,0	6,3	- 53,8	33,6

Source : BCE

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

1) Les chiffres indiquent les soldes (flux nets). Un chiffre positif (négatif) indique une entrée (sortie) nette.

2) Administrations publiques et autres secteurs de la balance des paiements

forte au deuxième trimestre 2011, reflétant probablement des mouvements de report vers des valeurs refuges dans un contexte de volatilité élevée et de tensions accrues sur les marchés financiers. Au troisième trimestre 2011, en revanche, les entrées nettes sur titres de créance ont considérablement diminué, tandis que les sorties nettes sur actions ont fait place à des entrées nettes. Cette évolution recouvre un processus de liquidation, par lequel les investisseurs de la zone euro ont rapatrié des fonds précédemment investis en titres étrangers et les non-résidents se sont défaits des titres de la zone euro.

Au quatrième trimestre 2011, les investisseurs de la zone euro comme les investisseurs étrangers ont continué à réduire leurs encours transfrontières de titres. Des sorties nettes ont été enregistrées pour les investissements de portefeuille, le désinvestissement des résidents étrangers étant plus important que celui des résidents de la zone euro. Tandis que dans la zone euro, les IFM et le secteur privé non-IFM ont tous deux rapatrié des fonds, les rapatriements effectués par les investisseurs étrangers ont concerné essentiellement les titres émis par le secteur privé des non-IFM. S'agissant des titres émis par le secteur des administrations publiques de la zone euro, des achats nets ont été enregistrés au troisième trimestre 2011, malgré une baisse sensible des entrées étrangères. L'apparition de ce processus de rapatriement à double sens s'inscrit dans le contexte de la hausse des tensions sur les marchés financiers ainsi que de la volatilité et de la baisse des prix des actions au niveau mondial. Ces facteurs semblent avoir pesé sur le sentiment de marché dans un contexte d'inquiétudes croissantes quant à la situation économique mondiale et d'aversion accrue au risque. Par ailleurs, la baisse des entrées nettes au titre des portefeuilles d'investissement vers le secteur des non-IFM de la zone euro a contribué de façon négative à la disponibilité de la liquidité dans la zone et se reflète en partie dans l'évolution de l'agrégat monétaire large M3. En fait, comme le montre la présentation monétaire de la balance des paiements, ces transactions impliquant le secteur détenteur de monnaie sont le reflet de la diminution globale de la position créditrice nette des IFM observée en octobre et en novembre 2011 <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Dans la mesure où elles sont réglées par l'intermédiaire des banques résidentes, les transactions effectuées par le secteur détenteur de monnaie ont une incidence sur les avoirs et les engagements extérieurs du secteur bancaire, l'une des contreparties de M3. Le secteur détenteur de monnaie comprend les ménages, les sociétés non financières, les intermédiaires financiers non-IFM et les administrations publiques autres que l'administration centrale. Pour plus d'informations sur la présentation monétaire de la balance des paiements, cf. L. B. Duc, F. Mayerlen et P. Sola, *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, Occasional Paper Series n° 96, BCE, 2008. Cf. également l'article intitulé *La dimension extérieure de l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* d'août 2008

Toutefois, les données plus récentes de décembre montrent les premiers signes d'une normalisation apparente des profils d'investissements de portefeuille. Les investissements de la zone euro en titres étrangers, comme les investissements étrangers en titres de la zone euro, semblent avoir connu une légère reprise, bien qu'à des niveaux encore faibles. En outre, des entrées nettes d'investissements de portefeuille ont été enregistrées par les secteurs des non-IFM, ce qui est également cohérent avec la légère reprise des entrées observée dans la position créditrice nette des IFM au cours de ce mois. Cette reprise est probablement liée à une légère amélioration du sentiment de marché vers la fin de l'année, reflétant, entre autres, non seulement l'introduction des mesures non conventionnelles de soutien à la liquidité de la BCE, mais également les interventions coordonnées de la BCE et de cinq autres banques centrales, sous forme de dispositifs d'échange réciproque de devises (accords de *swap*) visant à fournir des liquidités au système financier mondial.

S'agissant du secteur des IFM, les banques de la zone euro ont accru leurs cessions nettes de titres étrangers au quatrième trimestre 2011. Cette augmentation est probablement liée à la combinaison de deux facteurs. Le premier concerne le processus actuel de restructuration des bilans lié au durcissement des exigences en fonds propres dans la zone euro. Le nécessaire processus de réduction du levier d'endettement est en général particulièrement prononcé pour les actifs non stratégiques, notamment les titres étrangers, comme cela apparaît clairement pour la période sous revue. Le deuxième tient à la nécessité de mobiliser des fonds dans un contexte de tensions sur les financements, que reflètent non seulement les cessions étrangères de titres émis par les banques de la zone euro au cours des deux derniers trimestres de l'année, mais également la réduction des engagements des IFM au titre des autres investissements, ce qui indique des difficultés à refinancer les dépôts et les prêts à court terme arrivant à maturité associées aux coûts élevés de financement en devise. Le désinvestissement des titres des IFM de la zone euro est lié, en partie, aux préoccupations des investisseurs étrangers à l'égard de la stabilité des systèmes bancaires dans certains pays de la zone. Néanmoins, la baisse des engagements des IFM au titre des autres investissements a été compensée en partie par la hausse des engagements de l'Eurosystème au titre des autres investissements, en raison des accords de *swap* précités conclus entre la BCE et les autres banques centrales.

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

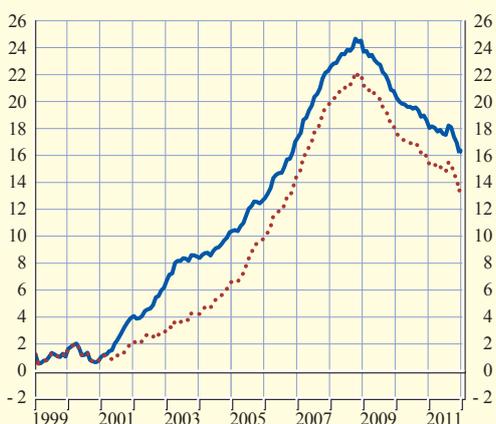
Les importantes sorties enregistrées au titre des instruments monétaires au quatrième trimestre 2011 se sont traduites par une nouvelle absorption de la liquidité monétaire accumulée avant la crise financière (cf. graphiques 15 et 16). L'accélération de la croissance de M3 en janvier 2012 a interrompu cette évolution. Alors que l'existence d'un excédent de liquidité est globalement confirmée par une série d'indicateurs, certaines mesures indiquent qu'il a fléchi au cours des trois dernières années pour revenir à des niveaux assez bas. Néanmoins, il convient de rappeler que ces mesures de la liquidité doivent être interprétées avec prudence car elles reposent sur une évaluation des encaisses monétaires d'équilibre, qui est entourée d'une très grande incertitude.

Dans l'ensemble, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie et du crédit demeure modéré. Parallèlement, les données les plus récentes montrent que le recul significatif de la croissance monétaire au quatrième trimestre 2011, en particulier en décembre, s'est inversé en janvier. De même, s'agissant des prêts, les importants remboursements nets enregistrés vers fin 2011 ne sont pas poursuivis en janvier. La conjonction de ces évolutions tend à indiquer que les mesures non conventionnelles adoptées le 8 décembre 2011 (en particulier les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans) ont atténué les pressions qui pèsent sur le financement des établissements de crédit de la zone euro, contribuant ainsi à réduire le risque d'un processus de réduction désordonnée du levier d'endettement du secteur bancaire. En revanche, ces mesures non conventionnelles ne sauraient encore avoir une incidence visible sur les prêts consentis au secteur privé, celle-ci étant appelée à se matérialiser avec un décalage.

Graphique 15 Estimations du money gap nominal <sup>1)</sup>

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

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



Source : BCE

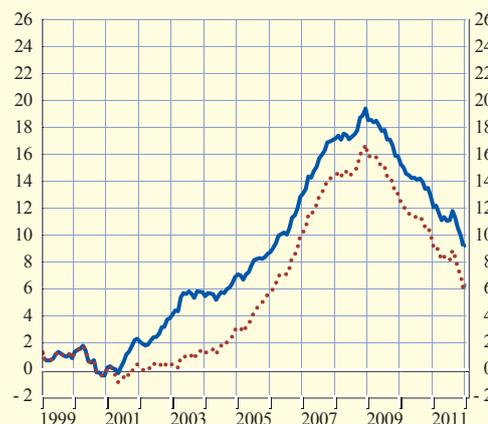
1) Le money gap nominal est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une croissance constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 %, en retenant décembre 1998 comme période de base.

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

Graphique 16 Estimations du money gap réel <sup>1)</sup>

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

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



Source : BCE

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

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

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

Le taux de croissance annuel des placements financiers des agents non financiers est resté globalement inchangé au troisième trimestre 2011, reflétant en partie la modération de la progression du revenu des ménages et la faiblesse du taux d'épargne au regard des évolutions passées. Le taux de croissance annuel des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension est également demeuré stable, en raison des modestes placements des ménages en provisions techniques d'assurance. Le regain de tensions sur les marchés financiers au quatrième trimestre 2011 a entraîné de nouveaux remboursements nets de grande ampleur, qui ont concerné l'ensemble des principales catégories d'OPCVM.

### AGENTS NON FINANCIERS

Au troisième trimestre 2011 (trimestre le plus récent pour lequel des données sont disponibles), le taux de progression annuel du total des placements financiers des agents non financiers est resté inchangé, à 3,4 %, se stabilisant ainsi à un niveau relativement bas au regard des évolutions passées (cf. tableau 3). Sans l'effet des transferts d'actifs des IFM vers des structures de défaisance appartenant au secteur des administrations publiques, le taux de croissance annuel des placements financiers des agents non financiers serait encore proche des niveaux enregistrés lors du point bas de l'activité atteint entre fin 2009 et début 2010. La modération des évolutions observées au troisième trimestre 2011 masque des dynamiques différentes selon les instruments. En particulier, les contributions des placements en actions cotées et des autres comptes à recevoir (qui comprennent les crédits commerciaux) sont en hausse par rapport au trimestre précédent. En revanche, les contributions des placements en numéraire et dépôts, en provisions

**Tableau 3 Placements financiers des agents non financiers de la zone euro**

	Encours exprimés en pourcentage des placements financiers <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels									
		2009		2010		2010		2011		2011	
		T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Placements financiers</b>	<b>100</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>
Numéraire et dépôts	24	6,9	6,0	3,3	1,9	1,5	2,1	3,0	3,4	3,8	3,1
Titres de créance, hors produits financiers dérivés	6	0,6	-0,5	-2,6	-2,5	-2,6	-2,9	4,7	7,7	8,6	8,6
<i>dont</i> : court terme	0	-22,8	-33,0	-35,7	-27,2	-22,1	-7,0	-4,4	3,9	7,7	0,2
<i>dont</i> : long terme	5	4,2	4,4	2,6	0,8	-0,4	-2,5	5,5	8,1	8,7	9,4
Actions et autres participations, hors parts d'OPCVM	28	4,7	4,4	3,0	2,7	2,4	2,3	2,5	2,0	2,2	2,5
<i>dont</i> : actions cotées	5	5,4	5,0	4,6	4,7	3,5	2,4	3,4	1,1	0,8	2,9
<i>dont</i> : actions non cotées et autres participations	22	4,5	4,2	2,7	2,3	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,4
Parts d'OPCVM	5	-3,9	-1,0	2,2	0,2	-1,4	-2,1	-2,8	-3,4	-2,5	-4,5
Provisions techniques d'assurance	16	3,1	3,6	4,4	5,0	4,7	4,6	4,2	3,5	3,2	2,7
Autres <sup>2)</sup>	22	1,9	1,6	1,6	3,6	4,8	5,0	5,5	4,8	4,9	6,2
<b>M3 <sup>3)</sup></b>		<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>

Source : BCE

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

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

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

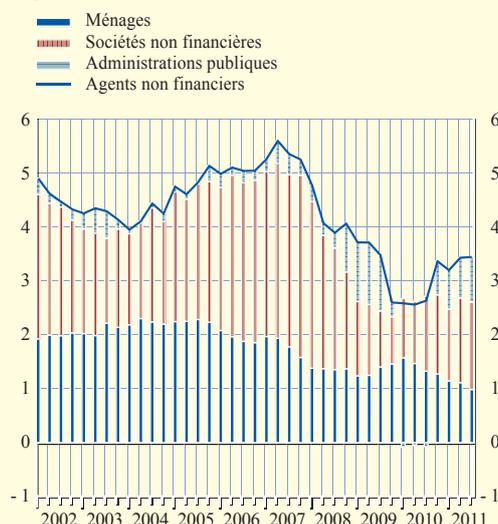
techniques d'assurance et en parts d'OPCVM ont diminué ou sont devenues plus négatives. Les entrées trimestrielles observées au titre des instruments émis par les IFM ont été supérieures à celles constatées pour les autres instruments, pour la première fois depuis fin 2008, ce qui dénote des ajustements de portefeuille en faveur des éléments de passifs bancaires. Toutefois, les informations provenant des statistiques de bilan des IFM suggèrent que cet ajustement était temporaire et s'est quelque peu inversé au quatrième trimestre.

D'un point de vue sectoriel, le fait que le taux de croissance annuel du total des placements financiers des agents non financiers ait été inchangé au troisième trimestre 2011 reflète de nouvelles augmentations marginales des contributions des sociétés non financières et des administrations publiques, contrebalancées par l'affaiblissement relatif des placements financiers des ménages (cf. graphique 17). Le ralentissement de l'accumulation d'actifs financiers par les ménages reflète la poursuite des cessions de titres d'OPCVM et de la réduction des placements en réserves techniques d'assurance dans le contexte d'un tassement de la progression du revenu nominal disponible et d'un taux d'épargne faible au regard des évolutions passées. Les informations tirées des statistiques relatives aux OPCVM laissent penser que les ménages ont encore réduit leurs avoirs en parts d'OPCVM vers la fin de l'année, notamment en fonds « actions » et en fonds « mixtes ».

Le taux de croissance annuel des placements financiers des administrations publiques s'est nettement renforcé au troisième trimestre à partir de niveaux déjà élevés. L'accélération de la croissance annuelle reflète une forte progression des autres comptes à recevoir, compensée en grande partie par une nette réduction des dépôts des administrations publiques. L'augmentation des

**Graphique 17 Placements financiers des agents non financiers**

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



Source : BCE

autres comptes à recevoir au troisième trimestre était probablement liée à l'enregistrement aux bilans d'arriérés d'imposition antérieurs. La croissance particulièrement forte des placements financiers des administrations publiques reste principalement attribuable à la poursuite de l'incidence des transferts d'actifs des IFM vers les structures de défaisance au quatrième trimestre 2010.

La légère accélération de l'accumulation d'actifs financiers par les sociétés non financières au troisième trimestre a été essentiellement alimentée par l'augmentation des achats d'actions cotées et la hausse des autres comptes à recevoir, la première pouvant être liée à l'activité de fusions et acquisitions, et la seconde étant imputable à une expansion des crédits commerciaux. Celle-ci reflète vraisemblablement des paiements différés, tant par les entreprises que par les administrations publiques, d'achats de biens et services dans un contexte d'incertitude et de conditions de financement restrictives, ainsi que la croissance toujours robuste des exportations. De plus amples informations concernant les évolutions des flux financiers et des bilans du secteur privé non financier sont fournies dans les sections 2.6 et 2.7. Des informations sont également disponibles, pour l'ensemble des secteurs institutionnels, dans l'encadré intitulé *Les comptes intégrés de la zone euro au troisième trimestre 2011* du *Bulletin mensuel* de février 2012.

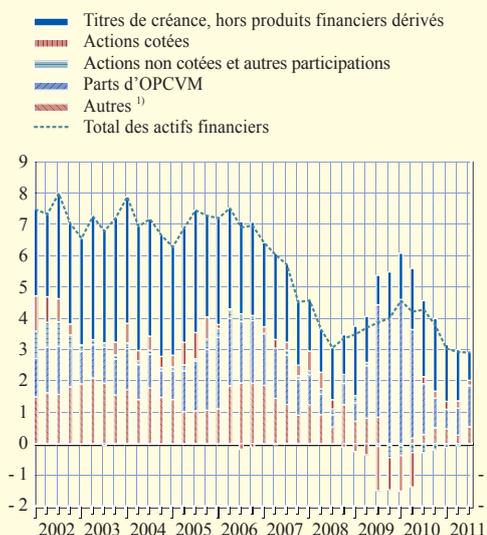
### INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

L'atonie persistante du rythme des placements des ménages en réserves techniques d'assurance, qui est le principal facteur déterminant le montant des fonds que les sociétés d'assurance et les fonds de pension peuvent placer, explique que le taux de croissance des placements financiers de ce secteur soit resté inchangé à 2,9 % au troisième trimestre 2011, dernier trimestre pour lequel les données des comptes intégrés de la zone euro sont disponibles (cf. graphique 18). Il s'agit du taux le plus faible depuis 1999. S'agissant des différents instruments, les titres d'OPCVM sont devenus le plus important contributeur à la croissance annuelle des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension. Cette évolution reflète leur préférence pour placer les fonds (obtenus à partir de nouveaux placements des ménages en produits d'assurance-vie ou d'épargne retraite, ainsi que par la cession de titres de créance directement détenus) en grande partie dans des OPCVM, plutôt que directement en titres. Dans le même temps, les sociétés d'assurance et les fonds de pension ont aussi nettement augmenté leurs avoirs en numéraire et dépôts, ce qui pourrait refléter l'incertitude qui règne sur les marchés financiers.

Les entrées annuelles en parts d'OPCVM (hors OPCVM monétaires) se sont inscrites en recul à 43 milliards d'euros au quatrième trimestre 2011, contre 171 milliards au trimestre précédent, leur taux de croissance annuel ralentissant encore ainsi fortement à 0,7 %, après 3,0 % au troisième trimestre. Les entrées annuelles ont fléchi pour les trois principales catégories d'OPCVM (à savoir les fonds « actions », « obligations » et « mixtes »), les entrées annuelles en fonds « actions » devenant légèrement négatives (cf. graphique 19). Ces évolutions reflètent une tendance générale à éviter les actifs les plus risqués dans un contexte d'incertitude économique et financière accrue et, pour partie, des transferts de fonds hors de la zone euro au quatrième trimestre.

**Graphique 18 Placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension**

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



Source : BCE

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

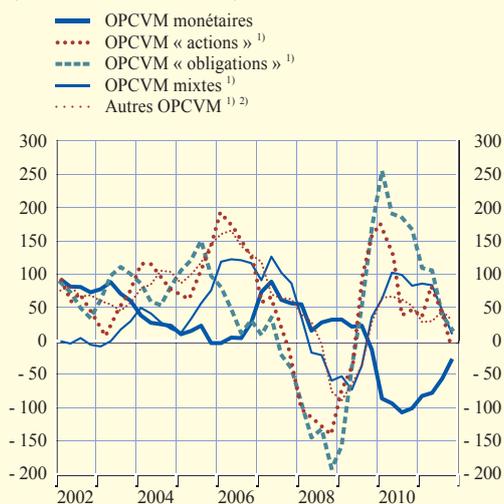
En revanche, les OPCVM monétaires ont bénéficié de l'incertitude sur les marchés financiers, enregistrant de faibles entrées au quatrième trimestre, car ils sont fréquemment utilisés pour placer de façon temporaire des fonds retirés d'autres types d'OPCVM. Ces entrées n'ont pu contrebalancer les sorties observées lors des trimestres précédents (probablement liées aux rendements relativement limités offerts par ces OPCVM). Par conséquent, de nouvelles sorties annuelles sur titres d'OPCVM monétaires ont été observées au cours du trimestre sous revue, nettement plus faibles toutefois qu'au trimestre précédent.

Concernant plus précisément les évolutions du quatrième trimestre 2011, lorsque les tensions sur les marchés de la dette souveraine se sont encore intensifiées, une sortie de 47 milliards d'euros a été enregistrée sur les titres d'OPCVM (hors OPCVM monétaires), en données brutes. Il s'agissait du deuxième flux trimestriel sortant consécutif, tous deux ayant été toutefois nettement plus faibles que ceux constatés à la suite de la faillite de Lehman Brothers.

Des remboursements nets ont été enregistrés pour les trois grandes catégories d'OPCVM, principalement concentrés sur octobre et novembre. Les sorties les plus importantes ont été enregistrées par les fonds « actions » et les fonds « mixtes », qui ont représenté plus des deux tiers des sorties totales sur le trimestre. Cependant, au quatrième trimestre 2011, l'encours de titres émis par les OPCVM non monétaires de la zone euro a augmenté de 4,5 % en glissement trimestriel, malgré les nouveaux retraits importants enregistrés ces derniers mois. Cette évolution est principalement attribuable à la hausse des prix des actifs observée depuis fin novembre et, dans une moindre mesure, au reclassement statistique de certains OPCVM monétaires en fonds « obligations » en décembre (pour un montant total supérieur à 100 milliards d'euros). Les remboursements nets enregistrés par les OPCVM se sont reflétés du côté des actifs du bilan dans les cessions généralisées d'actions et autres participations, de titres autres que des actions et de parts d'OPCVM, ainsi que dans une diminution des dépôts.

**Graphique 19 Flux annuels nets de placements en titres d'OPCVM par catégories**

(montants en milliards d'euros)



Sources : BCE et FEFSI

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

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

### 2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

*Les taux d'intérêt du marché monétaire ont globalement diminué entre le 7 décembre 2011 et le 7 mars 2012. Ce recul résulte de la révision à la baisse des anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme et de la décision du Conseil des gouverneurs du 8 décembre 2011 de réduire de 25 points de base les taux directeurs de la BCE. Cette décision a pris effet à compter de l'opération principale de refinancement dont le règlement est intervenu le 14 décembre 2011. La volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire s'est atténuée et l'Eonia s'est stabilisé à un bas niveau depuis le début de l'année, reflétant l'ampleur de l'excédent de liquidité.*

Les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont diminué entre le 7 décembre 2011 et le 7 mars 2012. Le 7 mars 2012, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à, respectivement, 0,50 %, 0,91 %, 1,22 % et 1,55 %, soit 70, 56, 48 et 49 points de base en dessous des niveaux observés le 7 décembre 2011. L'écart entre les taux Euribor 12 mois et 1 mois, un indicateur de la pente de la courbe

des taux du marché monétaire, a augmenté de 21 points de base sur la période pour s'établir à 105 points de base le 7 mars (cf. graphique 20).

Les taux d'intérêt des prêts garantis du marché monétaire se sont stabilisés à des niveaux très bas depuis le début de l'année (cf. graphique 21). Le 7 mars, le taux du *swap* Eonia 3 mois s'établissait à 0,34 %, soit 13 points de base en dessous de son niveau du 7 décembre. Le taux Euribor d'échéance correspondante ayant enregistré un recul encore plus marqué, l'écart entre ces deux taux s'est resserré, revenant de 101 points de base le 7 décembre à 57 points de base le 7 mars.

Les taux d'intérêt implicites tirés des contrats *futures* sur l'Euribor 3 mois d'échéances mars, juin et septembre 2012 s'établissaient à, respectivement, 0,83 %, 0,69 % et 0,67 % le 7 mars, ce qui représente des baisses de 21, 28 et 29 points de base par rapport aux niveaux observés le 7 décembre, reflétant pour partie des anticipations de baisse des taux directeurs (cf. graphique 22). Les volatilités implicites à maturités constantes de 3, 6, 9 et 12 mois tirées des options sur les contrats *futures* sur l'Euribor 3 mois ont toutes diminué de façon prononcée au cours des trois derniers mois (cf. graphique 23).

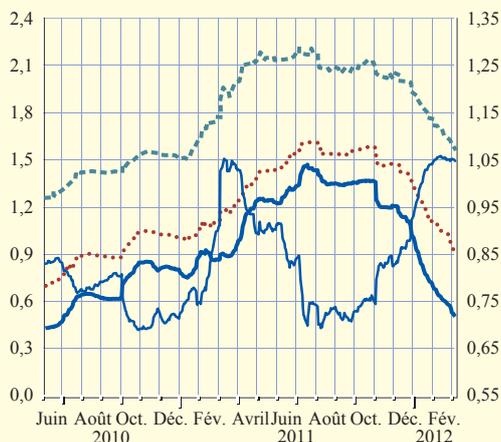
L'Eonia est resté relativement volatil jusqu'à la première semaine de janvier, avant de se stabiliser par la suite. En raison du regain de tensions sur les marchés financiers, le recours des banques aux opérations de liquidité de l'Eurosystème a nettement augmenté au cours de la période sous revue. Par conséquent, le montant de l'excédent de liquidité dans le système s'est accru, comme en atteste le recours important à la facilité de dépôt. Dès lors, l'écart entre l'Eonia et le taux des opérations principales de refinancement est demeuré négatif tout au long de la période sous revue.

Le 8 décembre, le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt étant ainsi ramené à 0,25 %, le taux appliqué aux opérations principales de refinancement à 1,00 % et le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal à 1,75 %.

Graphique 20 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)

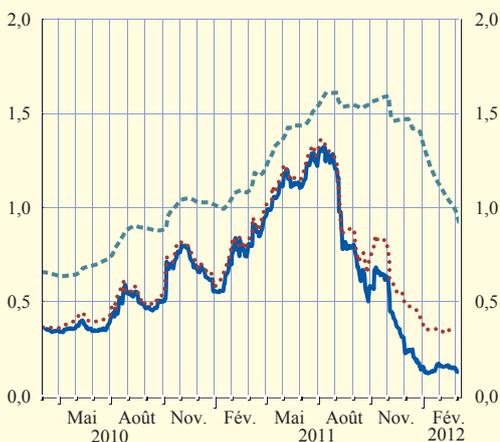


Sources : BCE et Thomson Reuters

Graphique 21 Taux à 3 mois de l'Eurepo, de l'Euribor et des swaps de taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Eurepo 3 mois
- ..... Swaps de taux au jour le jour à 3 mois
- - - Euribor 3 mois



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

### Graphique 22 Taux d'intérêt et taux des contrats à terme à 3 mois de la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

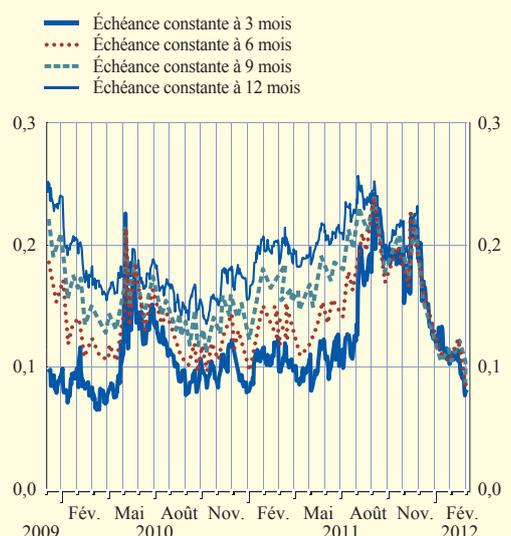


Source : Thomson Reuters

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

### Graphique 23 Volatilités implicites à échéances constantes tirées des options sur les contrats à terme Euribor 3 mois

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

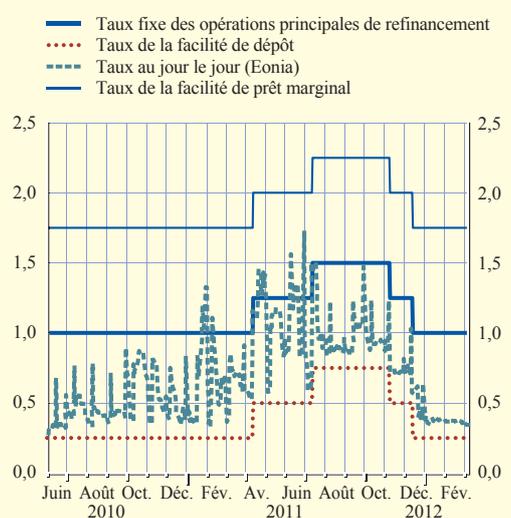
Notes : La mesure est calculée en deux étapes. Premièrement, les volatilités implicites tirées des options sur les contrats à terme Euribor 3 mois sont converties en les exprimant en termes de logarithme des prix au lieu de logarithme des rendements. Deuxièmement, les volatilités implicites ainsi obtenues,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

L'Eonia a reflété cette décision en s'inscrivant à 0,355 % le 7 mars (cf. graphique 24).

Au cours de la période sous revue, la BCE a continué de soutenir le marché monétaire au moyen d'opérations d'apport de liquidité : opérations à échéance d'une semaine, opérations dont la durée correspond à une période de constitution de réserves et opérations à trois mois. Toutes ces opérations ont été conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et sans limitation de montant. Étant donné les tensions sur les marchés financiers de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a aussi décidé d'abaisser le taux de réserves de 2 % à 1 % et d'injecter des liquidités par le biais de deux opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme – également par voie d'appels d'offres à taux fixe – la totalité des soumissions étant servie – d'une durée de trois ans environ. La première des deux opérations a été réalisée le 21 décembre et la seconde le 29 février (cf. également l'encadré 3).

### Graphique 24 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

## Encadré 3

## INCIDENCE DES DEUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME D'UNE DURÉE DE TROIS ANS

L'intensification des tensions sur les marchés de la dette souveraine au second semestre 2011, dans un contexte de forte incertitude, a rendu de plus en plus difficile l'accès des banques de la zone euro aux financements de marché. Cette situation dégradée risquait de provoquer une diminution des prêts consentis par les établissements de crédit aux ménages et aux sociétés non financières de la zone euro. Le graphique A illustre les tensions accrues sur les marchés monétaires de la zone à compter de juillet 2011, reflétée par la volatilité plus élevée du marché monétaire et par l'augmentation des primes de risque de crédit.

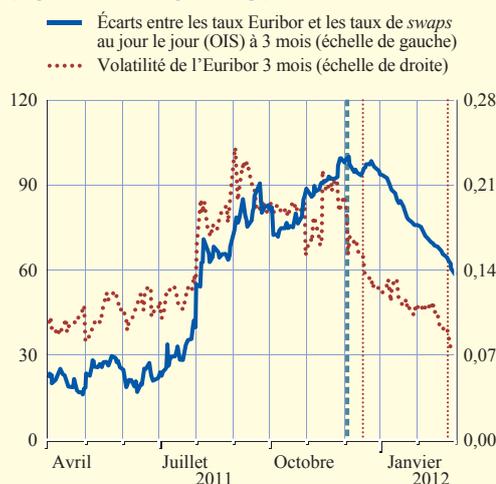
Afin d'éviter un tel resserrement du crédit et de garantir que la politique monétaire de la BCE continue d'être transmise de manière efficace à l'économie réelle et préserve ainsi la stabilité des prix dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 8 décembre 2011 de mettre en œuvre des mesures non conventionnelles supplémentaires de politique monétaire. Parmi les mesures adoptées figuraient deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans assorties d'une option de remboursement anticipé.

Au cours de la première opération, qui a été effectuée le 21 décembre 2011, 489,2 milliards d'euros ont été alloués à 523 établissements de crédit. Ce montant comprenait le report de 45,7 milliards d'euros alloués au titre de l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de douze mois dont l'adjudication avait eu lieu en octobre 2011, pour une injection nette de liquidité de 210,0 milliards d'euros cette même semaine. La seconde opération a eu lieu le 29 février 2012 et un montant de 529,5 milliards d'euros a été alloué à 800 établissements de crédit en plus des 6,5 milliards alloués à cette date au titre de l'opération de refinancement à plus long terme régulière assortie d'une échéance de trois mois. Si l'on prend également en compte les 29,5 milliards d'euros alloués au titre de l'opération principale de refinancement hebdomadaire, l'Eurosystème a injecté 565,5 milliards d'euros dans le cadre de ces trois opérations d'apport de liquidité. Il convient de replacer ces mesures dans le contexte des opérations arrivant à échéance cette même semaine, d'un montant total de 254,9 milliards d'euros.

L'analyse, s'ajoutant aux informations ponctuelles fournies par les banques, tend à indiquer que des considérations de financement ont joué un rôle essentiel dans le comportement des banques en matière de soumission lors de ces opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans<sup>1</sup>. Le graphique B fait apparaître une corrélation positive entre les écarts de rendement sur les obligations bancaires à l'émission (aussi bien pour les obligations garanties que non garanties) et les montants des soumissions des banques lors des deux opérations de refinancement à plus long terme

Graphique A Écart de rendement sur le marché monétaire et volatilité dans la zone euro

(en points de base ; en pourcentage)



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

Notes : La ligne verticale verte représente l'annonce le 8 décembre des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans. Les deux lignes verticales rouges représentent l'adjudication, de ces deux opérations de refinancement à plus long terme, le 21 décembre 2011 et le 29 février 2012, respectivement.

<sup>1</sup> Pour une analyse de la première opération, cf. l'encadré 4 intitulé *L'incidence de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans* du *Bulletin mensuel* de janvier 2012

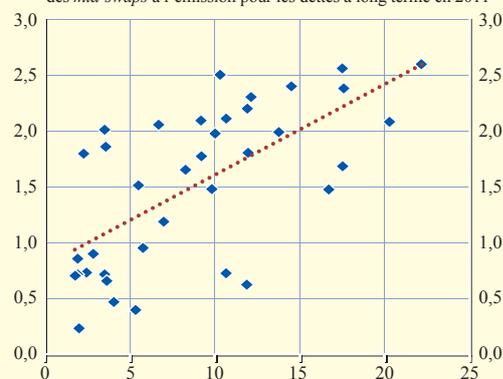
d'une durée de trois ans en pourcentage du total de leurs actifs. Toutefois, de nombreuses banques ayant soumissionné lors de ces opérations n'avaient pas émis de titres de créance en 2011. Le graphique suggère que même si une banque avait été en mesure d'obtenir des fonds à plus long terme sur le marché obligataire, elle aurait néanmoins été fortement incitée à emprunter auprès de l'Eurosystème en raison du coût plus faible d'une telle opération. Dans le même temps, ces conditions de financement rendent plus attrayantes les opportunités d'investissements et de prêts des banques. Cela vient étayer l'opinion du Conseil des gouverneurs, selon laquelle ces mesures permettront de supprimer les obstacles à l'accès au financement de l'économie réelle.

En améliorant les conditions de financement des banques, la BCE a peut-être évité des cessions désordonnées d'actifs qui auraient créé des tensions sur certains compartiments des marchés. Les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans ont sans doute aussi contribué à limiter la contagion de la crise de la dette souveraine aux marchés du crédit et aux marchés de capitaux au sens large. De plus, elles ont amélioré le sentiment des marchés concernant une large gamme d'actifs et favorisé la réouverture progressive de certains compartiments qui avaient été précédemment fermés. Le graphique C illustre la réduction généralisée des primes de risque de crédit sur les marchés de la dette, mesurées par les écarts de taux des *swaps* de défaut (CDS), après les opérations de refinancement à plus long terme. Cependant, cette évolution doit également être replacée dans le contexte de l'assainissement budgétaire dans la zone euro et des signes de stabilisation de l'économie observés dernièrement.

**Graphique B Primes de risque et comportement en matière de soumission des banques (pour les établissements ayant eu accès au marché en 2011)**

(en pourcentage)

Axe des abscisses : montant des soumissions lors des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans en pourcentage du total des actifs  
Axe des ordonnées : écarts de rendement par rapport aux taux des *mid-swaps* à l'émission pour les dettes à long terme en 2011

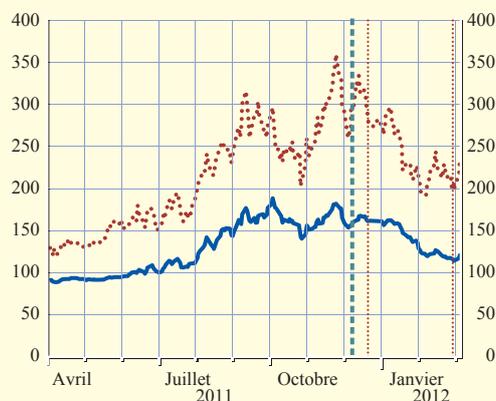


Sources : BCE, Fitch Ratings et DMC Dealogic

**Graphique C Écarts de taux des *swaps* de défaut des sociétés financières et non financières**

(en points de base)

— Écarts de rendement des CDS iTraxx Non-Financial Europe  
- - - Écarts de rendement des CDS iTraxx Senior Financials Europe



Sources : JP Morgan et calculs de la BCE

Notes : La ligne verticale verte représente l'annonce le 8 décembre des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans. Les deux lignes vertes rouges représentent l'adjudication, de ces deux opérations de refinancement à plus long terme, le 21 décembre 2011 et le 29 février 2012, respectivement. Les écarts de taux des *swaps* de défaut portent sur les titres à cinq ans les plus récemment émis (*on the run*).

Plusieurs mois seront peut-être nécessaires pour que l'ensemble des effets positifs de ces opérations sur les prêts bancaires consentis aux ménages et aux sociétés non financières apparaisse dans les données monétaires. Par conséquent, la croissance de la monnaie et du crédit demeurera probablement modérée un certain temps, avant de se renforcer sous l'effet des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans (bien que les données récentes relatives à la croissance de la monnaie et du crédit s'inscrivent également dans le contexte actuel d'une activité économique léthargique).

La BCE dispose de tous les moyens nécessaires pour faire en sorte que la conduite de sa politique monétaire assure la stabilité des prix dans la zone euro. De plus, afin de gérer les implications, en termes de risques, liées à l'expansion correspondante de son bilan, l'Eurosystème réexamine en permanence l'éligibilité des garanties et son dispositif de contrôle des risques. En outre, l'application de mesures prudentes de contrôle des risques, comme les décotes, à l'ensemble des opérations de politique monétaire, permet d'assurer la solidité de la situation financière de l'Eurosystème.

La BCE a également procédé à des opérations hebdomadaires de retrait de liquidité à une semaine sous forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission maximal de 1 % au cours de la douzième période de constitution des réserves de 2011 et des première et deuxième périodes de constitution de 2012. Par ces opérations, la BCE a proposé d'absorber un montant correspondant à celui des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, qui atteignait un total de 217,8 milliards d'euros le 7 mars.

La période sous revue a été caractérisée par un excédent de liquidité très élevé, le recours journalier moyen à la facilité de dépôt au cours des trois périodes de constitution de réserves en question (c'est-à-dire la douzième période de constitution de 2011 et les deux premières de 2012) s'établissant à 462 milliards d'euros. Par comparaison, le recours journalier moyen à la facilité de dépôt avait représenté au total 204 milliards d'euros au cours des trois précédentes périodes de constitution de réserves (cf. également l'encadré 4).

#### Encadré 4

##### CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ ET OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DU 9 NOVEMBRE 2011 AU 14 FÉVRIER 2012

Le présent encadré décrit les opérations d'*open market* de la BCE durant les périodes de constitution de réserves s'achevant le 13 décembre 2011, le 17 janvier 2012 et le 14 février 2012. Au cours de cette période, toutes les opérations de refinancement en euros ont continué d'être effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

Le 8 décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé de prendre des mesures supplémentaires de soutien renforcé au crédit afin de favoriser le crédit bancaire et la liquidité sur le marché monétaire de la zone euro. Il a décidé en particulier :

- d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois ans environ et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an. La première opération de ce type a été effectuée le 21 décembre 2011 (à la place de l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de treize mois dont l'adjudication devait intervenir à cette date et qui avait été annoncée le 6 octobre 2011) et la seconde opération s'est déroulée le 29 février 2012 ;

- de réduire de 2 % à 1 % le taux des réserves obligatoires à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012 ;
- de cesser temporairement, à compter de la période de constitution débutant le 14 décembre 2011, d'effectuer des opérations de réglage fin le dernier jour de chaque période de constitution ; et
- de prendre des mesures pour accroître la disponibilité des garanties.

De plus, les dates d'échéance des autres opérations étant proches du début des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, le Conseil des gouverneurs a décidé d'effectuer deux opérations de réglage fin d'apport de liquidité d'une durée d'un jour le 20 décembre 2011 et le 28 février 2012.

Enfin, au cours de la période sous revue, les taux directeurs de la BCE ont été abaissés de 25 points de base à deux reprises, à la suite de décisions prises par le Conseil des gouverneurs.

### Besoin de refinancement du système bancaire

Au cours de la période sous revue, le besoin global de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes, des réserves obligatoires et de l'excédent de réserves (c'est-à-dire l'écart entre les avoirs en compte courant et les réserves obligatoires), s'est établi à 433,5 milliards d'euros en moyenne. Cela correspond à une baisse de 18,9 milliards d'euros par rapport à la moyenne quotidienne des trois périodes de constitution précédentes (allant du 10 août au 8 novembre 2011).

Ce recul du besoin de refinancement a principalement résulté d'une diminution des réserves obligatoires. Jusqu'au 17 janvier 2012, le niveau quotidien des réserves obligatoires s'est établi à 207,0 milliards d'euros. Au cours de la dernière période de constitution sous revue, le niveau quotidien des réserves obligatoires est revenu à 103,3 milliards d'euros, reflétant la décision précitée de réduire de 2 % à 1 % le taux de ces réserves. Durant la période sous revue, la valeur moyenne des facteurs autonomes a augmenté de 5,1 milliards d'euros, s'établissant à 251,0 milliards. De plus, l'excédent de réserves moyen journalier est ressorti à 4,8 milliards d'euros, après 2,5 milliards au cours des trois périodes de constitution précédentes (cf. graphique A)<sup>1</sup>.

### Apport de liquidité

Au cours de la période sous revue, la liquidité nette totale fournie par le biais d'opérations d'*open market* s'est établie à 802,0 milliards d'euros en moyenne, en hausse de 186,7 milliards par rapport aux trois périodes de constitution précédentes. Les opérations d'appels d'offres<sup>2</sup> ont fourni 530,3 milliards d'euros en moyenne, soit une progression de 121,8 milliards par rapport

**Graphique A Écart entre les avoirs en compte courant des banques et les réserves obligatoires**

(montants en milliards d'euros ; niveau moyen pour chaque période de constitution)



Source : BCE

<sup>1</sup> Pour plus de détails sur les facteurs qui influencent les excédents de réserves, cf. l'encadré intitulé *Excédents de réserves et mise en œuvre de la politique monétaire de la BCE* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2005

<sup>2</sup> Les opérations d'appels d'offres comprennent les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme et les opérations de réglage fin, ces dernières pouvant revêtir la forme d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité.

Opérations d'apport de liquidité du 9 novembre 2011 au 14 février 2012

Opérations d'apport de liquidité	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement exceptionnelles	Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois	Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an	Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans
Moyenne quotidienne (en milliards d'euros)	179,9	45,6	157,4	49,4	11,2	489,2

Source : BCE

à la précédente période de constitution, en raison essentiellement de l'augmentation de la liquidité apportée par le biais des opérations de refinancement à plus long terme.

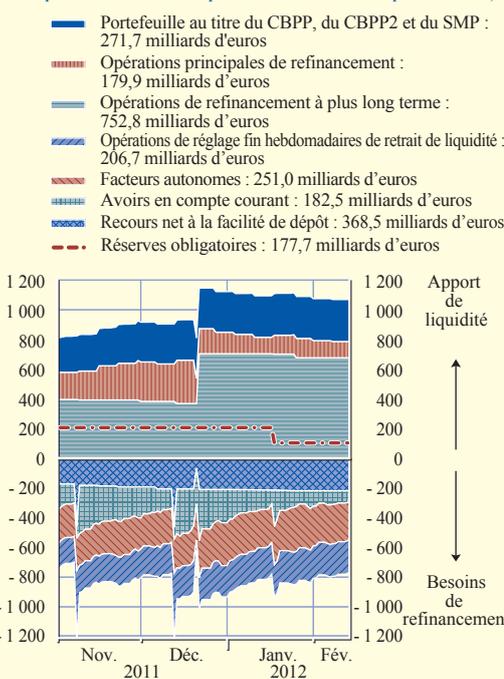
La liquidité moyenne fournie par les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves et par les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 18,4 milliards d'euros et de 104,2 milliards, respectivement, par rapport à la précédente période sous revue. En revanche, la liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement d'une durée d'une semaine a augmenté de 8,3 milliards d'euros. Une seule opération de refinancement à plus long terme d'une durée de douze mois (d'un montant de 11,2 milliards d'euros) a été effectuée au cours de la période sous revue. Enfin, un montant important (489,2 milliards d'euros) a été fourni par le biais de l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans qui a été réglée le 22 décembre 2011 (cf. tableau).

Les deux programmes d'achat d'obligations sécurisées (CBPP et CBPP2) et le Programme pour les marchés de titres ont fourni, ensemble, 271,7 milliards d'euros de liquidité en moyenne au cours de la période sous revue, contre une moyenne de 206,7 milliards au cours des trois périodes de constitution précédentes.

La liquidité injectée par le biais du CBPP, au titre duquel les derniers achats ont été effectués le 30 juin 2010, représentait 57,6 milliards d'euros le 14 février 2012, soit une légère diminution par rapport au niveau de 59,4 milliards enregistré lors de la précédente période sous revue, certains montants étant arrivés à échéance. Le 14 février 2012, les achats réglés dans le cadre du CBPP2 ont atteint 5,8 milliards d'euros, tandis que la valeur nette des transactions réglées dans le cadre du Programme pour les marchés de titres s'est établie à 219,3 milliards contre 185,3 milliards le 8 novembre 2011. Parallèlement, les opérations hebdomadaires ont neutralisé la totalité de la liquidité fournie par le Programme pour les marchés de titres, absorbant 206,7 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue.

Graphique B Besoin de refinancement du système bancaire et apport de liquidité

(montants en milliards d'euros ; les moyennes quotidiennes, au cours de la période sous revue sont précisées à côté de la rubrique considérée)



Source : BCE

Conformément à la décision précitée de cesser temporairement d'effectuer des opérations de réglage fin en fin de période de constitution des réserves, la dernière opération de ce type a eu lieu le 13 décembre 2011. Cette opération a permis d'absorber 258,0 milliards d'euros (cf. graphique B). De plus, comme mentionné précédemment, une opération de réglage fin d'apport de liquidité d'une durée d'un jour a été effectuée le 20 décembre 2011, pour un montant de 141,9 milliards d'euros.

### Recours aux facilités permanentes

Dans l'ensemble, l'accroissement de l'offre de liquidité, conjugué à la légère diminution du besoin de refinancement, a entraîné une augmentation de l'excédent moyen de liquidité, qui s'est établi à 373,4 milliards d'euros au cours de la période sous revue (après 164,3 milliards au cours de la précédente période sous revue). Le recours à la facilité de prêt marginal s'est accru, passant d'une moyenne de 1,4 milliard d'euros lors des trois périodes de constitution précédentes à une moyenne de 4,4 milliards au cours de la période sous revue. Cette augmentation a été plus prononcée lors de la deuxième des trois périodes de constitution sous revue (la hausse ayant atteint 6,0 milliards d'euros en moyenne). Dans le même temps, reflétant l'abondance de la liquidité, le recours moyen à la facilité de dépôt a augmenté, ressortant à 372,9 milliards d'euros après 161,7 milliards au cours de la précédente période sous revue. Le recours net moyen<sup>3</sup> à la facilité de dépôt s'est établi à 368,5 milliards d'euros. Cette augmentation a été particulièrement importante au cours de la dernière période de constitution considérée.

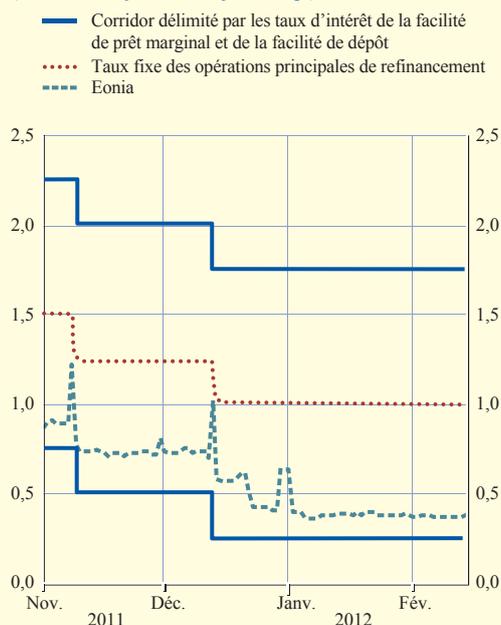
### Taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été réduits de 25 points de base le 9 novembre 2011, puis de nouveau de 25 points de base le 14 décembre 2011. À la fin de la période sous revue, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'établissaient à 1 %, 1,75 % et 0,25 %, respectivement.

Compte tenu de la persistance d'une liquidité abondante au cours de la période sous revue, l'Eonia et les autres taux à très court terme du marché monétaire sont restés globalement stables et nettement inférieurs au taux des opérations principales de refinancement (cf. graphique C). L'Eonia s'est établi en moyenne à 0,53 %, fluctuant entre 0,35 % et 1,01 %.

Graphique C Eonia et taux d'intérêt de la BCE

(taux d'intérêt quotidiens en pourcentage)



Source : BCE

<sup>3</sup> Le recours net à la facilité de dépôt fait référence au recours à la facilité de dépôt diminué du recours à la facilité de prêt marginal et couvre les fins de semaine.

## 2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

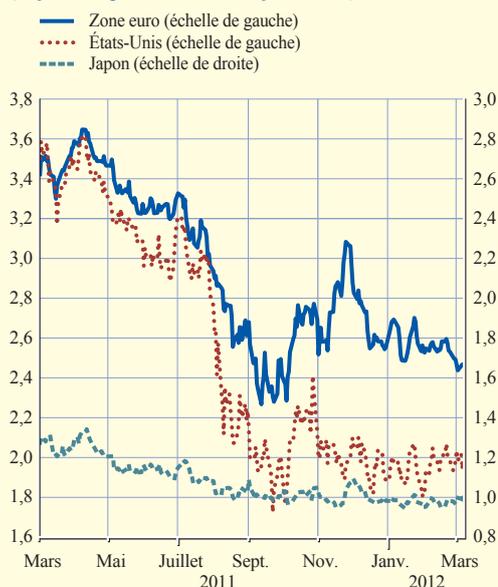
Entre fin novembre 2011 et début mars 2012, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA de la zone euro se sont fortement repliés, tandis que les rendements des titres publics américains comparables n'ont que légèrement baissé. Les évolutions observées sur les marchés des emprunts publics au cours de cette période sont le reflet de plusieurs facteurs. Dans la zone euro, les rendements obligataires ont reculé dans un contexte de décisions de politique monétaire positives destinées à résoudre la crise de la dette souveraine. Il appert que les données économiques et financières mitigées, parmi lesquelles l'abaissement de la notation attribuée à plusieurs États de la zone euro, n'ont pas lourdement pesé sur le sentiment des intervenants de marché. Aux États-Unis, le sentiment favorable des intervenants de marché a traduit des données macroéconomiques généralement meilleures que prévu. L'incertitude quant à l'évolution des marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite des marchés obligataires, a sensiblement reculé au cours de la période sous revue, en particulier dans la zone euro. Les indicateurs fondés sur le marché suggèrent que les anticipations d'inflation demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Entre fin novembre 2011 et le 7 mars 2012, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA de la zone euro ont baissé de 50 points de base, pour s'établir à 2,5 % à la fin de la période. Ce repli a touché tous les États notés AAA de la zone euro. Les rendements obligataires à long terme aux États-Unis se sont affichés en léger recul, de 9 points de base, au cours de cette même période, revenant à 2 % le 7 mars (cf. graphique 25). L'écart entre les taux d'intérêt nominaux à dix ans des emprunts publics dans la zone euro et aux États-Unis s'est ainsi rétréci de 41 points de base au cours de la période sous revue. Au Japon, les rendements des emprunts publics à dix ans ont diminué de 9 points de base au cours de cette même période, s'établissant à 1 % le 7 mars.

Les évolutions observées sur les marchés des emprunts publics au cours de cette période sont le reflet de plusieurs facteurs. Aux États-Unis, le sentiment favorable des intervenants de marché a traduit des données macroéconomiques généralement meilleures que prévu. Toutefois, l'annonce, faite par le Comité fédéral de l'*open market* fin janvier, que la situation économique justifiera probablement le maintien du taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'à fin 2014 a peut-être allégé les pressions haussières pesant sur les rendements des emprunts publics à long terme. Dans la zone euro, des données économiques et financières mitigées, parmi lesquelles l'abaissement de la notation de plusieurs États de la zone euro, n'altèrent pas notablement le sentiment des intervenants des marchés obligataires. Au contraire, tout au long de la période sous revue, les marchés obligataires de la zone euro se sont focalisés sur ce qui a été considéré comme des décisions de politique monétaire positives destinées à résoudre la crise de la dette souveraine. Les décisions prises lors de la réunion des chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro du 30 janvier se sont avérées essentielles dans ce cadre, y compris en ce qui concerne la mise en

Graphique 25 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

Notes : Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des emprunts à 10 ans ou dont l'échéance s'en rapproche le plus. La « zone euro » se rapporte au taux de rendement au pair à dix ans des obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>

place d'un « pacte budgétaire », l'avancement des travaux sur le mécanisme permanent de gestion de crise de la zone euro et l'accord sur un nouveau programme d'ajustement multilatéral pour la Grèce incluant une restructuration de la dette souveraine. Il appert également que le sentiment des intervenants des marchés obligataires de la zone euro au cours de la période sous revue a été soutenu par les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans de l'Eurosystème de décembre 2011 et de février 2012.

À la suite des évolutions exposées ci-dessus, l'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme sur les marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite tirée des options, s'est considérablement réduite au cours de la période sous revue. Cela a particulièrement été le cas dans la zone euro, où la volatilité implicite tirée des options a chuté d'environ 40 % au cours de la période comprise entre fin novembre 2011 et début mars 2012, retombant ainsi à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis mi-2011.

Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro ont été contrastés vis-à-vis de ceux des obligations souveraines allemandes au cours de la période sous revue. Cela s'explique en partie par le fait que la demande d'actifs refuge (évaluée en rapportant les primes de liquidité élevées sur les emprunts publics allemands à celles sur les obligations d'agences paragouvernementales) est demeurée importante, exerçant ainsi de sensibles pressions à la baisse sur les rendements des obligations souveraines allemandes au cours de cette période (cf. également encadré 5). Les évolutions des écarts de rendement des autres États notés AAA vis-à-vis de l'Allemagne ont été mitigées. L'évolution des écarts de rendement des États souverains qui ne sont pas notés AAA par rapport à l'Allemagne a été plus claire, ceux-ci ayant eu tendance à se resserrer dans la plupart des pays, sauf en Grèce. Au cours de la période sous revue, la solvabilité perçue de plusieurs États de la zone euro a été revue à la baisse par une ou plusieurs des trois principales agences de notation. À cet égard, il convient de remarquer que la France et l'Autriche ont perdu la notation AAA que leur avait attribuée S&P et que, à la suite de cette dégradation de la note par S&P en janvier, les trois principales agences de notation considèrent à présent que la dette souveraine du Portugal est devenue spéculative. L'offre d'échange d'obligations envisagée par la Grèce en vue d'alléger la charge de sa dette souveraine a également entraîné des baisses de la notation des obligations souveraines grecques par les trois principales agences de notation. Toutefois, sauf dans le cas de la Grèce, les diverses actions des agences de notation ne semblent pas avoir exercé d'effet à la hausse persistant sur les écarts de rendement des obligations souveraines. En fait, l'Italie a enregistré le plus important resserrement des écarts de rendement des obligations souveraines de tous les pays de la zone euro (- 166 points de base), nonobstant la dégradation de sa note à laquelle ont procédé les trois principales agences de notation. À la suite de l'intervention de S&P, le Portugal a vu se creuser l'écart de rendement de ses obligations souveraines, ce qui, associé aux dysfonctionnements en Grèce, a poussé les rendements des obligations souveraines vers des sommets record fin janvier 2012. Toutefois, ce mouvement haussier s'est depuis lors en grande partie inversé, et, le 7 mars 2012, les écarts de rendement des obligations souveraines portugaises vis-à-vis de ceux des obligations souveraines allemandes n'étaient que marginalement supérieurs à ceux observés fin novembre 2011. En outre, certaines informations sur les marchés suggèrent que la demande d'obligations souveraines de certains pays de la zone euro a été vigoureuse en prévision de la deuxième opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans de l'Eurosystème, ce qui a également contribué à faire évoluer favorablement les marchés obligataires des pays concernés.

#### Encadré 5

### ÉVOLUTIONS DES ÉMISSIONS ET DES ÉCARTS DE RENDEMENT DES TITRES DE CRÉANCE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DE LA ZONE EURO

Le présent encadré examine succinctement les évolutions, en 2011, des émissions de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro ainsi que de leurs écarts de rendement. Le taux de croissance

**Tableau A Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro**

(en pourcentage ; données de fin de période)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total administrations publiques	2,5	2,8	8,1	11,1	7,5	5,4
<i>Long terme</i>	3,4	2,3	3,7	9,7	10,4	7,3
Taux fixe	3,4	2,0	3,5	9,7	9,7	6,4
Taux variable	3,4	5,4	5,1	6,4	17,8	17,7
<i>Court terme</i>	- 8,8	9,6	61,9	23,0	- 11,1	- 9,1

Source : BCE

**Tableau B Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro**

(en pourcentage du total des titres de créance émis par les administrations publiques ; données de fin de période)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Long terme</i>	92,9	92,5	88,8	87,3	88,0	89,6
Taux fixe	83,9	83,2	79,7	78,3	78,2	79,0
Taux variable	8,0	8,2	8,1	7,8	8,5	9,5
<i>Court terme</i>	7,1	7,5	11,2	12,7	12,0	10,4
Total administrations publiques en milliards d'euros	4 710,7	4 841,8	5 266,2	5 887,1	6 485,5	6 840,6

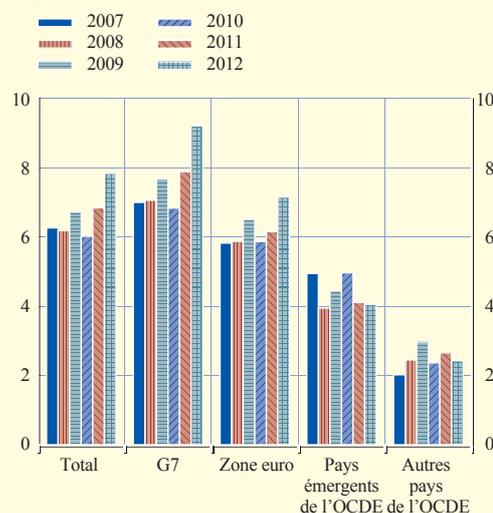
Source : BCE

annuel de l'encours des titres de créance émis par le secteur des administrations publiques de la zone euro a fléchi pour s'établir à 5,4 % en 2011, après 7,5 % en 2010 et 11,1 % en 2009 (cf. tableau A). Ce recul reflète les efforts d'assainissement entrepris dans la zone euro ainsi que les émissions limitées de titres à long terme par les pays soumis à un programme d'ajustement de l'UE et du FMI. S'agissant de la structure des émissions en 2011, le taux de croissance des titres de créance à court terme émis par les administrations publiques est demeuré négatif, ressortant à - 9,1 % en 2011, après - 11,1 % en 2010 et 23,0 % en 2009. En ce qui concerne les titres de créance à long terme, la progression des émissions de titres assortis d'un taux variable est demeurée élevée en 2011, à 17,7 %, en raison essentiellement d'évolutions spécifiques en Allemagne.

Les administrations publiques de la zone euro ont dû faire face à des problèmes de financement sans précédent en 2011, les trois pays soumis à un programme d'ajustement de l'UE et du FMI n'ayant guère accès au financement de marché. En dépit de la situation épineuse sur les marchés, les administrations publiques de la plupart des pays de la zone euro ont réussi à émettre des titres à long terme sans subir de fortes pressions en faveur d'un recours accru au financement à court terme. Toutefois, les émissions de titres à long terme ont eu lieu dans des conditions très différentes d'un pays à l'autre. La part des titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe est demeurée globalement inchangée, s'inscrivant à 79,0 % fin 2011. La part des titres de créance à court terme a diminué, ressortant à 10,4 % fin 2011 (cf. tableau B). Les administrations publiques ont concentré leurs efforts sur la réduction des risques de refinancement durant la crise, ce qui a entraîné un allongement de la durée jusqu'à l'échéance des nouvelles émissions et un recours limité aux instruments de dette à court terme.

**Graphique A Remboursements de la dette à moyen et long terme de l'administration centrale**

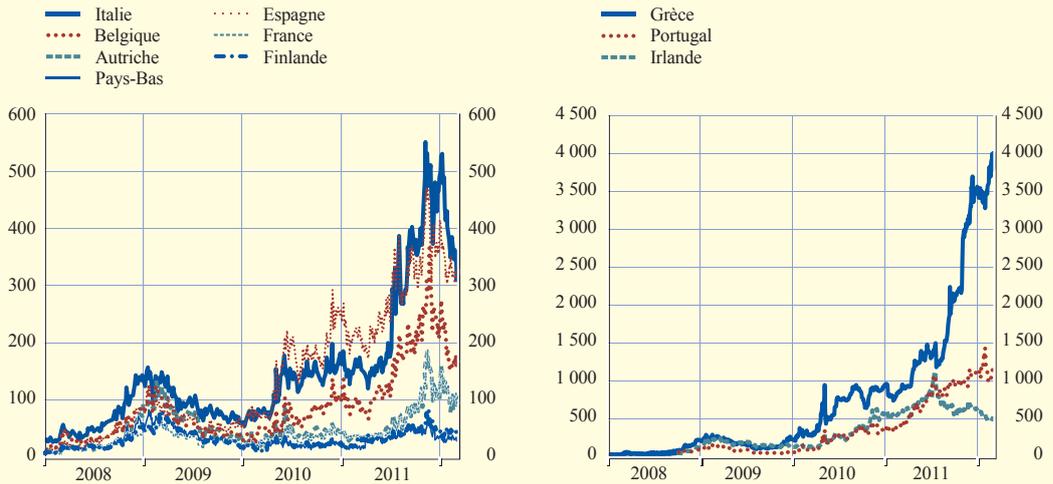
(en pourcentage du PIB)



Source : Emprunts souverains dans les pays de l'OCDE : perspectives 2012  
Note : Données établies à partir des enquêtes auprès des gestionnaires de la dette de l'administration centrale

## Graphique B Écarts de rendement des emprunts publics vis-à-vis des obligations allemandes

(données quotidiennes ; en points de base)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters et calculs de la BCE  
 Note : Les données se rapportent aux emprunts publics à dix ans.

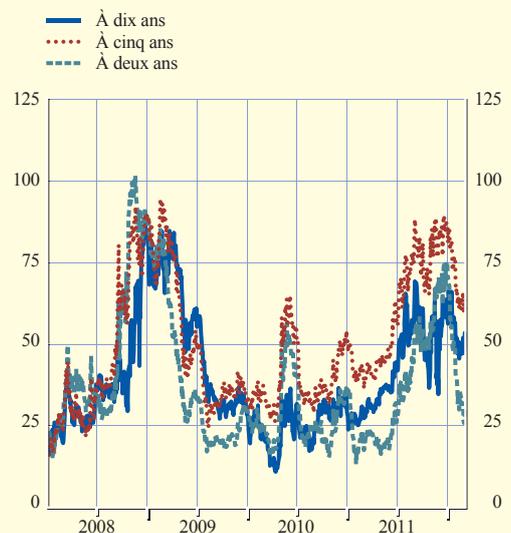
Les remboursements de titres de dette à moyen et long termes sont demeurés relativement faibles et stables depuis le début de la crise (cf. graphique A). Ils sont appelés à augmenter en 2012 dans la zone euro et dans la plupart des pays développés. Le niveau élevé de l'activité d'émission observé depuis 2008 devrait perdurer, sous l'effet de la charge accrue de refinancement résultant de la dette arrivant à échéance, conjuguée à la persistance des déficits. Par conséquent, il est important que les gouvernements continuent de s'attacher à la réduction des risques de refinancement et qu'ils respectent leurs stratégies d'assainissement afin de corriger durablement les déficits excessifs et de rétablir la confiance au sein des marchés financiers.

Les écarts de rendement des emprunts publics à long terme des pays de la zone euro par rapport aux obligations allemandes correspondantes se sont nettement creusés en 2011. C'est ce qu'illustre le graphique B, qui retrace les écarts de rendement vis-à-vis de l'Allemagne. Ces derniers ont culminé en novembre 2011 et se sont resserrés depuis dans la plupart des pays. En revanche, ils demeurent élevés pour un certain nombre de pays, indiquant la persistance du risque et de l'incertitude.

Les écarts entre les rendements des emprunts publics des différents pays de la zone euro servent, en définitive, d'indicateur des primes de risque de crédit et de liquidité. Les emprunts publics allemands sont généralement considérés comme les titres les plus liquides de la zone euro. Par conséquent, ils font l'objet d'une demande très

## Graphique C Primes de liquidité sur les emprunts publics allemands

(données quotidiennes ; en points de base)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE  
 Note : Les données se rapportent aux écarts de rendement entre les obligations zéro coupon émises par une agence paragonnementale bénéficiant de la garantie de l'État (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*) et les emprunts publics.

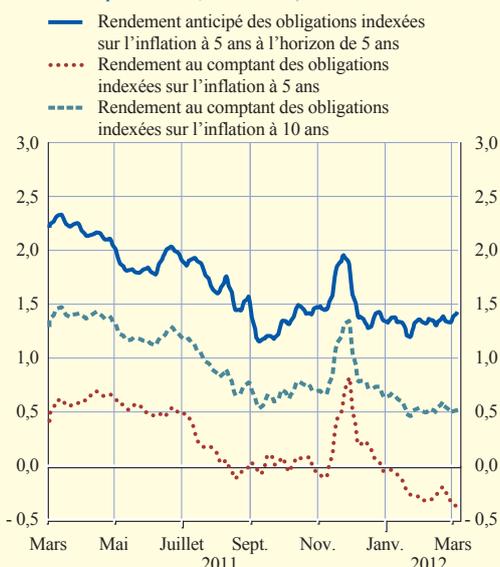
élevée de la part des investisseurs en quête d'actifs liquides de haute qualité, en période d'incertitude accrue et de tensions sur les marchés financiers. C'est en partie la raison pour laquelle les écarts de rendement souverains vis-à-vis de l'Allemagne se sont creusés même dans les pays affichant des fondamentaux budgétaires analogues. C'est ce que démontre également la forte hausse des primes de liquidité, qui pèse sur les rendements des emprunts publics allemands par rapport à ceux des titres de dette émis avec la garantie de l'État allemand (cf. graphique C). Depuis début 2012, les primes de liquidité ont commencé à diminuer dans un contexte d'atténuation des tensions sur les marchés.

En résumé, les écarts de rendement des emprunts publics vis-à-vis de l'Allemagne demeurent élevés dans un certain nombre de pays en dépit de la baisse récemment observée, indiquant la persistance du risque et de l'incertitude sur les marchés. Les émissions de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro ont augmenté depuis le démarrage de la crise financière, en particulier les émissions à court terme. Au cours des deux dernières années, les administrations publiques ont commencé à remplacer les titres de dette à court terme par des titres à long terme. Cependant, les risques liés au refinancement de la dette demeurent élevés, et il est important que les gouvernements continuent de respecter leurs stratégies d'assainissement afin de corriger leurs déficits de manière résolue et de rétablir la confiance au sein des marchés financiers.

En ce qui concerne les mesures des anticipations d'inflation issues du marché, les rendements des emprunts publics à cinq ans de la zone euro indexés sur l'inflation ont baissé depuis fin novembre 2011 et s'établissaient à des niveaux négatifs début mars 2012, tandis que les rendements des obligations à dix ans indexées sur l'inflation se sont eux aussi inscrits en baisse au cours de cette même période (cf. graphique 26).

**Graphique 26 Rendements des obligations zéro coupon de la zone euro indexées sur l'inflation**

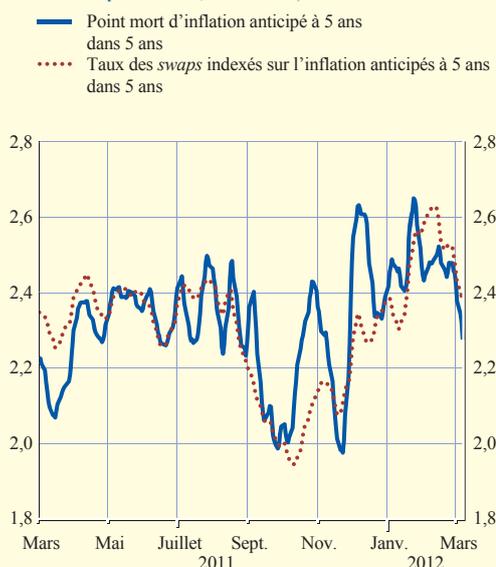
(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)



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 27 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.

Les rendements réels au comptant des emprunts à cinq et à dix ans s'établissaient aux alentours de, respectivement, - 0,4 et 0,6 % le 7 mars. Les taux implicites des *swaps* indexés sur l'inflation (anticipés à cinq ans à un horizon de cinq ans) de la zone euro ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue, progressant de 8 points de base pour s'établir à 2,4 % le 7 mars (cf. graphique 27). Au cours de cette même période, les points morts d'inflation de même horizon ont chuté de 38 points de base, revenant à 2,2 % le 7 mars.

Les points morts d'inflation ont fortement fluctué ces derniers mois, traduisant à la fois la volatilité élevée des marchés des emprunts publics et l'existence d'importantes primes de liquidité. Les anticipations d'inflation tirées des marchés obligataires ont ainsi été moins fiables que celles établies sur la base des signaux émis par les marchés de *swaps* indexés sur l'inflation. Quoique relativement plus stables, les marchés des taux de *swaps* n'ont pas été épargnés par les tensions régnant sur les marchés, et la hausse des taux de *swaps* indexés sur l'inflation observée

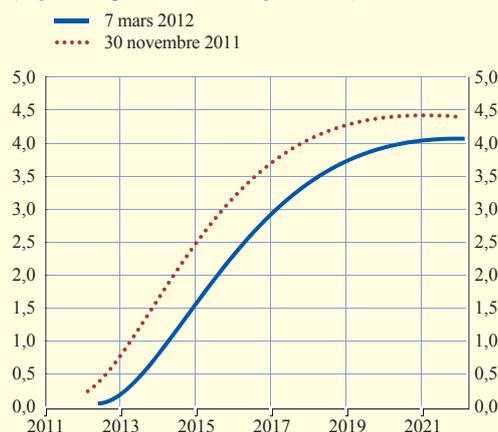
ces derniers mois (en particulier dans le compartiment à cinq ans dans cinq ans) reflète en partie l'accroissement des primes de risque d'inflation. Globalement, si l'on prend en compte non seulement la volatilité et les distorsions des marchés dans un contexte de primes de liquidité élevées, mais également les primes de risque d'inflation, les indicateurs fondés sur le marché suggèrent que les anticipations d'inflation demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Le profil général des rendements des obligations à long terme de la zone euro notées AAA peut être décomposé en variations des anticipations de taux d'intérêt (et des primes de risque associées) à différents horizons (cf. graphique 28). Par rapport à fin novembre 2011, la structure par terme des taux anticipés à court terme s'est déplacée vers le bas pour toutes les échéances, reflétant les ajustements des anticipations de rendement et les perspectives d'activité économique et d'inflation.

Les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les sociétés non financières de la zone euro se sont légèrement réduits au cours de la période sous revue. À titre de comparaison, les écarts de rendement des obligations bien notées émises par des sociétés financières de la zone euro ont affiché une diminution nettement plus prononcée, en particulier pour les catégories présentant les notations les moins élevées. Par exemple, l'écart de rendement des obligations notées BBB émises par les sociétés financières s'est presque réduit de moitié au cours de la période sous revue, chutant de 558 points de base pour revenir à 589 points de base le 7 mars. Il est possible que cette nette contraction des écarts ait été le reflet d'une combinaison de plusieurs facteurs, parmi lesquels une diminution de l'aversion pour le risque, estimée par l'écart de rendement entre les obligations de sociétés notées BBB et les obligations correspondantes notées AAA, et l'atténuation des tensions sur le financement des institutions financières à la suite des opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème. La perspective d'une limitation des effets de contagion de la crise de la dette souveraine à la suite des décisions prises par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro lors de leur réunion du 30 janvier 2012 y a peut-être elle aussi contribué.

**Graphique 28** 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.

## 2.5 MARCHÉS BOURSIERS

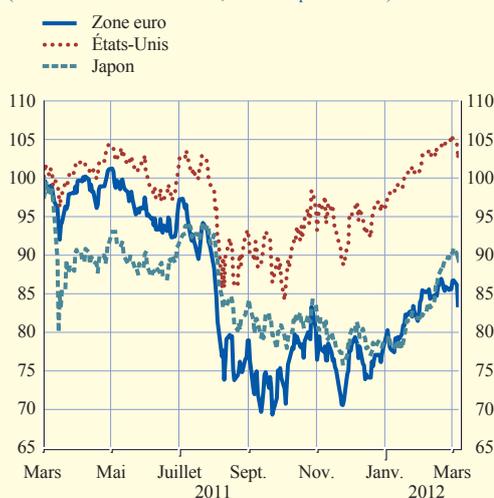
Entre fin novembre 2011 et début mars 2012, les cours boursiers se sont fortement appréciés tant dans la zone euro qu'aux États-Unis. Le sentiment positif des marchés semble avoir été encouragé par la publication de données macroéconomiques globalement meilleures qu'escompté aux États-Unis et par les espoirs ravivés d'un dénouement durable de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Un assouplissement des conditions de financement lié aux opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème paraît également avoir soutenu les évolutions des marchés boursiers dans la zone euro, surtout en ce qui concerne les bonnes performances des valeurs financières. L'incertitude des marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, est revenue, au cours de la période sous revue, à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis mi-2011.

Entre fin novembre 2011 et le 7 mars 2012, les cours boursiers ont fortement augmenté de part et d'autre de l'Atlantique. Les cours des actions dans la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, se sont accrus de 7,3 % durant la période sous revue. Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a progressé de 8,5 % au cours de la même période (cf. graphique 29). Les évolutions des cours boursiers au Japon ont également été favorables, l'indice Nikkei 225 enregistrant une poussée de 13,5 %.

Le sentiment des marchés boursiers aux États-Unis a bénéficié de la publication de données macroéconomiques généralement plus favorables que prévu, laissant entrevoir une poursuite de l'accélération de l'activité économique durant les premiers mois de l'année 2012. Comparativement, les données publiées dans la zone euro au cours de la même période ont été contrastées, y compris en ce qui concerne les perspectives à court terme de l'activité économique. De plus, la solvabilité d'une série d'émetteurs souverains et d'entités financières de premier plan dans la zone euro a été revue à la baisse par les principales agences de notation durant cette période, tandis que les résultats publiés ont été globalement médiocres. Pour autant, ces évolutions ne semblent pas avoir pesé significativement sur le sentiment des marchés.

Graphique 29 Indices boursiers

(indice : 1<sup>er</sup> mars 2011 = 100 ; données quotidiennes)

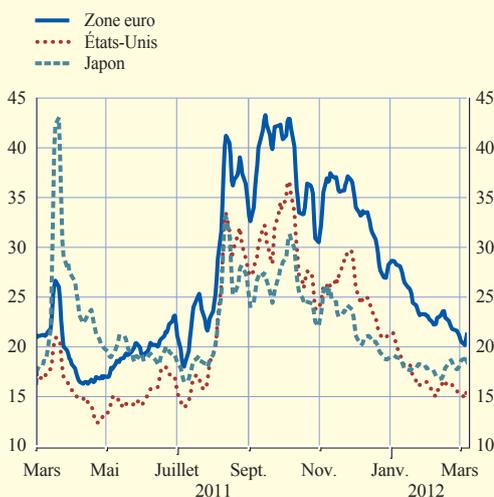


Source : Thomson Reuters

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

Graphique 30 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.

**Tableau 4 Évolution des cours des indices Dow Jones EuroStoxx par secteur économique**

(évolution des cours de fin de période en pourcentage)

	EuroStoxx	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Santé	Industrie	Technologie	Télécommunications	Services collectifs
<b>Part du secteur dans la capitalisation boursière</b> (données de fin de période)	<b>100,0</b>	<b>10,3</b>	<b>6,6</b>	<b>17,1</b>	<b>8,3</b>	<b>20,5</b>	<b>5,4</b>	<b>14,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>
<b>Évolution des cours</b> (données de fin de période)											
T4 2010	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
T1 2011	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
T2 2011	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
T3 2011	-23,1	-28,9	-17,4	-20,0	-19,1	-30,9	-9,2	-27,4	-15,9	-14,4	-18,5
T4 2011	5,1	13,1	5,6	9,1	18,6	-1,8	11,3	6,5	1,9	-3,6	-4,3
Janvier 2012	5,3	8,1	2,7	7,2	2,1	9,3	1,5	6,7	8,3	-3,5	-0,9
Février 2012	4,3	6,2	2,8	5,5	3,5	4,9	-1,1	5,7	8,7	-0,8	2,4
30 novembre 2011 – 7 mars 2012	7,3	10,5	1,5	11,8	7,1	11,6	8,4	9,4	10,5	-10,6	-2,6

Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

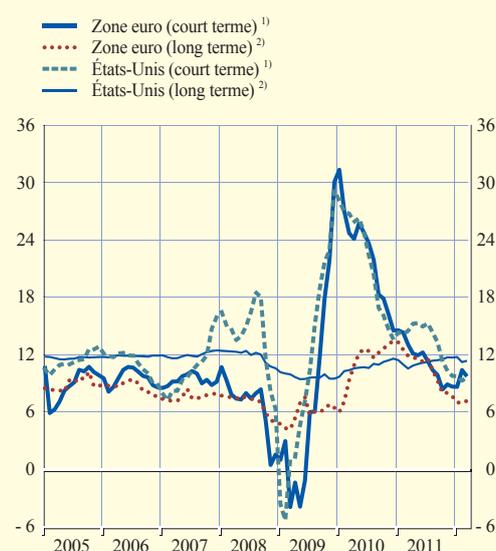
Au contraire, les marchés des actions de la zone euro ont plutôt pris une tonalité positive, encouragés par de nouveaux espoirs de parvenir à une solution durable de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. À cet égard, les évolutions sur les marchés boursiers de la zone euro ont été particulièrement favorables durant la période qui a précédé la réunion, le 30 janvier 2012, des chefs d'État et de gouvernement des pays de la zone euro. Conjuguées à l'espoir grandissant qu'une restructuration désorganisée de la dette grecque pourrait être évitée, les décisions prises lors de cette réunion en vue de renforcer les dispositifs budgétaire et de gestion des crises dans la zone euro ont généralement bénéficié d'un accueil favorable de la part des intervenants de marché. En outre, l'apaisement des tensions de financement des entités financières de la zone euro après les opérations de refinancement à trois ans de l'Eurosystème en décembre 2011 et février 2012 semble également avoir soutenu les marchés boursiers durant la période sous revue.

L'incertitude des marchés boursiers a sensiblement diminué dans la zone euro comme aux États-Unis pendant la période sous revue. La volatilité implicite des marchés des actions est revenue à des niveaux qui n'avaient plus été enregistrés depuis mi-2011 (cf. graphique 30). Ce repli cadre avec les évolutions positives brossées ci-dessus et la diminution concomitante de l'aversion des investisseurs pour le risque.

Au niveau sectoriel, les évolutions des marchés des actions dans la zone euro se sont montrées généralement robustes au cours de la période sous revue, à l'exception des secteurs des télécommunications et des services collectifs

**Graphique 31 Croissance attendue des bénéfices par action aux États-Unis et dans la zone euro**

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

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

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

(cf. tableau 4). Les plus-values notables engrangées par les valeurs financières ont apparemment bénéficié des perspectives de relâchement des contraintes de financement pesant sur les établissements de crédit grâce aux deux opérations de refinancement à trois ans menées par l'Eurosystème. La perspective d'une atténuation des répercussions de la crise de la dette souveraine sur le bilan du secteur financier, dans la foulée de l'accord relatif à un pacte budgétaire dans la zone euro, semble également avoir joué un rôle à cet égard, tandis que la dégradation des notations de certaines banques de la zone euro et les annonces de résultats généralement médiocres ne paraissent pas avoir pesé fortement sur le sentiment des marchés. Aux États-Unis, les valeurs financières ont également affiché de fortes plus-values durant la période sous revue : la plus-value relative de cette composante sectorielle a dépassé celle de l'indice global.

En ce qui concerne les entreprises de la zone euro dont les actions composent l'indice Dow Jones EuroStoxx, les données relatives aux bénéfices des entreprises témoignent un renforcement de la croissance négative des bénéfices annuels effectifs par action au cours de la période, qui est revenue de -2,2 % en décembre 2011 à -7,4 % en mars 2012. Cependant, la progression des bénéfices par action prévue par les intervenants de marché à l'horizon de douze mois est passée de 8,7 % en décembre 2011 à 9,7 % en mars 2012 (cf. graphique 31). À l'inverse, la croissance attendue des bénéfices par action à long terme a légèrement fléchi au cours de la même période, affichant 7,2 % en mars 2012 contre 7,7 % en décembre 2011.

## 2.6 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

*Le coût réel du financement des sociétés non financières de la zone euro a diminué entre octobre 2011 et janvier 2012, reflétant un recul généralisé dans la plupart des sous-catégories, particulièrement au niveau des taux d'intérêt débiteurs à long terme. S'agissant des flux de financement, la croissance annuelle des prêts accordés aux sociétés non financières s'est ralentie pour ressortir à 1,1 % au quatrième trimestre 2011. La modération de la dynamique des prêts est largement conforme à la morosité persistante du climat conjoncturel dans la zone euro. L'émission de titres de créance par les sociétés non financières a quelque peu augmenté au quatrième trimestre 2011.*

### CONDITIONS DE FINANCEMENT

Le coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro, calculé en pondérant le coût de différentes sources de financement par leur encours respectif, corrigé des effets de valorisation, a diminué de 16 points de base entre octobre 2011 et janvier 2012, pour s'élever à 3,5 % en janvier 2012 (cf. graphique 32).

Le recul du coût global du financement a concerné la plupart des sous-catégories, même s'il a été particulièrement marqué dans le cas du coût réel de l'endettement à long terme. Les taux d'intérêt

**Graphique 32 Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro**

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)

- Coût total du financement
- ..... Taux débiteurs réels à court terme des IFM
- Taux débiteurs réels à long terme des IFM
- Coût réel du financement par endettement de marché
- ..... Coût réel des actions cotées



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

Notes : Le coût réel du financement externe des sociétés non financières correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des titres de créance et du coût des actions, en fonction de leurs encours respectifs, et déflaté des anticipations d'inflation (cf. l'encadré 4 du *Bulletin mensuel* de mars 2005). L'introduction, début 2003, des taux débiteurs harmonisés des IFM a entraîné une rupture statistique dans les séries. Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

**Tableau 5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux nouveaux prêts accordés aux sociétés non financières**

(en pourcentage annuel ; en points de base)

	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	Déc. 2011	Janv. 2012	Variation en points de base <sup>1)</sup> à janvier 2012 depuis		
							Oct. 2010	Oct. 2011	Déc. 2011
<b>Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts</b>									
Découverts bancaires consentis aux sociétés non financières	3,86	4,01	4,27	4,40	4,47	4,46	63	0	- 1
Prêts aux sociétés non financières ≤ 1 million d'euros									
Assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale des taux est ≤ 1 an	3,50	3,69	3,94	4,18	4,47	4,36	91	9	- 11
Dont la période de fixation initiale des taux est > 5 ans	3,86	4,19	4,39	4,19	4,17	4,20	38	- 3	3
Prêts aux sociétés non financières > 1 million d'euros									
À taux variable et dont la période de fixation initiale des taux ≤ 1 an	2,59	2,63	2,92	2,92	3,15	2,80	48	- 25	- 35
Avec une période de fixation initiale des taux > 5 ans	3,50	3,84	3,29	3,69	3,74	2,97	- 49	- 68	- 77
<b>Pour mémoire</b>									
Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	1,01	1,24	1,55	1,55	1,36	1,13	8	- 46	- 23
Rendement des emprunts publics à 2 ans	2,25	2,91	3,61	5,47	10,98	12,65	1 091	599	167
Rendement des emprunts publics à 7 ans	2,71	3,19	2,89	1,96	2,08	1,98	- 34	- 19	- 10

Source : BCE

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

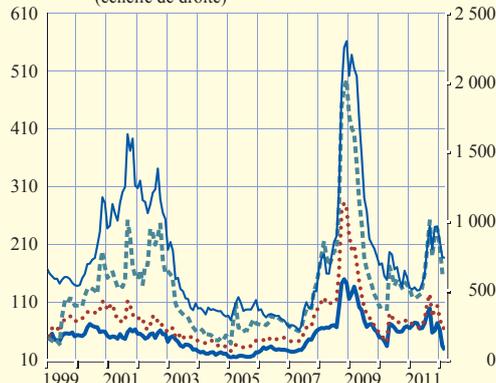
débiteurs réels à long terme se sont repliés de 44 points de base, revenant à 1,5 % au cours de la période sous revue, tandis que les taux débiteurs réels à court terme sont demeurés globalement inchangés, à 1,6 % environ. Le coût réel du financement par endettement de marché et des actions cotées s'est tassé de quelque 5 et 20 points de base, respectivement, à 2,6 % et 7,2 %. Des données plus récentes couvrant la période allant jusqu'au début du mois de mars font état d'une forte baisse de 49 points de base du coût réel du financement par endettement de marché, en raison du resserrement des écarts de rendement des obligations du secteur privé. En revanche, le coût réel des actions cotées est resté globalement inchangé. Dans une perspective de plus long terme, le coût réel global du financement des sociétés non financières de la zone euro se situait toujours, en janvier, en deçà de sa moyenne historique. Ce constat vaut pour toutes les sources de financement, à l'exception du coût réel des fonds propres.

Pendant la période comprise entre octobre 2011 et janvier 2012, les taux d'intérêt nominaux appliqués par les IFM aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières ont eu tendance à se contracter pour la plupart des montants et des échéances (cf. tableau 5). Plus précisément, les taux d'intérêt à court terme ont diminué de 25 points de base pour les prêts de montant élevé (à savoir d'un montant supérieur à un million d'euros), mais ont augmenté de 9 points de base pour les prêts de faible montant (c'est-à-dire d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros). Les taux d'intérêt à long terme des IFM sur les prêts de montant élevé se sont tassés de 68 points de base, tandis que ceux appliqués aux prêts de faible montant se sont repliés de 3 points de base. Le recul global des taux d'intérêt des prêts accordés aux sociétés non financières reflète, dans une certaine mesure, la répercussion des récentes réductions des taux

**Graphique 33 Écarts de rendement des obligations des sociétés non financières**

(en points de base ; moyennes mensuelles)

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

d'intérêt directeurs de la BCE ainsi que le caractère efficace des mesures non conventionnelles les plus récentes de la BCE face aux contraintes de financement bancaire. Cependant, l'accroissement de la divergence entre les taux d'intérêt des prêts bancaires de montant élevé et de faible montant peut traduire une certaine discrimination pratiquée par les banques à l'égard des petites entreprises, surtout dans certaines juridictions. Les rendements des emprunts publics à sept ans ont fléchi de 20 points de base dans la zone euro au cours de la période sous revue.

Les écarts entre les rendements des obligations des sociétés non financières et ceux des emprunts publics ont été volatils entre octobre 2011 et janvier 2012. Les écarts de rendement des obligations du secteur privé se sont creusés jusqu'en décembre 2011, surtout dans le cas des obligations du secteur privé des catégories de notation intermédiaire et inférieure, reflétant les tensions sur les marchés sur fond de crise de la dette souveraine dans la zone euro ainsi que les répercussions négatives sur des pays plus grands et mieux notés. Plus spécifiquement, les écarts de rendement des obligations du secteur privé notées BBB se sont accrus de quelque 47 points de base entre octobre et décembre, tandis que ceux des obligations à rendement élevé se sont élargis de plus de 160 points de base (cf. graphique 33). Le sentiment du marché s'est légèrement amélioré depuis la fin de l'année 2011, entraînant un resserrement des écarts de rendement pour toutes les catégories de notation. En février 2012, les écarts de rendement des obligations du secteur privé se situaient entre 15 et 75 points de base en deçà de ceux prévalant en octobre 2011.

## FLUX DE FINANCEMENT

Les indicateurs de la rentabilité des sociétés non financières de la zone euro font état de performances toujours positives au quatrième trimestre 2011. Parallèlement, le taux de variation annuel des bénéfices par action des sociétés non financières cotées de la zone euro est revenu de 11 % environ en octobre de l'année dernière à quelque 1,2 % en janvier 2012. Une nouvelle détérioration a été relevée en février 2012, un taux de croissance négatif (de -1,5 %) ayant été enregistré pour la première fois depuis l'été de l'année 2010 (cf. graphique 34). Sur un horizon futur, les intervenants de marché prévoient une reprise en douceur durant les prochains mois.

**Graphique 34 Bénéfices par action des sociétés non financières cotées de la zone euro**

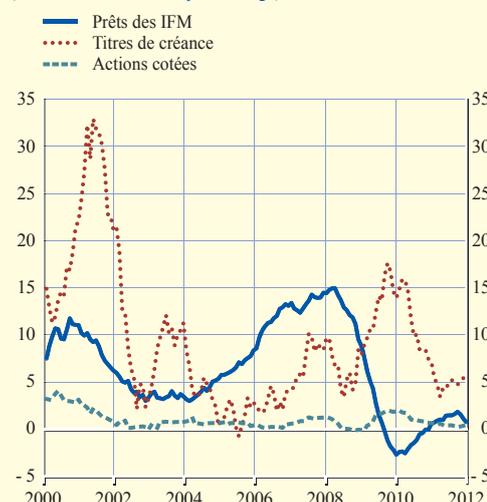
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

**Graphique 35 Financement externe des sociétés non financières ventilé par instruments**

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE  
Note : Les actions cotées sont libellées en euros.

**Tableau 6 Financement des sociétés non financières**

(variations en pourcentage ; données de fin de trimestre)

	Taux de croissance annuels				
	2010 T4	2010 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4
<b>Prêts des IFM d'une durée</b>	<b>- 0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
≤ 1 an	- 3,2	0,0	4,2	4,1	1,9
> 1 an et ≤ 5 ans	- 2,8	- 2,3	- 3,7	- 3,7	- 3,0
> 5 ans	2,4	2,4	2,0	2,3	2,1
<b>Titres de créance émis</b>	<b>7,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>
court terme	- 5,4	- 4,2	2,9	19,4	17,2
long terme, dont : <sup>1)</sup>	8,7	5,7	4,4	3,4	4,4
taux fixe	11,0	7,3	5,4	4,3	5,0
taux variable	- 0,6	- 0,9	- 1,9	- 3,7	- 1,0
<b>Actions cotées émises</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
<b>Pour mémoire <sup>2)</sup></b>					
Financement total	2,2	2,2	2,5	2,4	-
Prêts aux sociétés non financières	1,7	2,4	3,1	2,5	-
Provisions techniques d'assurance <sup>3)</sup>	1,1	0,9	0,9	0,7	-

Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE

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

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

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

3) Comprend les provisions de fonds de pension

En ce qui concerne le financement externe, le redressement observé depuis 2010 de l'octroi de prêts des IFM aux sociétés non financières s'est essoufflé au quatrième trimestre 2011. La contraction de l'octroi de prêts des IFM aux sociétés non financières a coïncidé avec une légère augmentation de l'activité d'émission de titres de créance pendant la même période (cf. graphique 35). Le faible rebond de l'activité d'émission des sociétés non financières est principalement attribuable à l'émission de titres de créance à long terme à taux fixe, alors que celle de titres de créance à court terme n'a apporté qu'une contribution très minime. Par contre, l'émission de titres de créance à long terme à taux variable a continué à fléchir. Durant la même période, le taux de croissance annuel de l'émission d'actions cotées par les sociétés non financières a quelque peu progressé, sous l'effet du recul du coût des actions cotées. Selon les données fournies par les intervenants de marché, l'activité d'émission au cours du dernier trimestre 2011 émanait essentiellement d'entreprises actives dans les secteurs des produits industriels et de consommation ainsi que dans les services.

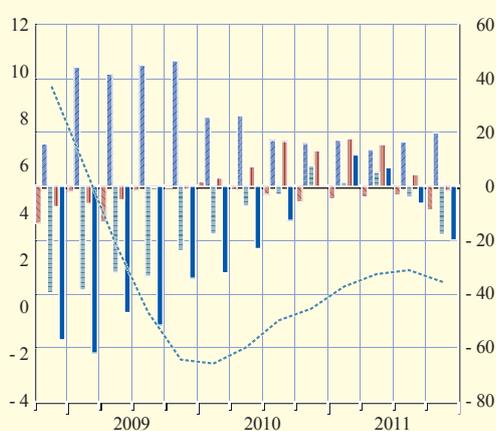
Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières est revenu à 1,1 % au quatrième trimestre 2011 (cf. tableau 6), reflétant une nette contraction du taux de croissance annuel des prêts à court terme (d'une durée inférieure ou égale à un an) et un faible recul du taux de croissance annuel des prêts à long terme (d'une durée supérieure à cinq ans). À l'exception des chiffres extrêmement défavorables relevés en décembre 2011, la modération de la dynamique des prêts aux sociétés non financières reste globalement conforme à l'évolution de l'activité économique réelle et au coût du crédit.

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro portant sur le quatrième trimestre 2011 font état d'un net tassement de la demande de prêts de la part des sociétés non financières, fût-ce à un rythme un peu plus lent que lors du trimestre précédent. Cette diminution est attribuable à une baisse sensible du besoin de financement des sociétés en matière de formation brute de capital fixe et, dans une moindre mesure, de stocks et de fonds de roulement, dans un contexte d'essoufflement de l'activité économique (cf. graphique 36). Plus fondamentalement, les banques ont indiqué avoir constaté un repli marqué du besoin de financement des sociétés en matière de formation brute de capital fixe. Selon le secteur bancaire, le recul de la demande nette de prêts a été plus prononcé pour les petites et les moyennes entreprises que pour les grandes entreprises. Par ailleurs, les banques de la zone euro

**Graphique 36 Croissance des prêts et facteurs contribuant à la demande de prêts des sociétés non financières**

(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage net)

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



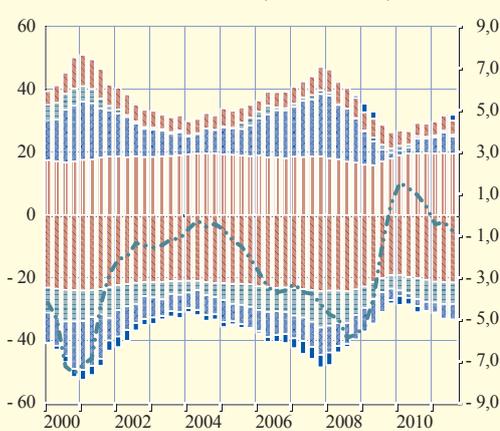
Source : BCE

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

**Graphique 37 Épargne, financement et investissement des sociétés non financières**

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

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



Source : Comptes de la zone euro

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

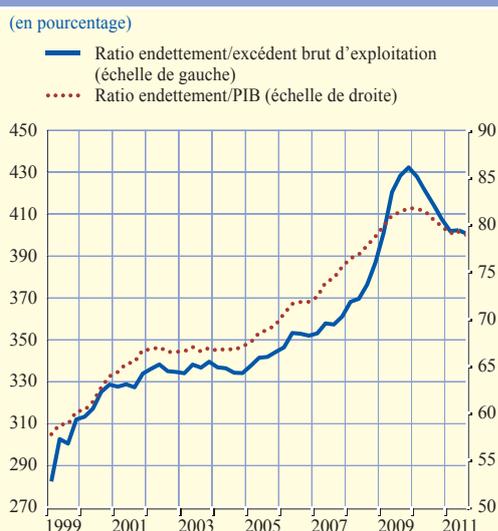
ont considérablement resserré leurs critères d'octroi de prêts aux sociétés non financières au quatrième trimestre 2011. Le durcissement net des critères d'octroi s'explique par la combinaison défavorable d'une dégradation des perspectives économiques et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, qui a, globalement, continué à nuire à la situation financière du secteur bancaire. Sur un horizon futur, les banques prévoient un nouveau resserrement des critères d'octroi de prêts et la poursuite du fléchissement de la demande de prêts de la part des sociétés non financières.

Le besoin de financement (ou endettement net) des sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre les dépenses d'investissements réels et les fonds générés en interne (épargne brute), s'est tassé au troisième trimestre 2011 sur la base des sommes mobiles sur quatre trimestres des données relatives aux comptes de la zone euro (cf. graphique 37). À -0,8 %, le besoin de financement est demeuré relativement bas au regard du passé, malgré les signes de normalisation observés lors des trimestres précédents, en raison d'une formation de capital plutôt faible et du niveau élevé des ressources internes. L'examen de la ventilation de l'épargne, du financement et des investissements des entreprises de la zone euro montre que leurs investissements réels (formation brute de capital fixe) ont largement pu être financés par les ressources internes, alors que le financement externe est resté une source peu importante de financement des entreprises. Parallèlement, l'acquisition nette d'actifs financiers, y compris d'actions, est demeurée globalement inchangée au troisième trimestre 2011.

## SITUATION FINANCIÈRE

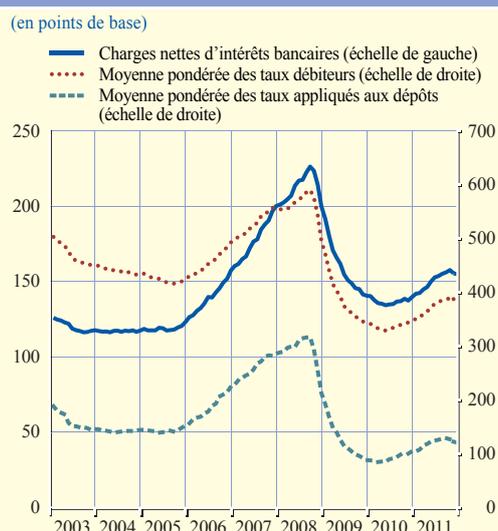
D'après les statistiques relatives aux comptes de la zone euro, l'endettement du secteur des sociétés non financières a continué à fléchir au troisième trimestre 2011, tant en termes de taux d'endettement

**Graphique 38 Ratios d'endettement des sociétés non financières**



Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE  
 Notes : Les données concernant l'endettement sont tirées des comptes trimestriels européens par secteurs. Elles comprennent les prêts, les titres de créance émis et les provisions de fonds de pension.

**Graphique 39 Charges nettes d'intérêts bancaires des sociétés non financières**



Source : BCE  
 Note : Les charges nettes d'intérêts bancaires correspondent à la différence entre la moyenne pondérée des taux débiteurs et celle des taux appliqués aux dépôts du secteur des sociétés non financières et sont calculées à partir des encours.

rapporté au PIB, qui est retombé à un niveau juste inférieur à 79 %, qu'en termes de taux d'endettement rapporté à l'excédent brut d'exploitation, qui est revenu à 400 % (cf. graphique 38). Amorcé en 2010, le retournement de l'effet de levier dans le secteur des sociétés non financières s'est poursuivi, quoiqu'assez graduellement dans la plupart des pays. Après s'être fortement tassées au cours de la période allant de fin 2008 au premier semestre 2010, les charges d'intérêts des sociétés non financières ont de nouveau augmenté jusqu'au troisième trimestre 2011 (cf. graphique 39). Le taux de croissance s'est ralenti au quatrième trimestre 2011, tandis que les charges d'intérêts ont diminué en janvier 2012, tout en restant à un niveau supérieur à leur moyenne de long terme.

## 2.7 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES

Les conditions de financement des ménages de la zone euro observées au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012 ont été caractérisées par un léger repli général des taux débiteurs bancaires. En même temps, dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2012, les banques faisaient état d'un nouveau durcissement net des critères d'octroi des prêts aux ménages. Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages par les IFM, corrigé des cessions et titrisations de prêts, est revenu à 1,9 % en décembre 2011, avant de remonter légèrement à 2,1 % en janvier 2012. Les données les plus récentes indiquent donc la poursuite de l'évolution atone des emprunts des ménages. Les charges d'intérêts des ménages, ainsi que leur endettement par rapport à leur revenu disponible brut, semblent n'avoir guère varié au quatrième trimestre 2011.

### CONDITIONS DE FINANCEMENT

Globalement, les coûts de financement des ménages de la zone euro ont quelque peu régressé au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012. Ce repli masque toutefois des évolutions contrastées entre les diverses catégories de prêts. Les taux appliqués par les IFM aux nouveaux prêts au logement ont subi une légère baisse, tandis que ceux des autres prêts se sont inscrits en net recul. Les taux d'intérêt appliqués

aux nouveaux crédits à la consommation ont, en revanche, modérément augmenté. Globalement, les données récentes semblent indiquer que les mesures de fourniture de liquidités prises par la BCE – en particulier l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans menée en décembre 2011 – ont atténué la pression haussière sur les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts aux ménages, spécialement les prêts à moyen et long terme, en permettant aux banques de s'assurer un financement à moyen terme à un coût réduit.

S'agissant des taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts au logement, le repli général observé au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012 a été le fait de la baisse des taux d'intérêt sur les prêts assortis de périodes de fixation initiale du taux moyennes ou longues (c'est-à-dire les prêts dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans et ceux dont la période de fixation est supérieure à cinq ans ; cf. graphique 40). En revanche, les taux des prêts hypothécaires assortis d'un taux variable ou d'une période de fixation initiale

du taux courte (c'est-à-dire inférieure ou égale à un an) se sont accrus durant la même période, en dépit des réductions des taux directeurs de la BCE. À la suite de ces évolutions, les écarts positifs observés entre les taux des prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux moyenne ou longue et ceux assortis d'un taux variable ou d'une période de fixation initiale du taux courte se sont encore rétrécis. Dans le même temps, la proportion des prêts assortis d'un taux variable ou d'une période de fixation initiale du taux courte dans l'ensemble des nouveaux contrats a continué de se réduire, pour s'établir à 27 % environ en janvier 2012.

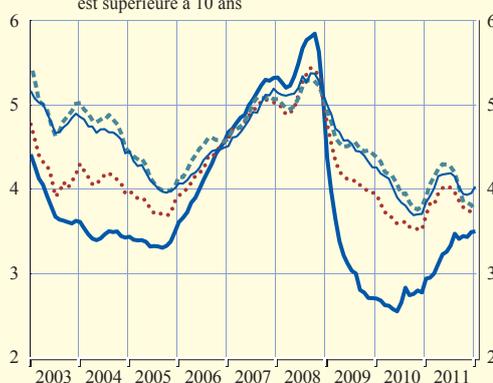
En ce qui concerne les nouveaux crédits à la consommation, les taux d'intérêt des prêts assortis d'un taux variable ou d'une période de fixation initiale du taux courte ont enregistré une hausse un peu plus marquée que ceux présentant une période de fixation initiale du taux moyenne ou longue. S'agissant des taux d'intérêt appliqués aux autres nouveaux prêts consentis aux ménages, la contraction a été plus vive pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est longue ou courte ou qui sont assortis d'un taux variable que pour les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux moyenne.

De manière générale, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux nouveaux prêts aux ménages ont affiché des évolutions très différentes de celles des taux de marché comparables au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012. En effet, les écarts entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement et aux crédits à la consommation assortis d'une période de fixation initiale du taux moyenne ou longue et les taux de marché comparables sont devenus plus largement négatifs ou se sont réduits. Ces évolutions sont essentiellement imputables aux vives augmentations des taux de marché comparables sur fond d'intensification des tensions sur les marchés de la dette souveraine. Dans le même temps, l'écart entre les taux d'intérêt des prêts au logement assortis de la plus longue période de fixation initiale du taux (c'est-à-dire supérieure à dix ans) et les taux de marché comparables est resté largement inchangé. L'écart entre les taux d'intérêt des prêts assortis d'un taux variable ou d'une période de fixation initiale du taux courte et les taux de marché comparables s'est, en revanche, légèrement creusé, les taux débiteurs évoluant à la hausse tandis que ceux de marché se repliaient doucement.

Graphique 40 Taux d'intérêt des IFM sur les prêts au logement consentis aux ménages

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

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



Source : BCE

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2012 font apparaître que les banques de la zone euro ont renforcé le durcissement net des critères d'octroi de crédits aux ménages au quatrième trimestre 2011. Ce renforcement a été largement plus marqué pour les prêts au logement que pour les crédits à la consommation et les autres prêts. Le coût accru du financement de marché ainsi que les contraintes bilanciennes constituent, selon les banques, les principales raisons de cette amplification du durcissement net. La dégradation des perspectives économiques et de celles du marché de l'immobilier résidentiel y aurait aussi largement contribué dans le cas des prêts au logement, quoique dans une mesure nettement moindre que les purs facteurs d'offre. S'agissant des critères d'octroi des crédits à la consommation et des autres prêts, l'incidence des changements intervenus dans les perspectives économiques et la solvabilité des consommateurs n'a guère varié par rapport au trimestre précédent. Selon les banques, le durcissement accru des critères d'octroi de crédits s'est traduit, pour tous les types de prêts, par un élargissement sensible des marges, à la fois pour les prêts moyens et pour les prêts plus risqués.

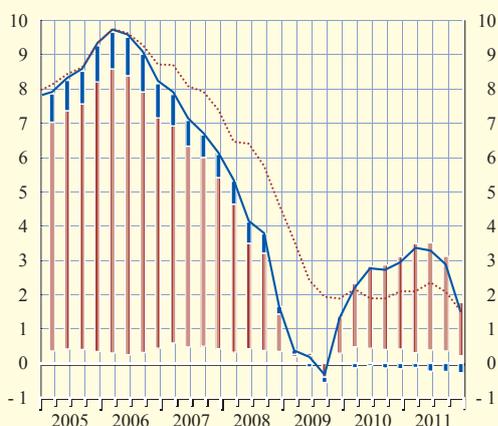
## FLUX DE FINANCEMENT

L'octroi global de crédits au secteur des ménages de la zone euro a été relativement faible au troisième trimestre 2011 (le trimestre le plus récent pour lequel des données provenant des comptes de la zone euro sont disponibles), reflétant l'évolution atone des prêts octroyés par les IFM. En conséquence, le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts aux ménages est revenu de 2,4 % au deuxième trimestre à 2,1 % au troisième. Le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts accordés aux ménages par les IFM (non corrigé des cessions ou des titrisations de prêts) a reculé à 3 % au troisième trimestre, contre 3,4 % au trimestre précédent. Les activités de cession et de titrisation de prêts – qui résultent

**Graphique 41 Total des prêts accordés aux ménages**

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

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

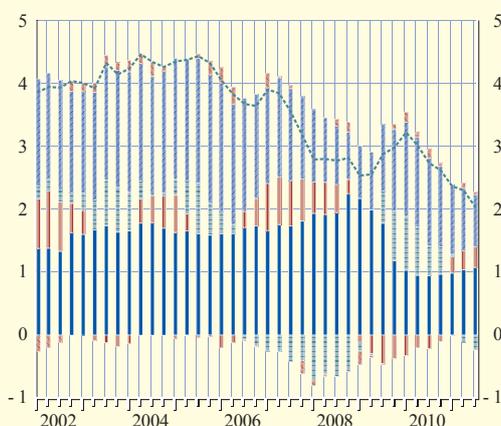


Source : BCE  
Notes : Le total des prêts comprend les prêts accordés aux ménages par tous les secteurs institutionnels, y compris le reste du monde. Le total des prêts aux ménages au quatrième trimestre 2011 a été estimé à partir des opérations recensées dans les statistiques monétaires et bancaires. Pour plus d'informations sur les différences de méthodes de calcul des taux de croissance entre les prêts accordés par les IFM et le total des prêts, cf. les notes techniques correspondantes

**Graphique 42 Placements financiers des ménages**

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

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



Sources : BCE et Eurostat  
1) Comprend les prêts et les autres comptes à recevoir

souvent de la réallocation des prêts aux ménages entre le secteur des IFM et celui des AIF – ayant été spécialement soutenues en juillet dans un pays déterminé, le taux de croissance annuel des prêts consentis par les non-IFM aux ménages a progressé de – 2,9 % au deuxième trimestre à – 2,4 % au troisième. Des estimations afférentes au quatrième trimestre 2011 indiquent un nouveau recul du taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts aux ménages (cf. graphique 41).

Lorsqu'on examine les données des IFM déjà disponibles pour le quatrième trimestre 2011 et pour janvier 2012, l'on constate que la croissance des prêts aux ménages est restée relativement faible au cours des derniers mois. Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages par les IFM s'est encore inscrit en recul, pour s'établir à 1,5 % à la fin du quatrième trimestre, reflétant un rachat net trimestriel significatif de prêts au logement. Ce mouvement était essentiellement imputable à une forte progression des activités de titrisation de prêts en octobre 2011 dans un nombre limité de pays. Néanmoins, une fois les données corrigées des opérations de cession et de titrisation des prêts, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages par les IFM s'affiche toujours en repli, indiquant une faiblesse dans l'activité d'émission. En janvier 2012, le taux de croissance annuel des prêts octroyés aux ménages par les IFM, corrigé des cessions et des titrisations de prêts, s'est établi à 2,1 % (cf. section 2.1 pour plus de détails), ce qui représente une baisse de 0,5 point de pourcentage depuis la fin du troisième trimestre. Les évolutions au niveau des prêts dans la zone euro ont toujours été caractérisées par une hétérogénéité importante entre pays au cours des derniers mois.

Le taux de croissance annuel des prêts au logement octroyés par les IFM, corrigé des cessions et des titrisations de prêts, est revenu de 3,4 % en septembre 2011 à 2,8 % en décembre, avant de progresser marginalement à 2,9 % en janvier 2012. Ces évolutions reflètent la poursuite de l'atonie des flux mensuels (corrigés) des prêts hypothécaires au cours des derniers mois. Les prêts au logement représentent, néanmoins, toujours l'essentiel des prêts consentis aux ménages par les IFM. Les évolutions des autres prêts ont aussi modestement contribué à la baisse, au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012, du taux de croissance annuel des prêts octroyés aux ménages par les IFM. Le taux de croissance annuel des autres prêts a, en effet, chuté au cours de la période sous revue, revenant de 2,3 % en septembre 2011 à 1,1 % en janvier. Le taux de croissance annuel des crédits à la consommation s'est, en revanche, quelque peu redressé, tout en restant clairement négatif, passant de – 1,9 % en septembre à – 1,6 % en janvier.

S'agissant des causes sous-jacentes de la croissance relativement faible des prêts consentis aux ménages par les IFM, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2012 fait apparaître, outre le durcissement net des critères d'octroi de crédits, une nouvelle contraction de la demande nette relative à toutes les catégories de crédits au quatrième trimestre 2011. La détérioration de la croissance et des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel, ainsi que le recul marqué de la confiance des consommateurs sont les principaux facteurs à l'origine du tassement de la demande de prêts au logement, tandis que les dépenses plus modestes des ménages en vue de l'acquisition de biens durables ont pesé sur les crédits à la consommation. De manière générale, la vive dégradation de la confiance des consommateurs au second semestre 2011 reflète sans doute partiellement les inquiétudes des ménages concernant les possibles implications de l'intensification de la crise de la dette souveraine de la zone euro et le renchérissement des matières premières sur leurs revenus effectifs. Associée à des niveaux d'endettement élevés dans plusieurs pays, cette évolution peut avoir conduit les ménages à reporter des investissements en logement et des achats importants. S'agissant des évolutions à venir, les banques prévoient un nouveau recul de la demande nette relative tant aux prêts au logement qu'aux crédits à la consommation au premier trimestre 2012.

En ce qui concerne l'actif du bilan du secteur des ménages de la zone euro, le taux de croissance annuel de l'ensemble de leurs placements financiers a continué de se réduire, revenant de 2,3 % au deuxième trimestre 2011 à 2 % au troisième, poursuivant ainsi la tendance baissière observée depuis

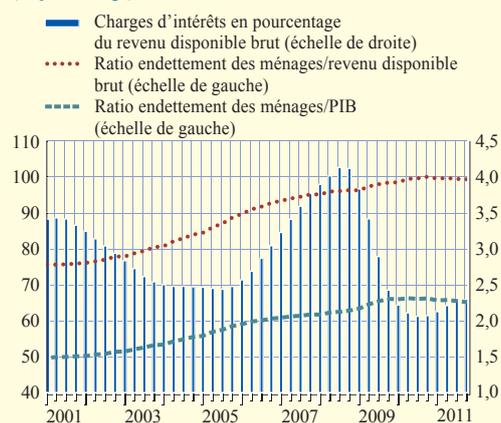
la mi-2010 (cf. graphique 42). Ce ralentissement est largement imputable à la contribution davantage négative des placements en parts d'OPCVM. Cette évolution a continué de refléter la réticence des ménages à détenir des actifs risqués dans le contexte d'une incertitude accrue sur le plan économique et au niveau des marchés financiers. La contribution des réserves techniques d'assurance à la croissance annuelle de l'ensemble des placements financiers a également diminué, tout en demeurant largement positive, au cours du trimestre sous revue. La contribution de la monnaie fiduciaire et des dépôts, en revanche, a continué de progresser, bénéficiant de la liquidation d'investissements en actions dans cet environnement incertain. Dans le même temps, la contribution des titres de créance (à l'exception des dérivés financiers) à la croissance annuelle de l'ensemble des placements financiers est restée globalement inchangée.

### SITUATION FINANCIÈRE

Le ratio d'endettement des ménages par rapport à leur revenu disponible brut nominal atteindrait 99,4 % au quatrième trimestre 2011 (cf. graphique 43), soit un niveau largement inchangé depuis la mi-2010, le revenu disponible des ménages augmentant de nouveau à un rythme similaire à celui de leur endettement global. Les charges d'intérêts des ménages seraient restées pratiquement inchangées, à 2,3 % de leur revenu disponible au quatrième trimestre 2011, après avoir légèrement augmenté au cours des trois trimestres précédents. Cette stabilisation reflète le ralentissement persistant des emprunts des ménages, ainsi que le recul des taux d'intérêt. Dans l'ensemble, les charges d'intérêts des ménages demeurent faibles au regard des évolutions passées. Le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB aurait encore légèrement fléchi, revenant de 65,6 % au troisième trimestre à 65,2 % au quatrième.

**Graphique 43 Endettement des ménages et charges d'intérêts**

(en pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat

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

## 3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la croissance annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie en légère hausse en février 2012, à 2,7 % après 2,6 % en janvier. L'inflation devrait rester supérieure à 2 % en 2012, principalement en raison des hausses récentes des prix de l'énergie ainsi que des augmentations récemment annoncées 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. À plus long terme, 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. Les projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,1 % et 2,7 % en 2012 et entre 0,9 % et 2,3 % en 2013. Les risques pesant sur ces projections pour les années à venir sont considérés comme étant encore globalement équilibrés, les risques à la hausse à court terme ayant trait essentiellement à un renchérissement du pétrole et à un relèvement de la fiscalité indirecte plus importants que prévu. Toutefois, des risques à la baisse subsistent en raison d'une évolution plus atone qu'anticipé de l'activité économique.

### 3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la croissance annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie en légère hausse en février 2012, à 2,7 % après 2,6 % en janvier (cf. tableau 7). Depuis fin 2010, le taux d'inflation annuel est resté nettement supérieur à 2 %, alimenté pour l'essentiel par la croissance soutenue des prix de l'énergie et des produits alimentaires en liaison avec la forte hausse des cours mondiaux des matières premières. Les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés ont également contribué à la hausse de l'inflation globale dans certains pays de la zone euro. L'encadré 6 examine l'incidence des modifications récentes de la fiscalité indirecte sur l'IPCH dans la zone euro et dans les pays qui la composent, en utilisant les données mensuelles relatives à l'IPCH à taux de taxation constants établies par Eurostat.

Tableau 7 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2010	2011	2011 Sept.	2011 Oct.	2011 Nov.	2011 Déc.	2012 Janv.	2012 Fév.
<b>IPCH et composantes</b>								
Indice global <sup>1)</sup>	1,6	2,7	3,0	3,0	3,0	2,7	2,6	2,7
Énergie	7,4	11,9	12,4	12,4	12,3	9,7	9,2	.
Produits alimentaires non transformés	1,3	1,8	1,4	1,8	1,9	1,6	1,6	.
Produits alimentaires transformés	0,9	3,3	4,0	4,3	4,3	4,1	4,1	.
Produits manufacturés hors énergie	0,5	0,8	1,2	1,3	1,3	1,2	0,9	.
Services	1,4	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	.
<b>Autres indicateurs de prix</b>								
Prix à la production	2,9	5,9	5,8	5,5	5,4	4,3	3,7	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	60,7	79,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2	89,7
Cours des matières premières hors énergie	44,6	12,2	1,5	1,6	- 1,9	- 6,7	- 4,6	- 7,5

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

1) La hausse de l'IPCH en février 2012 est une estimation rapide d'Eurostat.

#### Encadré 6

#### L'INCIDENCE DES MODIFICATIONS RÉCENTES DE LA FISCALITÉ INDIRECTE SUR L'IPCH

Les impôts indirects font partie des prix de la consommation finale. Ainsi, par exemple, les augmentations des taux de la taxe sur la valeur ajoutée ont une incidence haussière directe sur l'inflation mesurée par l'IPCH. En raison des mesures nécessaires d'assainissement budgétaire mises en œuvre actuellement dans

divers pays de la zone euro, la fiscalité indirecte a eu une forte incidence sur l'inflation en 2011. Le présent encadré examine cette incidence dans l'ensemble de la zone euro et dans les pays qui la composent en utilisant les données mensuelles relatives à l'IPCH à taux de taxation constants (IPCH-TC) établies par Eurostat <sup>1</sup>.

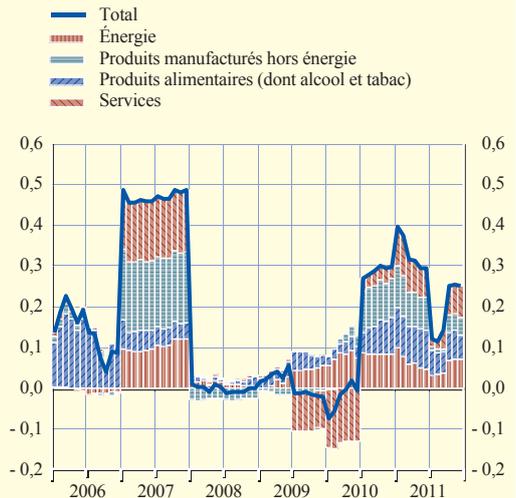
Les données relatives à l'IPCH-TC montrent comment l'IPCH aurait évolué si les taux de taxation étaient demeurés constants, en faisant l'hypothèse d'une répercussion immédiate et intégrale sur les prix à la consommation de toute modification de ces taux <sup>2</sup>. Compte tenu de cette hypothèse, l'« incidence mécanique » implicite des modifications de la fiscalité indirecte peut être considérée comme la limite supérieure probable de l'incidence directe effective, qui est généralement moins élevée, en fonction de divers facteurs liés à la conjoncture et à l'environnement concurrentiel dans lequel évoluent les entreprises qui fixent les prix. L'incidence mécanique à la hausse des modifications de la fiscalité indirecte sur le taux de variation annuel de l'IPCH global de la zone euro est ressortie, en moyenne, à 0,25 point de pourcentage en 2011, niveau légèrement supérieur à celui de 2010 (cf. graphique A).

Les données pour l'ensemble de la zone euro masquent des incidences différentes selon les composantes de l'IPCH et les différents pays de la zone. Ainsi, en 2007, la forte incidence haussière sur l'inflation provenait presque entièrement d'une augmentation généralisée de la TVA en Allemagne. La légère incidence baissière observée entre mi-2009 et mi-2010 résultait de réductions des taux de TVA sur certains services dans plusieurs pays de la zone euro, partiellement contrebalancées par des hausses des taxes sur l'énergie et le tabac (inclus dans la composante produits alimentaires) dans d'autres pays.

Par rapport aux années précédentes, en 2010 et en 2011, l'incidence des modifications de la fiscalité indirecte sur l'IPCH de l'ensemble de la zone euro a été répartie sur un plus grand

**Graphique A Incidence mécanique <sup>1)</sup> des modifications de la fiscalité indirecte sur le taux de variation annuel de l'IPCH de la zone euro**

(en points de pourcentage)

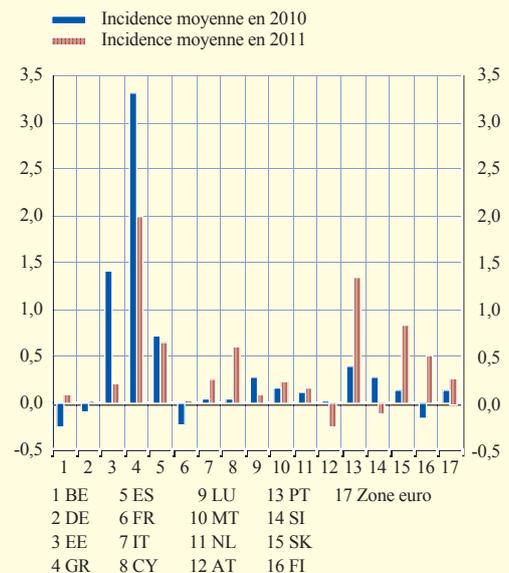


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Correspondant à la différence entre la hausse annuelle de l'IPCH et celle de l'IPCH-TC

**Graphique B Incidence mécanique <sup>1)</sup> des modifications de la fiscalité indirecte sur le taux de variation annuel de l'IPCH dans la zone euro et les pays de la zone euro**

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Correspondant à la différence entre la hausse annuelle de l'IPCH et celle de l'IPCH-TC

Note : Aucune donnée relative à l'IPCH-TC n'est disponible pour l'Irlande.

1 Cf. l'encadré intitulé *Évaluation de l'incidence de la fiscalité indirecte sur l'IPCH de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mars 2011

2 Pour plus de détails sur la construction de l'IPCH-TC et les réserves quant à son interprétation, cf. l'encadré intitulé *Nouvelles séries statistiques mesurant l'incidence de la fiscalité indirecte sur l'IPCH* du *Bulletin mensuel* de novembre 2009

nombre de pays, les répercussions ayant été significatives dans certains cas. Sur ces deux années, l'incidence mécanique a été la plus importante en Grèce, s'élevant à 3,3 points de pourcentage en 2010 et 2,0 points de pourcentage en 2011. Les autres pays fortement affectés ont été notamment le Portugal, la Slovaquie, l'Espagne et l'Italie. Dans ce dernier pays, bien que la hausse de la TVA ait été introduite en septembre 2011 seulement, elle a néanmoins exercé une incidence mécanique de 0,2 point de pourcentage sur l'ensemble de l'année (cf. graphique B).

Pour l'avenir, un certain nombre de pays ont mis en œuvre ou annoncé des relèvements de la TVA qui auront une incidence en 2012, dont l'Irlande, Chypre, l'Italie, la France et le Portugal. Ces mesures entraîneront la persistance de tensions à la hausse sur les taux d'inflation cette année (cf. l'encadré 10 intitulé *Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro*).

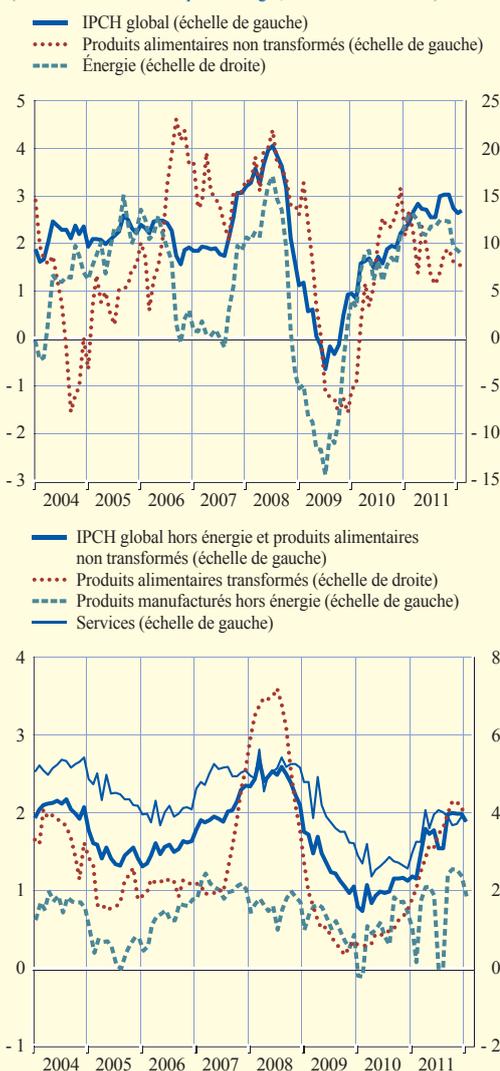
En 2011, l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH a culminé à 3,0 % en septembre, et est demeurée à ce niveau trois mois de suite. Elle a ensuite fléchi en décembre, en raison d'un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie reflétant des effets de base relatifs aux hausses de prix enregistrées un an auparavant.

En janvier 2012, dernier mois pour lequel une ventilation officielle est disponible, le taux de variation annuel de la composante énergie de l'IPCH s'est établi à 9,2 %, après 9,7 % en décembre 2011. Auparavant, le taux de variation annuel des prix de l'énergie avait affiché des niveaux supérieurs à 10 % pendant douze mois de suite, en raison principalement du renchérissement du pétrole brut début 2011 et de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. Depuis début 2012, les cours du pétrole exprimés en euro ont continué d'augmenter, ressortant à plus de 90 euros le baril en moyenne en février. Dans le même temps, cette évolution a tiré vers le haut les prix des sous-composantes de l'IPCH les plus étroitement liées au pétrole, à savoir les carburants destinés aux transports et le fioul domestique. Les prix des autres grandes sous-composantes de l'énergie, comme le gaz et l'électricité, tendent à suivre les évolutions des cours du pétrole avec un décalage.

Reflétant les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires, le taux de variation annuel de la composante produits alimentaires de l'IPCH s'est inscrit en hausse régulière en 2011, pour ressortir à plus de 3 % à partir de septembre. Toutefois, les évolutions récentes des cours des matières premières alimentaires sur le marché intérieur de l'UE semblent indiquer que l'incidence immédiate du choc sur les prix des produits alimentaires s'était atténuée à la fin de l'année. À court terme, les effets de cette répercussion continueront néanmoins d'entretenir

Graphique 44 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

les tensions en amont de la chaîne de production alimentaire. La tendance haussière des prix des produits alimentaires au cours de l'année 2011 a été particulièrement prononcée pour la composante produits alimentaires transformés (hors tabac), en raison des hausses des prix des postes à forte intensité en matières premières, tels que les produits laitiers, les huiles et les matières grasses et, en particulier, le café et le thé.

Hors produits alimentaires et énergie, qui représentent 30 % environ du panier de l'IPCH, l'inflation annuelle a diminué en janvier 2012, ressortant à 1,5 % après être restée stable de septembre à décembre 2011, à 1,6 %. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est majoritairement déterminée par des facteurs nationaux tels que les salaires, les marges bénéficiaires et la fiscalité indirecte. Elle recouvre deux postes principaux, à savoir les produits manufacturés hors énergie et les services. Ces deux composantes ont présenté des évolutions très différentes.

En 2011, les prix des biens manufacturés hors énergie ont affiché une tendance à la hausse amorcée au deuxième trimestre 2010, sous l'effet de la répercussion de la dépréciation antérieure du taux de change et du renchérissement passé des matières premières, ainsi que des relèvements de la fiscalité indirecte. Au cours des derniers mois de 2011, la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie s'est établie à 1,2 % environ, après avoir affiché une forte volatilité plus tôt dans l'année. Cette volatilité est liée à l'introduction d'un nouveau règlement sur le traitement des produits saisonniers dans le calcul de l'IPCH, qui a eu une incidence prononcée sur la sous-composante biens semi-durables (habillement, textiles, livres, etc.). Les deux autres sous-composantes, à savoir les biens durables (automobiles, ameublement, appareils électroniques, etc.) et non durables (eau, produits pharmaceutiques, journaux, etc.), sont demeurées plus stables. En janvier 2012, le taux de variation annuel des prix des biens manufacturés hors énergie est revenu à 0,9 %.

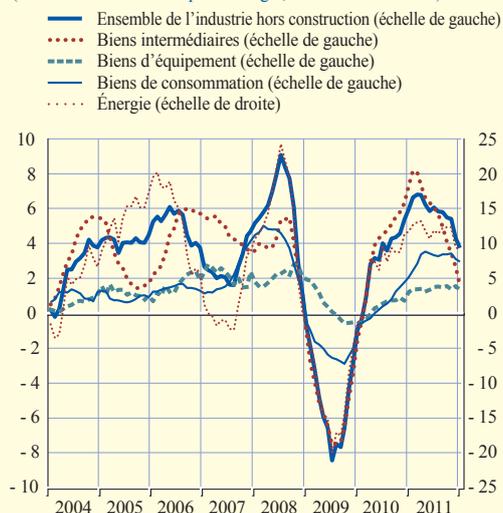
La hausse des prix des services s'est nettement accélérée au cours des premiers mois de 2011, pour osciller ensuite autour de 1,9 % à partir d'avril. Cette stabilisation a été observée pour l'ensemble des principales sous-composantes des services, à l'exception des services de communication, dont le taux de variation annuel a accentué son repli. En janvier 2012, la hausse des prix des services est ressortie à 1,9 % pour le troisième mois de suite. Les baisses des taux de variation annuelle des prix des services de transport, des services de communication ainsi que des loisirs et des services à la personne ont été contrebalancées par des hausses dans les services de logement et les services divers au cours des trois derniers mois.

### 3.2 PRIX À LA PRODUCTION

En raison principalement de la hausse de la demande mondiale de matières premières, les tensions s'exerçant sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement ont augmenté de façon régulière après le point bas observé à l'été 2009 et ce, jusqu'à récemment. En conséquence, la hausse des prix à la production s'est accélérée fin 2010 et au premier semestre 2011. Par la suite, le taux de variation annuel des prix à la production s'est inscrit en baisse, reflétant principalement les fluctuations des cours des matières premières (cf. tableau 7 et graphique 45). Hors construction, la hausse des prix à la production est ressortie à 3,7 % en janvier 2012, après 4,3 % en décembre 2011. La composante énergie

**Graphique 45 Ventilation des prix à la production**

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

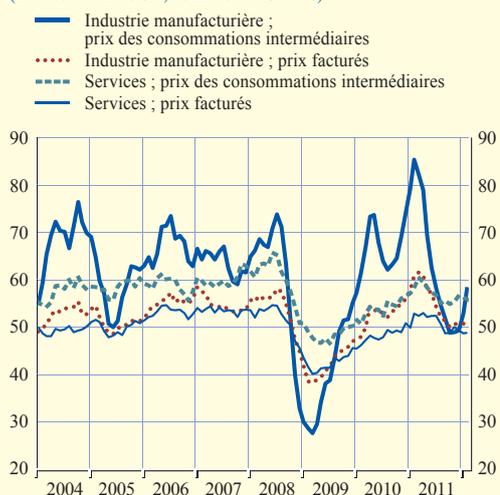
n'a que faiblement contribué à ce recul, un effet de base baissier lié à cette composante ayant été partiellement contrebalancé par une forte hausse mensuelle des prix à la production. Sur la même période, la hausse des prix à la production hors construction et énergie s'est ralentie, ressortant à 1,9 % après 2,5 %.

En aval de la chaîne de production, la hausse des prix à la production des biens de consommation s'est légèrement atténuée, ressortant à 3,0 % en janvier 2012. Le même mois, le rythme annuel de variation des prix à la consommation des produits alimentaires a diminué, pour s'établir à 3,9 %. De nouveaux reculs sont attendus au cours des prochains mois, en raison des fortes baisses récentes des cours des matières premières alimentaires dans l'UE. La variation annuelle des prix de la composante biens de consommation non alimentaires, qui préfigure les évolutions de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH, a reculé en janvier pour la première fois en plus de deux ans, pour s'établir à 1,4 %, après être ressortie au niveau historiquement élevé de 1,7 % au cours des deux mois précédents. Ce recul, ainsi que celui de la hausse des prix à l'importation, dénote une atténuation des tensions inflationnistes sous-jacentes en amont sur les prix à la consommation.

En février 2012, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux prix de vente dans l'industrie, qui préfigurent les évolutions de l'indice des prix à la production, sont demeurés globalement inchangés et proches de leurs moyennes à long terme. Selon les données d'enquête sur les anticipations relatives aux prix de vente établies par la Commission européenne, cette situation résulte des évolutions dans les secteurs des biens de consommation et des biens d'équipement, les anticipations relatives aux prix de vente des biens intermédiaires s'inscrivant de nouveau en hausse. S'agissant de l'indice des directeurs d'achat, l'indice des prix à la production pour le secteur manufacturier a légèrement augmenté, passant de 50,7 en janvier à 51,0 en février, tandis que l'indice des prix des consommations intermédiaires s'est envolé après les hausses récentes des cours des matières premières et une dépréciation de l'euro, passant de 52,8 à 58,5 sur la même période.

**Graphique 46 Enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production**

(indices de diffusion ; données mensuelles)



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

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

Reflétant l'amélioration de la situation sur le marché du travail au premier semestre 2011, les indicateurs de coûts de main-d'œuvre ont progressivement augmenté dans la zone euro (cf. tableau 8 et graphique 47). Toutefois, les

**Tableau 8 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre**

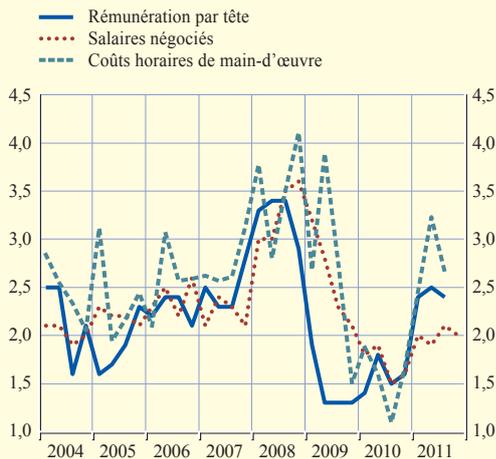
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

**Graphique 47 Sélection d'indicateurs de coûts de main-d'œuvre**

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



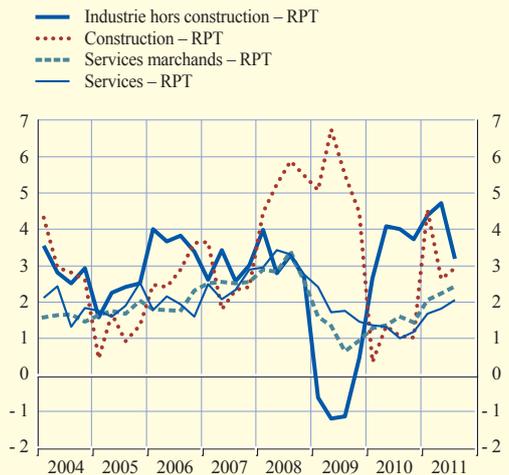
Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

informations les plus récentes relatives à la croissance des salaires indiquent une certaine stabilisation.

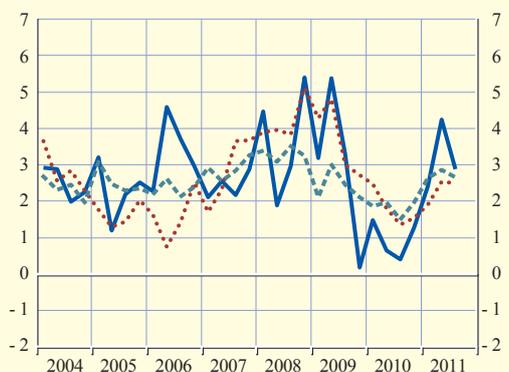
Les évolutions du marché du travail réagissent normalement aux évolutions de la croissance du PIB avec un certain décalage. Toutefois, au début de la récession mondiale de 2008-2009, les marchés du travail de la zone euro ont fait preuve d'une certaine résistance, en raison notamment de l'ajustement important du nombre d'heures travaillées. Cependant, la gravité et la durée de la crise ont fini par entraîner une forte baisse de l'emploi et une augmentation du chômage. L'encadré 7 intitulé *L'ajustement du marché du travail dans la zone euro* analyse l'ajustement du marché du travail de la zone euro au cours de la récession de 2008-2009 en examinant l'évolution de l'emploi, du chômage et des salaires.

**Graphique 48 Évolutions des coûts de main-d'œuvre dans les principaux secteurs**

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



— Industrie hors construction – ICMO horaire  
 ..... Construction – ICMO horaire  
 - - - Services marchands – ICMO horaire



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

**Encadré 7**

**L'AJUSTEMENT DU MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO**

Cet encadré s'intéresse à la façon dont le marché du travail de la zone euro s'est ajusté depuis le début de la crise financière en examinant l'évolution de l'emploi, du chômage et des salaires<sup>1</sup>. Normalement, il existe une relation relativement étroite entre croissance de la production et marché du travail. Toutefois, la récession de 2008-2009 a donné lieu à des perturbations de cette relation dans la zone euro. Au début

<sup>1</sup> Pour une analyse plus détaillée de l'évolution des marchés du travail de la zone euro jusqu'au premier trimestre 2010, cf. l'article intitulé *Les ajustements du marché du travail à la récession dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2010

de la récession, l'emploi dans la plupart des pays de la zone est apparu assez résistant, notamment en raison de la forte diminution du nombre d'heures travaillées et de la rétention de main-d'œuvre qui en a découlé. Néanmoins, la gravité et la persistance de la récession ont entraîné au bout du compte un recul de l'emploi et une forte augmentation du chômage. Au cours de la période de reprise qui a suivi, la croissance de l'emploi a connu un redressement modéré, sous l'effet en partie du phénomène de rétention de main-d'œuvre, tandis que le chômage se maintenait à des niveaux élevés. Les salaires ont été quelque peu ajustés, bien que cette évolution s'explique par l'ajustement à la baisse plus important de la composante variable des salaires (primes, paiement d'heures supplémentaires, etc...) que des salaires négociés. Globalement, les évolutions les plus récentes du marché du travail dans la zone euro semblent de nouveau conformes au profil d'évolution historique. On constate, toutefois, une grande diversité concernant l'ajustement du marché du travail dans les différents pays de la zone euro, reflétant en grande partie les différences dans le degré de flexibilité du marché du travail et les progrès réalisés sur la voie des réformes structurelles. La modération salariale et les mesures destinées à renforcer la flexibilité du marché du travail sont essentielles afin de favoriser l'emploi, notamment dans les pays de la zone euro qui enregistrent des niveaux élevés de chômage.

### Le marché du travail s'ajuste généralement aux variations de la croissance du PIB

Si la demande agrégée dans l'économie diminue, les entreprises ajustent généralement leur production en premier, puis le nombre d'heures travaillées et, enfin, la taille de leurs effectifs. Plusieurs facteurs peuvent expliquer pourquoi les entreprises n'ajustent pas immédiatement le nombre d'heures travaillées à un niveau de production plus faible. Dans un premier temps, elles peuvent percevoir la baisse de la demande comme temporaire et, par ailleurs, il faut du temps pour planifier comment utiliser l'effectif existant dans la nouvelle situation. Lorsqu'il apparaît clairement que la récession s'est installée, les entreprises ajustent le nombre d'heures travaillées. Cela se fait habituellement sans ajustement du nombre de salariés, de sorte que seule la moyenne des heures travaillées se resserre. C'est seulement en dernier recours que les entreprises réduisent le nombre de salariés en réponse à un niveau de demande plus faible. En général, l'emploi dans la zone euro s'ajuste normalement aux variations de la production après un à deux trimestres, la rétention de main-d'œuvre pouvant néanmoins signifier que cela prend plus de temps, en fonction de la perception qu'ont les employeurs de la nature et de la durée du ralentissement de l'activité, ainsi que de la nécessité de retenir une main-d'œuvre qualifiée.

### L'ajustement du marché du travail depuis la récession de 2008-2009

Au début de la récession de 2008-2009, l'emploi dans la plupart des pays de la zone euro est apparu assez résistant, notamment en raison de la forte diminution du nombre d'heures travaillées<sup>2</sup>. Néanmoins, la gravité et la persistance de la récession ont entraîné au bout du compte un recul de l'emploi et une augmentation notable du chômage<sup>3</sup>. Les graphiques A et B montrent l'ajustement du marché du travail en termes de chômage et d'emploi depuis 1996. Depuis le tout début de la récession, la relation entre les évolutions du marché du travail et l'activité économique s'écarte de sa configuration normale<sup>4</sup>. En particulier, la croissance du PIB a fortement diminué, mais le chômage (l'emploi) n'a pas progressé (diminué) autant qu'on aurait pu l'attendre sur la base des régularités historiques, indiquant un phénomène de rétention de la main-d'œuvre. Récemment, pourtant, la relation semble être à nouveau conforme aux observations réalisées dans le passé.

<sup>2</sup> Les mesures prises par les autorités pour encourager les dispositifs de flexibilité de la durée du travail, notamment les dispositifs de chômage partiel, ont été utilisés afin de limiter l'incidence de la récession sur l'emploi.

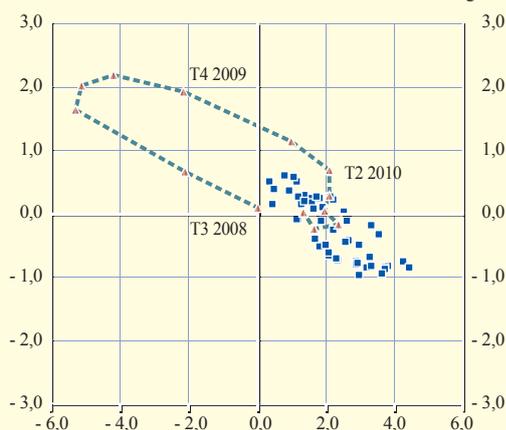
<sup>3</sup> Il y avait néanmoins une très grande hétérogénéité entre les différents pays de la zone euro. Par exemple, en Allemagne, le chômage a en fait diminué pendant la crise, pour partie en raison des réformes antérieures du marché du travail, comme les réformes « Hartz ».

<sup>4</sup> Ce sujet a été analysé dans l'encadré intitulé *Vers un retour en force de la loi d'Okun ? Évolutions récentes de la production et du chômage dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juin 2011.

### Graphique A Croissance du PIB et chômage

(croissance annuelle ; en points de pourcentage)

Axe des abscisses : croissance du PIB  
Axe des ordonnées : variation annuelle du taux de chômage



Sources : Eurostat et calculs de la BCE  
Note : Les données se réfèrent à la période allant du premier trimestre 1996 au troisième trimestre 2011.

Il arrive que les périodes de rétention de main-d'œuvre, telle que celle observée pendant la dernière récession, soient suivies d'une période de croissance économique sans amélioration de l'emploi. Ce phénomène est souvent qualifié de « croissance sans emploi » ou de « reprise sans emploi ». La décision prise par une entreprise d'attendre pour effectuer de nouvelles embauches peut s'expliquer par la sous-utilisation de ressources auxquelles elle peut recourir si la demande redémarre. Un certain degré de rétention de main-d'œuvre et de croissance sans emploi est donc normal au cours d'un cycle conjoncturel. Ce fait peut expliquer en partie les évolutions récentes dans la zone euro, qui a enregistré une reprise relativement timide de l'emploi, en dépit du renversement de la tendance négative du PIB (cf. graphique C).

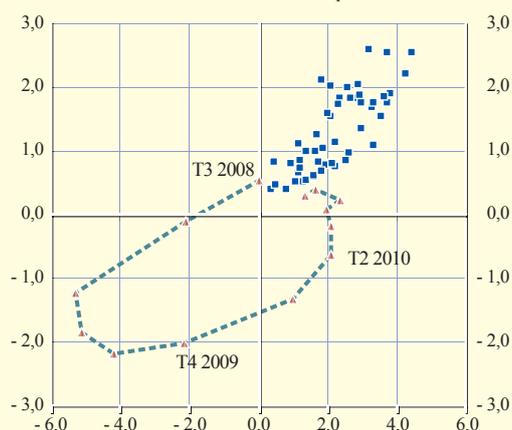
### Évolutions des salaires dans la zone euro

En réponse à la récession de 2008-2009, la progression des salaires de la zone euro s'est ralentie. En raison de la gravité de la récession et de l'augmentation du chômage à laquelle elle a donné lieu, une incidence à la baisse significative sur la rémunération par tête a été

### Graphique B Croissance du PIB et emploi

(croissance annuelle)

Axe des abscisses : croissance du PIB  
Axe des ordonnées : croissance de l'emploi

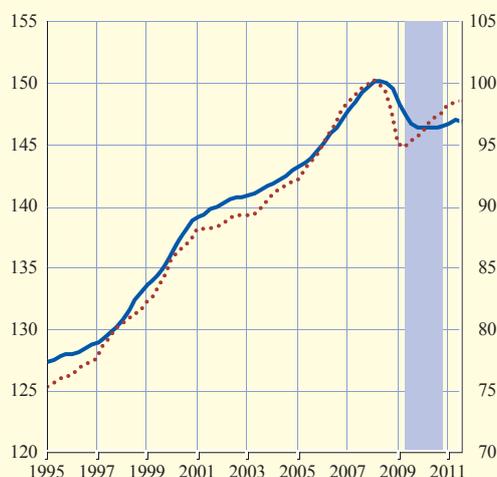


Sources : Eurostat et calculs de la BCE  
Note : Les données se réfèrent à la période allant du premier trimestre 1996 au troisième trimestre 2011.

### Graphique C Emploi et PIB

(en millions d'individus ; indice T2 2008 = 100)

— Emploi (échelle de gauche)  
- - - PIB (échelle de droite)

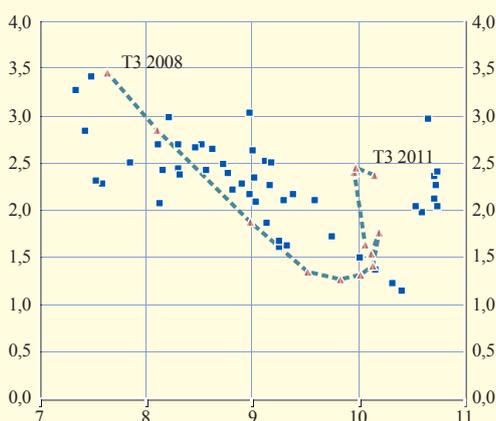


Sources : Eurostat et calculs de la BCE  
Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2011. La zone grisée représente la période durant laquelle la croissance du PIB s'est accélérée et l'emploi a fléchi (« croissance sans emploi »).

Graphique D Rémunération par tête et chômage

(en pourcentage ; croissance annuelle)

Axe des abscisses : taux de chômage  
Axe des ordonnées : rémunération par tête



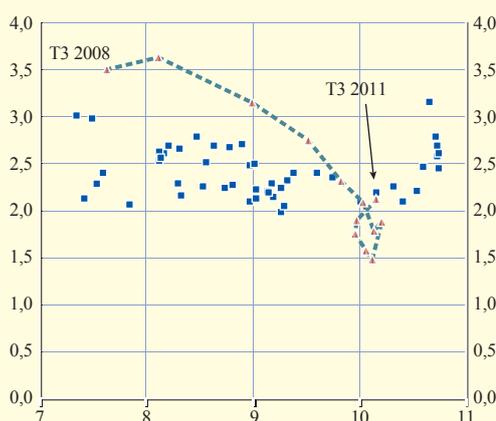
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données se réfèrent à la période allant du premier trimestre 1996 au troisième trimestre 2011.

Graphique E Salaires négociés et chômage

(en pourcentage ; croissance annuelle)

Axe des abscisses : taux de chômage  
Axe des ordonnées : salaires négociés



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données se réfèrent à la période allant du premier trimestre 1996 au troisième trimestre 2011.

observée en 2009, celle-ci étant revenue du haut de l'échantillon à des valeurs proches du bas de l'échantillon en moins d'un an (cf. graphique D). La croissance des salaires négociés a diminué également après la récession. Toutefois, cette diminution n'a pas reflété la faiblesse du marché du travail avant fin 2009. Dès lors, la composante variable des salaires (primes, paiements d'heures supplémentaires, etc.) semble s'être ajustée à l'atonie du marché du travail plus rapidement que la part négociée. En général, la relation entre chômage et salaires négociés semble plus lâche que celle entre rémunération par tête et chômage, comme il ressort de la relation du type courbe de Phillips présentée dans les graphiques D et E.

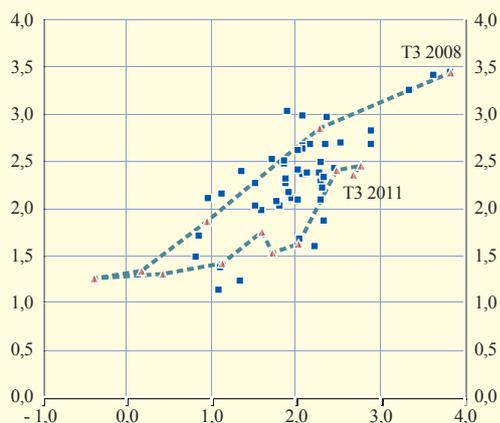
Les données les plus récentes pour 2011 montrent que la rémunération par tête s'est quelque peu écartée de son profil d'évolution normal (cf. graphique D). Bien que le marché du travail soit toujours atone, avec un niveau de chômage élevé, la rémunération par tête a progressé. En 2011, le taux de croissance des salaires s'est accéléré, pour atteindre des niveaux légèrement supérieurs à la moyenne historique. En revanche, les salaires négociés sont restés inférieurs à leur moyenne historique.

Bien que les dynamiques de salaires soient fortement influencées par l'ajustement des heures travaillées par salarié, les mouvements prononcés de la rémunération par tête en 2011, en dépit de la dégradation du marché du travail, peuvent être liés également aux évolutions des prix dans la zone euro. Des tensions sur les prix sont apparues sous l'effet du renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie, ainsi que des relèvements de la fiscalité dans certains pays. Dans un certain nombre de pays de la zone euro, les salaires sont indexés sur les évolutions passées de l'inflation, ce qui peut empêcher les salaires de s'ajuster lorsque le marché de travail se dégrade. Le graphique F montre que la rémunération par tête et l'IPCH évoluent en parallèle dans la zone euro, et que la récente progression des salaires a été globalement conforme à la relation observée dans le passé. La relation est positive, ce qui signifie qu'une hausse des salaires est associée à une hausse des prix, et inversement.

**Graphique F Rémunération par tête et IPCH**

(croissance annuelle)

Axe des abscisses : IPCH  
Axe des ordonnées : rémunération par tête

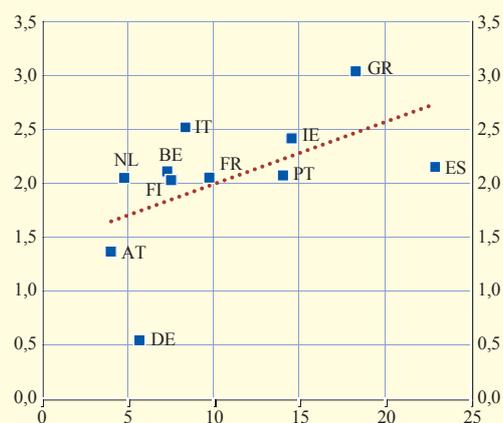


Sources : Eurostat et calculs de la BCE  
Note : Les données se réfèrent à la période allant du premier trimestre 1996 au troisième trimestre 2011.

**Graphique G Coûts unitaires de main-d'œuvre et taux de chômage dans une sélection de pays de la zone euro**

(en pourcentage ; croissance annuelle)

Axe des abscisses : taux de chômage  
Axe des ordonnées : variation moyenne des coûts unitaires de main-d'œuvre



Sources : Eurostat et calculs de la BCE  
Notes : La variation moyenne des coûts unitaires de main-d'œuvre se réfère à la période, allant du premier trimestre 2001 au troisième trimestre 2011 pour tous les pays. Les données relatives au taux de chômage se rapportent au quatrième trimestre 2011 (au troisième trimestre 2011 pour la Grèce et l'Italie).

Globalement, le présent encadré montre que la récession de 2008-2009 a donné lieu à des perturbations de la relation historiquement étroite entre évolutions du marché du travail et activité économique dans la zone euro. Toutefois, les dernières données disponibles montrent que la relation est à nouveau conforme aux évolutions normalement observées, dénotant une dégradation de la situation sur le marché du travail liée au ralentissement de la croissance dans la zone euro. Le présent encadré analyse seulement l'ajustement du marché du travail dans la zone euro considérée dans son ensemble ; cependant, l'ajustement du marché du travail a varié considérablement d'un pays à l'autre, reflétant des différences en termes de flexibilité du marché et de dispositifs institutionnels, ainsi que le degré de progrès réalisé sur la voie des réformes structurelles. De manière générale, les pays de la zone euro dans lesquels les coûts de main-d'œuvre ont augmenté relativement rapidement à long terme ont enregistré un taux de chômage plus élevé (cf. graphique G). La modération salariale et la flexibilité du marché du travail sont donc essentielles afin de réduire le chômage dans ces pays, et notamment dans la conjoncture présente, où les indicateurs à court terme dénotent une nouvelle dégradation de la situation sur le marché du travail. Par conséquent, il est crucial que la croissance des salaires soit contenue afin de favoriser l'emploi.

Les salaires négociés de la zone euro (seul indicateur disponible pour le quatrième trimestre 2011) ont progressé de 1,9 % en rythme annuel en décembre 2011, après 2,0 % en novembre. Cette évolution confirme que l'accélération observée jusqu'en septembre 2011 s'est ralentie au cours des derniers mois de l'année. Pour l'ensemble de l'année 2011, les salaires négociés ont augmenté de 2,0 %, après 1,7 % en 2010. Il est possible que le redressement progressif de cet indicateur, qui recouvre la composante principale des salaires fixés par convention collective de travail, reflète l'incidence différée sur les salaires effectivement négociés de l'amélioration de la situation sur le marché du travail, laquelle a entraîné un renforcement du pouvoir de négociation des salariés. La hausse de l'inflation, qui a démarré fin 2010, a également pu jouer un rôle.

D'autres indicateurs salariaux ont également montré des signes de stabilisation. La croissance de la rémunération par tête est ressortie à 2,4 % en rythme annuel au troisième trimestre 2011, pratiquement sans changement par rapport aux deux trimestres précédents (cf. graphique 47). Dans le même temps, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a continué de progresser pour s'établir à 1,3 % en rythme annuel, après 1,2 % au deuxième trimestre. Cette évolution s'explique pour l'essentiel par une baisse du taux de croissance annuel de la productivité du travail, revenue de 1,2 % au deuxième trimestre à 1,0 % au troisième trimestre, en raison d'un ralentissement de la croissance de la production. Le taux de croissance annuel des coûts horaires de main-d'œuvre a fléchi à 2,7 % au troisième trimestre, après 3,2 % au trimestre précédent. Ce ralentissement reflète essentiellement les évolutions dans le secteur industriel, les baisses des secteurs de la construction et des services marchands étant beaucoup moins prononcées (cf. graphique 48). Dans l'ensemble, les coûts non salariaux ont continué de progresser à un rythme plus rapide que la composante salaires et traitements des coûts horaires de main-d'œuvre de la zone euro.

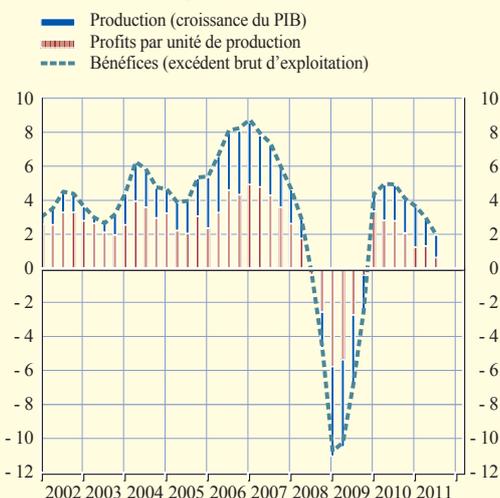
### 3.4 ÉVOLUTIONS DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES

La croissance des bénéfices des entreprises (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) a diminué au troisième trimestre 2011, revenant à 2,0 % en rythme annuel, contre environ 3,5 % en moyenne au premier et au deuxième trimestres de l'année (cf. graphique 49). Ce ralentissement sensible de la progression des bénéfices des entreprises reflète le fléchissement de la croissance annuelle du PIB et, notamment, la progression plus faible des profits par unité de production (effet marge) liée au net ralentissement de la croissance de la productivité. Le niveau des bénéfices est resté inférieur de 2 % environ au pic observé avant la récession de 2008-2009, au cours de laquelle ils ont diminué de 11 % environ.

S'agissant des grands secteurs économiques, la croissance en rythme annuel des bénéfices des entreprises du secteur des services marchands est revenue à 0,7 % au troisième trimestre 2011, niveau inférieur à la moyenne de 2,2 % observée lors des deux trimestres précédents. En revanche, dans le secteur industriel (hors construction), elle s'est établie à 8,7 %, soit un taux comparable à celui enregistré lors des deux trimestres

**Graphique 49 Ventilation de la croissance des bénéfices dans la zone euro entre production et profits par unité de production**

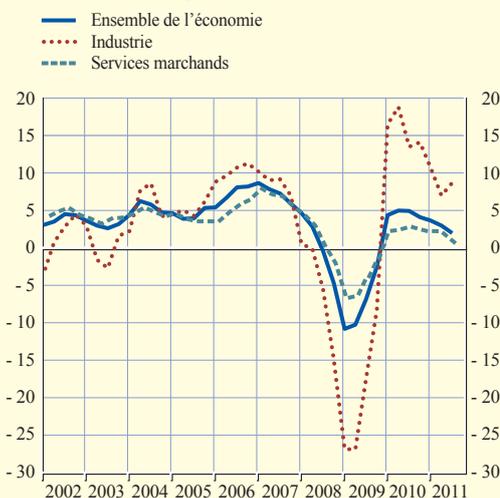
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

**Graphique 50 Évolutions des bénéfices dans la zone euro par principales branches d'activité**

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

précédents (cf. graphique 50). En rythme trimestriel, la croissance des bénéfices des entreprises a progressé modérément dans le secteur des services marchands, mais fortement dans le secteur industriel.

### 3.5 PRÉVISIONS D'INFLATION

Pour la suite, l'inflation devrait rester supérieure à 2 % en 2012, en raison principalement des augmentations récentes des prix de l'énergie, ainsi que des majorations récemment annoncées de la fiscalité indirecte. Au vu des cours actuels des contrats à terme portant sur les matières premières, les taux annuels d'inflation devraient à nouveau diminuer pour revenir à un niveau inférieur à 2 % début 2013. À plus long terme, dans un environnement de croissance modérée dans la zone euro et d'anticipations d'inflation à long terme solidement ancrées, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées.

Plus précisément, les perspectives d'inflation à court terme continuent de dépendre largement des prix du pétrole. La hausse récente des prix du pétrole est liée en partie aux tensions suscitées par l'embargo décidé par l'UE sur les importations de pétrole iranien. Toutefois, malgré cette récente hausse (et celle des prix des contrats à terme sur le pétrole), le taux de variation annuel de la composante énergie de l'IPCH devrait diminuer au cours des prochains mois en raison d'effets de base<sup>1</sup>. Cependant, l'ampleur réelle de ces effets de base sur le profil de cette composante dépendra du niveau de réalisation des anticipations actuellement inscrites dans les contrats à terme (légères baisses ou, tout au moins, pas de nouvelles hausses substantielles des prix du pétrole brut).

Étant donné les cours actuels des contrats à terme portant sur les matières premières alimentaires, le taux annuel de croissance des prix alimentaires devrait atteindre un pic dans la première partie de 2012, avant de ralentir par la suite, en raison essentiellement d'effets de base baissiers. Il existe toutefois un degré d'incertitude élevée concernant les perspectives d'évolution des prix des matières premières. En outre, l'ampleur de la répercussion de la hausse des prix des matières premières dépendra de la vigueur de la demande de consommation, ainsi que du comportement des producteurs et des détaillants, qui pourraient réagir aux variations de prix en ajustant leurs marges bénéficiaires.

Les indicateurs avancés disponibles relatifs à la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie, comme l'évolution des prix à la production des biens de consommation (hors produits alimentaires et tabac) et celle des prix à l'importation des mêmes biens, indiquent qu'il n'y aura pas de modération sensible de la hausse de ces prix au cours des prochains mois. En particulier, les tensions baissières découlant du ralentissement de la production et de la demande risquent d'être contrebalancées par les tensions à la hausse imputables aux relèvements de la fiscalité indirecte.

De même, les prix des services devraient demeurer relativement stables au cours des prochains mois, reflétant les évolutions modérées de la demande intérieure et les tensions largement contenues sur les salaires.

Les données les plus récentes relatives aux indicateurs de coûts de main-d'œuvre indiquent que les tensions internes sur les coûts se sont stabilisées. À moyen terme, les tensions sur les coûts du travail devraient rester limitées, étant donné les perspectives de croissance plutôt faibles et l'atonie persistante du marché du travail. La progression des bénéfices des entreprises devrait continuer à se modérer conformément à ces modestes perspectives de croissance de l'activité économique et aux faibles évolutions de la productivité.

<sup>1</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Effets de base et incidence sur l'IPCH en 2012* du *Bulletin mensuel* de février 2012

Les projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,1 % et 2,7 % en 2012 et entre 0,9 % et 2,3 % en 2013. Comparées aux projections macroéconomiques de décembre 2011 de l'Eurosystème, les fourchettes d'inflation ont été revues à la hausse, notamment pour 2012.

Les risques pesant sur les perspectives de taux d'inflation pour les années à venir sont considérés comme étant encore globalement équilibrés, les risques à la hausse à court terme ayant trait essentiellement à un renchérissement du pétrole et à un relèvement de la fiscalité indirecte, plus importants que prévu. Toutefois, les risques à la baisse subsistent en raison d'une évolution plus atone qu'anticipé de l'activité économique.

## 4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Le PIB en volume s'est contracté de 0,3 % dans la zone euro au quatrième trimestre 2011. Les données d'enquête récentes ont révélé des signes de stabilisation de l'activité économique, mais toujours à un faible niveau. L'économie de la zone euro devrait se redresser progressivement dans le courant de l'année. Les perspectives d'activité économique devraient être soutenues 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 du secteur financier de la zone. Toutefois, les tensions persistantes sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier, devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,2 % en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes ont été revues légèrement à la baisse. Des risques à la baisse pèsent sur ces perspectives.

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

Selon la deuxième estimation d'Eurostat, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2011, après avoir enregistré une croissance positive, mais en baisse, les trois trimestres précédents (cf. graphique 51). Par conséquent, le PIB a progressé de 1,4 % en 2011, ce qui est légèrement inférieur aux prévisions formulées il y a un an par la plupart des analystes. Le résultat du quatrième trimestre reflète des contributions négatives de la demande intérieure et de la variation des stocks, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution positive. Une légère amélioration est attendue au premier trimestre 2012, les indicateurs disponibles faisant état d'une croissance globalement étale du PIB sur ce trimestre après la baisse de la production enregistrée fin 2011.

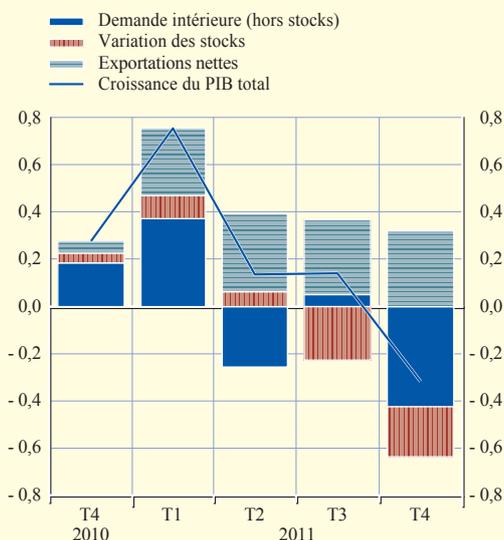
#### CONSOMMATION PRIVÉE

Après avoir progressé de 0,3 % au troisième trimestre 2011, la consommation privée a baissé de 0,4 % en rythme trimestriel, s'éloignant encore de son point haut observé avant la récession, au premier trimestre 2008. Ce résultat du quatrième trimestre 2011 reflète vraisemblablement une croissance négative de la consommation de biens et de services de détail, tandis que les immatriculations de voitures particulières augmentaient légèrement. Les informations récentes tirées des indicateurs conjoncturels et des enquêtes laissent présager une faiblesse persistante des dépenses de consommation dans la zone euro au cours des prochains mois.

La reprise très modérée de la consommation reflète dans une large mesure les variations du revenu réel, l'un des principaux déterminants des évolutions tendanciennes de la consommation des ménages. Bien que le revenu réel global ait été soutenu par la croissance positive de l'emploi au cours de 2011, il

Graphique 51 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

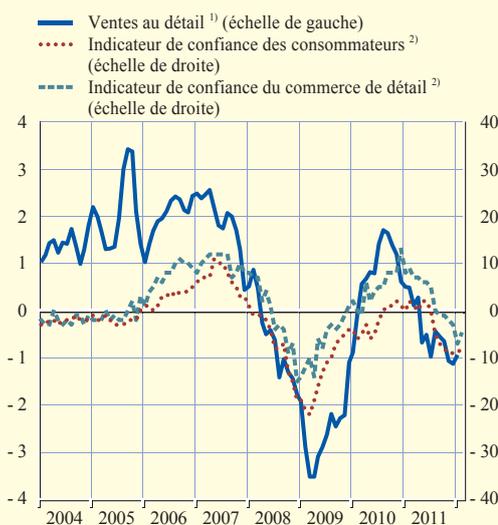
a subi dans le même temps une érosion imputable au renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie. Toutefois, l'influence respective de ces facteurs devrait s'inverser, sous l'effet du ralentissement progressif de l'inflation (cf. section 3), tandis que la situation du marché du travail devrait rester atone. Le revenu réel des ménages a légèrement diminué en rythme annuel au troisième trimestre 2011 pour la première fois depuis 2010. En conséquence, le taux d'épargne a encore reculé et se situe à présent au même niveau que début 2006.

S'agissant des évolutions à court terme au premier trimestre 2012, les données solides aussi bien que les estimations font état d'une faiblesse persistante des dépenses de consommation. Bien que les ventes au détail aient augmenté de 0,3 % en janvier par rapport au mois précédent, leur niveau est resté inférieur de 0,2 % à la moyenne du quatrième trimestre 2011. L'indice des directeurs d'achat relatif aux ventes de détail a progressé, passant de 42,9 en janvier à 47,9 en février. L'indice

continue d'indiquer une baisse des ventes, ce résultat étant inférieur au seuil de 50 correspondant à une croissance nulle. Selon les enquêtes de la Commission européenne, la confiance dans le commerce de détail s'est établie en moyenne, au cours de ces deux mois, à un niveau inférieur à sa moyenne du quatrième trimestre 2011 ainsi qu'à sa moyenne de long terme. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières dans la zone euro ont diminué de 12,2 % en janvier en rythme mensuel, ce résultat reflétant essentiellement des valeurs extrêmes dans plusieurs pays. En janvier 2012, le niveau des immatriculations était inférieur de 10 % à sa moyenne du quatrième trimestre 2011. Cette évolution représente une détérioration significative par rapport au quatrième trimestre, où les immatriculations avaient progressé de 1,4 % en rythme trimestriel. En outre, l'indicateur de la Commission européenne relatif aux intentions d'achats importants a reculé entre janvier et février 2012, demeurant ainsi à un niveau historiquement bas et dénotant un manque de dynamisme persistant de la consommation de biens durables. En revanche, l'indice de confiance des consommateurs, qui permet de se faire une idée relativement précise des évolutions tendancielles de la consommation, a augmenté en février pour le deuxième mois de suite, après une baisse au second semestre 2011 (cf. graphique 52). Toutefois, l'indice est encore inférieur à sa moyenne de longue période, ce qui est cohérent avec l'atonie persistante des dépenses de consommation. L'encadré 8 examine les évolutions récentes de la confiance des consommateurs dans une perspective à plus long terme.

Graphique 52 Ventes au détail et indicateurs de confiance 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

#### Encadré 8

#### LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET LE LIEN AVEC LA CONSOMMATION PRIVÉE

La confiance des consommateurs dans la zone euro s'est améliorée en février 2012 pour le deuxième mois de suite, après la forte détérioration observée au second semestre 2011. Si la confiance des consommateurs reste très inférieure à son niveau moyen de long terme, elle s'inscrit nettement au-dessus du point bas

enregistré en mars 2009 lors de la dernière récession. Le présent encadré examine les évolutions récentes de la confiance des consommateurs dans la zone euro et dans ses quatre plus grands pays, ainsi que l'utilité de cet indicateur pour l'évaluation des évolutions de la consommation privée.

### Différences entre pays concernant la confiance des consommateurs

L'amélioration récente de la confiance des consommateurs dans l'ensemble de la zone euro masque des évolutions différentes selon les pays (cf. graphique A). L'observation des évolutions postérieures au plus récent point bas atteint par cet indicateur en mars 2009 montre que des améliorations importantes ont été enregistrées en Allemagne et en Espagne. En France, l'amélioration a été limitée, tandis qu'en Italie, après un redressement initial, la confiance des consommateurs s'est détériorée progressivement pour revenir à des niveaux comparables à ceux observés au cours de la récession de 2008-2009.

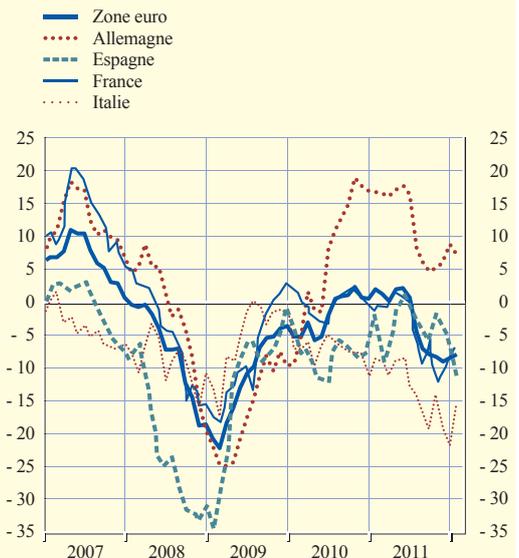
### Facteurs à l'origine de la confiance des consommateurs

Pour analyser plus en détail les facteurs à l'origine des évolutions de la confiance des consommateurs depuis début 2009, il faut examiner les quatre composantes de l'indicateur, qui correspondent aux questions de l'enquête mensuelle de la Commission européenne auprès des consommateurs. Les participants sont notamment interrogés sur leurs anticipations relatives aux évolutions au cours des douze mois à venir s'agissant (a) de la situation économique générale, (b) du chômage, (c) de leur situation financière personnelle, et (d) de leurs intentions en matière d'épargne. L'indicateur de confiance des consommateurs est la moyenne arithmétique des soldes des réponses aux questions de l'enquête<sup>1</sup>, une pondération uniforme étant appliquée à l'ensemble des questions. Le graphique B présente les contributions des quatre composantes à l'indicateur global de la confiance des consommateurs dans la zone euro depuis le point bas enregistré lors de la dernière récession.

<sup>1</sup> Les soldes de l'enquête pour chaque composante sont calculés par la différence entre le pourcentage de réponses correspondant à une amélioration et le pourcentage de réponses correspondant à une détérioration, les réponses « inchangé » et « ne sait pas » n'étant pas prises en compte. Elles sont exprimées sous forme de soldes d'opinions.

**Graphique A Évolutions de la confiance des consommateurs**

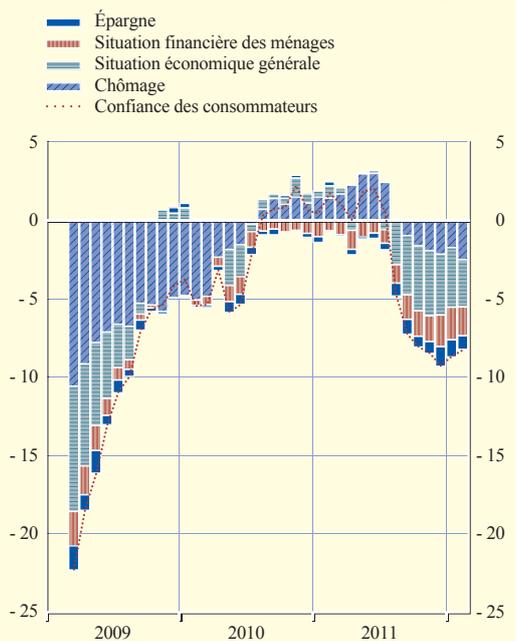
(soldes d'opinions ; écarts par rapport aux moyennes de long terme)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE

**Graphique B Confiance des consommateurs dans la zone euro et contributions de ses composantes**

(soldes d'opinions ; écarts par rapport aux moyennes de long terme)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE

À l'échelle de la zone euro, les variations des anticipations relatives au chômage ont apporté la plus forte contribution à l'amélioration de la confiance des consommateurs entre mars 2009 et juin 2011, suivies par les variations des anticipations relatives à la situation économique générale. Les avis exprimés par les participants à l'enquête sur leurs intentions en matière d'épargne et sur leur situation financière personnelle se sont également améliorés, quoique dans une moindre mesure. En général, les réponses aux questions relatives à l'économie dans son ensemble affichent une variabilité beaucoup plus forte au long du cycle d'activité que les réponses aux questions concernant la situation individuelle des ménages. Compte tenu de ces observations, les contributions des quatre composantes à l'amélioration globale de la confiance des consommateurs depuis début 2009 sont globalement conformes aux profils de long terme. L'ensemble des composantes présentent une forte corrélation et contribuent toutes au redressement de la confiance des consommateurs depuis le dernier point bas, ainsi qu'à sa détérioration au second semestre 2011. Depuis mi-2011, ces quatre composantes sont toutes restées inférieures à leur niveau moyen de long terme, ainsi que le montre le graphique B.

### Le lien avec les évolutions de la consommation privée

L'utilité de l'indicateur de confiance des consommateurs pour l'évaluation des évolutions de la consommation privée dans la zone euro peut être illustrée par les corrélations entre les soldes d'opinions de l'enquête et la croissance de la consommation privée réelle en rythme annuel et trimestriel. Globalement, l'indicateur de confiance des consommateurs affiche une corrélation relativement élevée de 0,72 avec les évolutions annuelles de la consommation privée (cf. graphique C et tableau), tandis que la corrélation avec la croissance trimestrielle de la consommation privée est de 0,49<sup>2</sup>. Si l'on observe des périodes de référence de cinq ans, les corrélations varient fortement au fil du temps (cf. graphique D).

<sup>2</sup> Les questions de l'enquête sont prospectives, ce qui signifie que les résultats devraient être corrélés avec l'évolution future de la consommation. En pratique, toutefois, les corrélations instantanées sont supérieures à celles entre la consommation privée actuelle et la confiance des consommateurs dans le passé.

**Graphique C** Consommation privée et confiance des consommateurs dans la zone euro

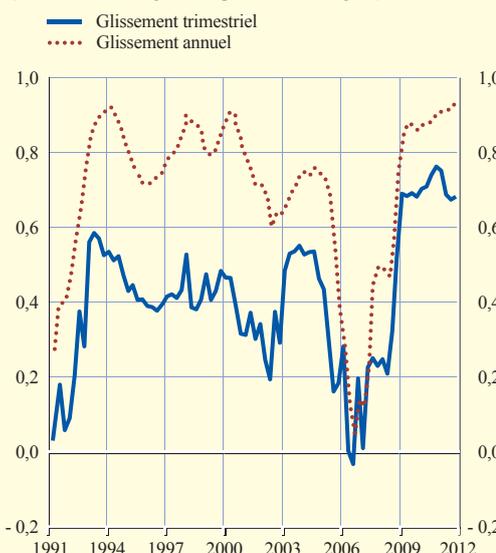
(variations annuelles en pourcentages ; soldes d'opinions normalisés)



Sources : Commission européenne, Eurostat et calculs de la BCE

**Graphique D** Corrélation entre la croissance de la consommation privée et la confiance des consommateurs dans la zone euro

(corrélations sur des périodes glissantes de cinq ans)



Sources : Commission européenne, Eurostat et calculs de la BCE  
Note : La date sur l'axe des abscisses est la fin de la période de cinq ans sur laquelle la corrélation correspondante est calculée.

En particulier, au cours de la période 2001-2007, une dissociation temporaire entre les deux variables s'est produite. Au cours de cette période, des épisodes d'incertitude élevée et de tensions géopolitiques ont affecté la confiance des consommateurs, tandis que la croissance de la consommation privée était plutôt stable. Par la suite, la corrélation entre les deux variables s'est nettement accrue, dépassant sa moyenne de longue période. Cette évolution pourrait refléter des modifications structurelles de la relation entre les deux variables. C'est également ce que laissent penser des tests de robustesse sur les paramètres estimés de régressions simples de la croissance de la consommation privée (en rythme tant annuel que trimestriel) sur la confiance des consommateurs sur plusieurs périodes de référence.

#### Corrélation instantanée entre la confiance des consommateurs et la croissance de la consommation privée réelle

	En glissement annuel	En glissement trimestriel
Allemagne	0,34	0,18
Espagne	0,75	0,70
France	0,63	0,37
Italie	0,60	0,38
Zone euro	0,72	0,49

Sources : Commission européenne, Eurostat et calculs de la BCE.  
Notes : Les données se rapportent à la période allant du premier trimestre 1985 au quatrième trimestre 2011 (pour l'Italie, les données ne sont disponibles que jusqu'au troisième trimestre 2011).

La corrélation entre confiance des consommateurs et croissance de la consommation privée réelle varie fortement d'un pays à l'autre. S'agissant des quatre plus grands pays de la zone euro, la corrélation avec la croissance annuelle de la consommation privée est relativement élevée pour l'Espagne, légèrement moindre pour la France et l'Italie et particulièrement faible pour l'Allemagne (cf. tableau). Pour ces quatre pays, la corrélation affiche des fluctuations dans le temps, la dernière période de cinq ans présentant une plus forte corrélation que la période précédente.

Globalement, l'utilité des évolutions de la confiance des consommateurs pour l'évaluation des évolutions de la consommation privée réelle varie selon les pays et les périodes. La prudence s'impose lorsque l'on tente de tirer des conclusions relatives à la croissance de la consommation sur la base de la confiance des consommateurs en raison de l'instabilité des relations au niveau tant des pays que de la zone euro. Toutefois, ces informations peuvent être utiles en complément d'autres indicateurs de court terme relatifs à la consommation. L'amélioration récente de la confiance des consommateurs dans la zone euro peut ainsi être vue comme un signal positif pour la croissance de la consommation privée réelle dans les mois à venir.

#### INVESTISSEMENT

L'amélioration progressive de la FBCF au cours des deux dernières années s'est interrompue mi-2011. En rythme trimestriel, la croissance de l'investissement a fléchi de 0,7 % au quatrième trimestre, soit le troisième trimestre consécutif de contraction.

La ventilation complète de la FBCF n'est pas encore disponible pour le quatrième trimestre 2011. Les indicateurs conjoncturels laissent penser que l'investissement hors construction, qui représente la moitié de l'investissement total, pourrait avoir été faible. La morosité des évolutions globales de l'économie et des bénéfices, ainsi que des conditions de financement restrictives, ont probablement freiné la croissance de l'investissement hors construction au quatrième trimestre 2011. La baisse de l'utilisation des capacités et le recul de la confiance dans le secteur manufacturier de la zone euro ainsi que les données nationales agrégées confortent cette analyse. L'investissement dans la construction résidentielle et non résidentielle a probablement diminué au quatrième trimestre, comme l'indique la détérioration des indicateurs mensuels relatifs à la production et à la confiance dans le secteur de la construction. Le durcissement global des conditions de financement pourrait également avoir freiné l'investissement dans ce secteur au quatrième trimestre. En outre, l'assainissement budgétaire en cours dans de nombreux pays de la zone euro a continué de peser sur l'investissement public.

Les quelques indicateurs précoces disponibles pour le premier trimestre 2012 font état d'une faiblesse persistante de la FBCF hors construction dans la zone euro. Les nouvelles commandes de biens d'équipement adressées à la zone ont encore baissé en décembre 2011. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est globalement stabilisé à un niveau inférieur à sa moyenne de longue période. La disponibilité du financement est demeurée restreinte, ce qui pèse sur la FBCF. Tandis que les données d'enquête relatives à la confiance dans l'industrie, comme l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et sa composante relative aux nouvelles commandes, font état d'une certaine amélioration en janvier et février 2012, les niveaux enregistrés continuent d'indiquer une contraction dans le secteur. Bien que les perspectives de l'investissement dans la construction soient légèrement plus favorables pour le premier trimestre 2012 qu'au trimestre précédent, l'activité devrait demeurer atone en raison de la normalisation progressive dans les régions où elle s'était accrue de façon spectaculaire avant la crise. Les données d'enquête font également état d'une activité modérée dans le secteur.

L'investissement hors construction devrait se renforcer légèrement au cours de 2012, en phase avec la reprise progressive de l'activité économique générale. On s'attend à une croissance plus limitée de l'investissement dans la construction. Des risques à la baisse pèsent sur ces perspectives et l'incertitude est élevée.

#### CONSOMMATION PUBLIQUE

La croissance de la consommation publique a été récemment modérée, traduisant les efforts d'assainissement budgétaire dans un certain nombre de pays. Après un léger recul en glissement trimestriel au troisième trimestre 2011, la consommation publique réelle a encore fléchi au quatrième trimestre.

S'agissant des sous-composantes, la réduction de la rémunération des fonctionnaires, qui représente près de la moitié de la consommation publique totale, est un important facteur de modération de la consommation nominale. Cette modération résulte d'évolutions salariales modestes et de la diminution de l'emploi dans plusieurs pays. Les dépenses publiques de consommations intermédiaires, qui constituent un peu moins d'un quart du total, ont également diminué en raison de la poursuite des efforts d'assainissement budgétaire déployés par les gouvernements. Les transferts sociaux en nature, qui représentent eux aussi près du quart de la consommation publique, ont augmenté de manière plus conforme aux moyennes historiques. Cela s'explique par le fait que les transferts sociaux en nature comportent des rubriques comme les dépenses de santé, dont la dynamique est relativement autonome.

Au cours des prochains trimestres, le soutien apporté par la consommation publique à la demande intérieure devrait rester limité en raison des nouveaux efforts d'assainissement budgétaire attendus dans un certain nombre de pays de la zone euro.

#### STOCKS

La forte réduction des stocks qui a accompagné la profonde récession de 2008 et 2009 et leur reconstitution partielle durant la reprise qui a suivi ont laissé les producteurs face à des stocks assez faibles. Néanmoins, le ralentissement de l'activité avait encore nécessité une certaine réduction du rythme de reconstitution nette des stocks observé début 2011, de fortes contributions négatives des stocks à la croissance ayant été observées au second semestre 2011.

La reconstitution des stocks enregistrée dans les comptes nationaux depuis le troisième trimestre 2010 reflète probablement la reprise alors plus forte que prévu de l'activité plutôt qu'une tentative délibérée des entreprises d'assouplir la gestion restrictive des stocks qui avait été progressivement mise en place, notamment après la faillite de Lehman Brothers. En effet, les enquêtes ainsi que d'autres informations ponctuelles tendent à indiquer un contrôle rigoureux des stocks tout au long de la chaîne d'approvisionnement de 2010 à mi-2011. Néanmoins, l'effet conjoint des constitutions nettes substantielles

de stocks observées mi-2011 (0,7% du PIB en valeur au deuxième trimestre 2011) et d'une détérioration prononcée des perspectives d'activité à l'été 2011 a conduit les entreprises à modifier rapidement, en l'espace de quelques mois, leurs évaluations des niveaux de stocks. D'après les enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, ces niveaux sont à présent considérés comme proches de la normale. En effet, le solde des estimations (relatives à un niveau de stocks supérieur, inférieur ou proche de la normale) est revenu à sa moyenne de longue période. Récemment encore, les enquêtes auprès des directeurs d'achat rendaient également compte d'une réduction accélérée des stocks de consommations intermédiaires et de produits de détail au quatrième trimestre 2011 et, dans une moindre mesure, des stocks de produits finis par les fabricants (reflétant une certaine accumulation involontaire de ces stocks ou des baisses plus faibles qu'attendu).

Cette nouvelle configuration explique les contributions négatives des stocks à la croissance, de -0,2 point de pourcentage, aux troisième et quatrième trimestres 2011, interrompant la série de contributions essentiellement positives observées au cours des huit trimestres précédents. Compte tenu du ralentissement de l'activité et du rythme de reconstitution des stocks dans les comptes nationaux, il existe des possibilités de nouvelles contributions négatives au cours des prochains trimestres. Toutefois, vu le niveau de stocks relativement bas au départ, les perspectives d'un déstockage prononcé comparable à celui observé après la faillite de Lehman Brothers sont très limitées à ce stade. Des données plus récentes (tirées d'enquêtes de la Commission européenne et auprès des directeurs d'achat) de février 2012, qui font état d'un ralentissement assez brusque du rythme de déstockage, pourraient annoncer une inversion plus rapide que prévu.

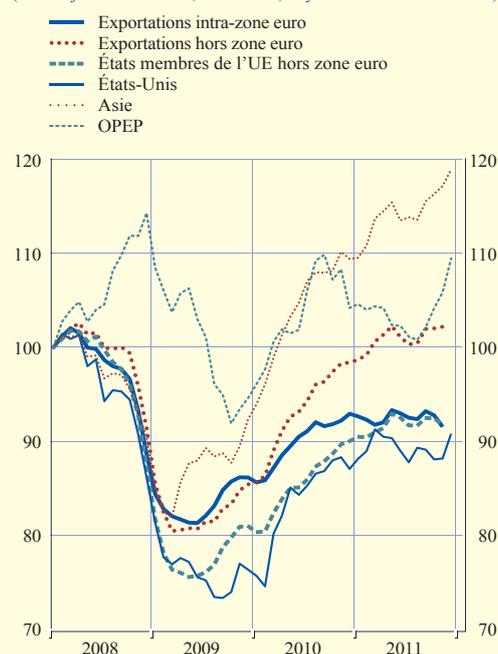
## COMMERCE EXTÉRIEUR

Les importations de la zone euro ont continué d'accuser un retard par rapport aux exportations au quatrième trimestre 2011, conformément à la tendance observée tout au long de l'année. En effet, les importations et les exportations de biens et services ont diminué en rythme trimestriel de 1,2 % et 0,4 %, respectivement. Ces évolutions ont entraîné une contribution positive de 0,3 point de pourcentage des exportations nettes à la croissance du PIB de la zone euro au quatrième trimestre 2011. Il convient de noter que les exportations nettes ont soutenu la croissance du PIB depuis que l'activité a commencé à se redresser dans la zone euro après la crise financière mondiale, mi-2009, hormis une contribution légèrement négative au premier trimestre 2010.

La contraction des importations de la zone euro au dernier trimestre 2011 résulte principalement du fléchissement de la demande intérieure, bien que la dépréciation de l'euro en termes effectifs nominaux durant le second semestre 2011 ait aussi joué un rôle. La faiblesse des exportations a largement reflété une contraction des échanges commerciaux intra-zone euro et des exportations vers les États membres de l'UE hors zone euro, au moins pour ce qui concerne les échanges de biens (cf. graphique 53). Traditionnellement, ces marchés constituent la destination des deux tiers des exportations de biens totales de la zone euro. Dans le même temps, les exportations de biens vers l'Asie,

**Graphique 53 Exportations en volume de la zone euro pour une sélection de partenaires commerciaux**

(indices : janvier 2008 = 100 ; données cvs ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

les pays de l'OPEP et, dans une moindre mesure, les États-Unis ont progressé à un rythme soutenu. Dans ce contexte, l'encadré 9 analyse les évolutions à long terme des échanges commerciaux extra-zone euro et intra-zone euro.

Malgré la faible dynamique des échanges vers fin 2011, les indicateurs conjoncturels laissent présager à court terme une accélération des exportations de la zone euro dans un contexte de stabilisation de la demande extérieure. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation adressées au secteur manufacturier de la zone euro s'est encore renforcé en février 2012 et s'inscrit à présent à 48,5, soit cinq points au-dessus du point bas enregistré en novembre 2011. Du côté des importations, les premiers signes d'une stabilisation sont également apparus récemment. Toutefois, les anticipations à court terme relatives aux importations de la zone euro demeurent assez modérées, corroborant des perspectives de reprise progressive de l'activité économique dans la zone.

#### Encadré 9

### ÉVOLUTIONS À LONG TERME DES ÉCHANGES COMMERCIAUX EXTRA-ZONE EURO ET INTRA-ZONE EURO

Les échanges commerciaux contribuent fortement au développement économique et à la croissance d'un pays. Lorsque l'on mesure le PIB en volume de la zone euro, seuls les échanges extra-zone contribuent à sa croissance, dans la mesure où les exportations intra-zone sont, par définition, égales aux importations intra-zone. Au niveau des différents pays, par contre, les échanges intra-zone euro contribuent eux aussi fortement à la croissance. Cet encadré présente une vue d'ensemble des évolutions du total des échanges de biens des pays de la zone euro, ainsi que les échanges de biens extra-zone et intra-zone et la contribution nette qu'ils apportent à la croissance du PIB en volume depuis l'introduction de l'euro en 1999<sup>1</sup>.

Pour évaluer les contributions à la croissance des échanges intra-zone euro et extra-zone, il est nécessaire de combiner plusieurs sources statistiques. Les données des comptes nationaux trimestriels pour les pays de la zone euro ne fournissent pas de ventilation des échanges entre pays intra-zone euro et extra-zone euro. Une ventilation, en termes nominaux, est disponible dans les statistiques mensuelles d'Eurostat relatives aux échanges commerciaux, qui fournissent une couverture homogène des échanges de biens entre les pays. Les parts respectives des échanges intra-zone euro et extra-zone euro obtenues à partir des statistiques mensuelles sur les échanges commerciaux peuvent alors être appliquées aux données des comptes nationaux pour le total des échanges de biens, afin de fournir des estimations de la contribution des échanges commerciaux à la croissance du PIB<sup>2</sup>.

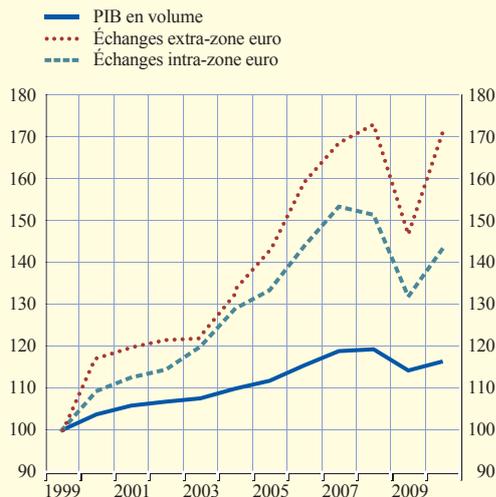
Les échanges de biens de la zone euro ont fortement augmenté au cours des dix dernières années, le niveau des importations et des exportations en volume en 2010 étant supérieur de plus de 50 % à celui observé en 1999. La croissance des échanges a été plus rapide que celle du PIB en volume, entraînant une ouverture accrue de l'économie de la zone euro qui, mesurée par la part de la somme

1 Les pays qui ont rejoint la zone euro après 2006, à savoir l'Estonie, Chypre, Malte, la Slovaquie et la Slovaquie, ne sont pas couverts par cette analyse. La distinction entre intra-zone euro et extra-zone euro est réalisée uniquement pour les échanges de biens en raison d'un manque d'informations permettant d'effectuer cette ventilation pour les échanges de services.

2 La méthodologie appliquée aux statistiques mensuelles sur les échanges commerciaux est différente de celle des comptes nationaux. Dans les statistiques mensuelles, les arrivées (expéditions) intra-zone euro sont imputées au pays par lequel elles transitent plutôt qu'au pays de départ (de destination finale). Le fait que les échanges commerciaux soient gonflés par les flux des marchandises en transit est communément appelé l'« effet Rotterdam ». Dans les comptes nationaux, en revanche, les arrivées et les expéditions intra-zone euro sont imputées en fonction du pays d'origine et de la destination finale. La valorisation des biens constitue également une différence importante : dans les comptes nationaux, les biens sont enregistrés hors coûts de transport et d'assurance, tandis que ces coûts sont inclus dans les statistiques mensuelles sur les échanges commerciaux.

**Graphique A PIB en volume de la zone euro et volumes des échanges de biens intra-zone euro et extra-zone euro**

(indice : 1999 = 100 ; données annuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

intra-zone. Les échanges de biens extra-zone euro et intra-zone ont augmenté au total de 71 % et 43 % en volume, respectivement (cf. graphique A). Cette évolution a principalement résulté d'une progression plus rapide de la demande dans le reste du monde que dans la zone euro. En particulier, sur la période qui a suivi l'effondrement exceptionnel du commerce international au cours du ralentissement économique mondial de 2008-2009<sup>5</sup>, les échanges extra-zone euro se sont également redressés plus tôt que les échanges intra-zone.

On considère généralement la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume comme une mesure représentant l'incidence des échanges commerciaux sur la croissance économique. Il convient de noter, toutefois, que cette comptabilité de la croissance ne tient pas compte des effets importants exercés par les échanges commerciaux sur la croissance et le bien-être, comme par exemple, la diffusion des technologies et une plus grande variété des produits<sup>6</sup>. La contribution des exportations nettes constitue néanmoins un indicateur des évolutions de la balance commerciale. Une contribution positive (négative) des exportations nettes dans un pays indique une amélioration (détérioration) de son solde commercial. Sur une période plus longue, une contribution moyenne positive des exportations nettes de biens traduit une amélioration du solde des échanges de biens et des gains de compétitivité à l'exportation, tandis qu'une contribution moyenne négative reflète une détérioration systématique de ce solde dans un pays donné, indiquant une perte de compétitivité à l'exportation.

S'agissant de la zone euro dans son ensemble, les exportations nettes de biens ont contribué pour 0,1 point de pourcentage en moyenne à la croissance du PIB en volume de la zone euro entre 2000 et 2010, reflétant un excédent globalement stable en pourcentage du PIB des échanges de biens extra-zone (0,6 % en moyenne) au cours de cette période. D'un pays à l'autre, les résultats sont hétérogènes compte tenu des dynamiques différentes de leur solde commercial. Le total des exportations nettes de biens a apporté

des importations et des exportations de biens dans le PIB en termes réels, a atteint 64 % en 2010, contre 47 % en 1999.

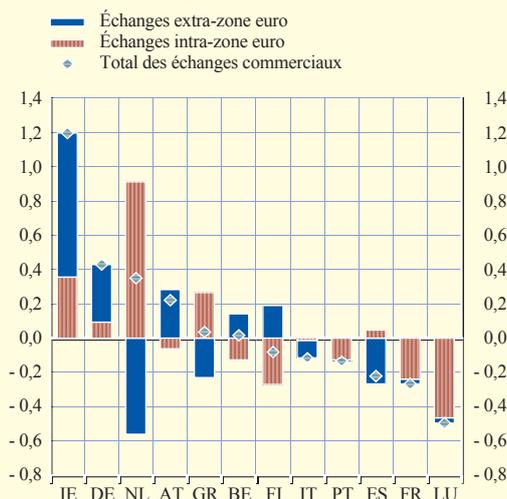
Les échanges de biens entre pays de la zone euro représentent près de la moitié du total des échanges de biens de la zone (49 % en 2010 contre 53 % en 1999) et équivalaient à quelque 30 % du PIB de la zone en 2010<sup>3</sup>. Les études empiriques montrent que les échanges bilatéraux entre pays de la zone euro ont tendance à être nettement plus importants que ce que l'on pourrait supposer en se fondant sur les déterminants conventionnels, notamment la proximité et la taille. Ces liens commerciaux étroits peuvent s'expliquer en partie par l'existence du marché unique et de la monnaie unique (« l'effet euro »)<sup>4</sup>.

Sur la période 2000-2010, les échanges hors zone euro ont progressé plus vite que les échanges

3 L'importance des échanges commerciaux intra-zone euro est surestimée, dans la mesure où les exportations d'un pays constituent les importations d'un autre pays. Sans cette double comptabilisation, les échanges commerciaux intra-zone euro représentaient environ 15 % du PIB en 2010.  
4 Pour une vue d'ensemble de la littérature relative à l'« effet euro », cf., par exemple, R. Baldwin et al., *Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment*, European Economy Economic Papers, n° 321, mai 2008  
5 Cf. l'article intitulé *Évolutions récentes du commerce mondial et des échanges de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2010  
6 Pour une vue d'ensemble de la littérature s'y rapportant, cf., par exemple, D.A. Irwin, *The Case for Free Trade: Theories, New Evidence*, Chapitre 2, Princeton University Press, 2009

**Graphique B Contribution moyenne à la croissance du PIB en volume des exportations nettes de biens d'une sélection de pays de la zone euro de 2000 à 2010**

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les pays sont classés en fonction de la contribution nette du total des échanges de biens à la croissance du PIB en volume. Les données pour la Grèce débutent en 2001.

une moindre mesure, en Belgique et en Finlande, la contribution négative des échanges intra-zone a été compensée par une contribution plus positive des échanges extra-zone. Dans certains pays, la contribution négative moyenne des exportations nettes de biens au cours de la période comprise entre 2000 et 2010 et la détérioration globale du solde des échanges de biens ont reflété essentiellement l'évolution des échanges extra-zone (Italie et Espagne), alors que pour d'autres, elles ont résulté de l'évolution des échanges intra-zone (France, Portugal et Luxembourg).

Pour la plupart des pays de la zone euro, le fait d'inclure ou d'exclure la période postérieure à 2008 ne modifie pas de manière significative la contribution moyenne des exportations nettes au cours de la période comprise entre 2000 et 2010. Les principales exceptions sont l'Espagne, la Grèce et la Finlande. Durant la période qui a précédé la crise économique et financière, l'Espagne et la Grèce ont connu une croissance excessive de la demande intérieure, ce qui s'est traduit par des contributions nettes très négatives, en moyenne, des échanges commerciaux à la croissance du PIB en volume entre 2000 et 2008. Depuis 2008, cependant, dans un contexte d'atonie de la demande intérieure, les exportations nettes ont apporté une contribution majeure à la croissance du PIB en volume dans ces pays. En Finlande, la contribution moyenne des exportations nettes de biens à la croissance du PIB en volume a été positive entre 2000 et 2008. En 2009, ce pays a enregistré le recul le plus important de ses exportations et la contribution négative la plus élevée de ces dernières à la progression du PIB en volume, par rapport à d'autres pays de la zone.

L'interprétation des résultats cités jusqu'à présent appelle une réserve importante, à savoir que l'analyse ne tient pas compte des échanges de services, qui représentent environ 20 % du total des échanges commerciaux de la zone euro<sup>8</sup>. Pour certains pays, les exportations nettes de services ont contribué de manière significative à la croissance du PIB en volume au fil du temps. C'est le cas, en particulier, des pays

une contribution positive à la croissance du PIB dans plusieurs pays au cours de la période comprise entre 2000 et 2010 (cf. graphique B). C'est le cas en particulier de l'Irlande, qui a servi de plateforme d'exportations pour un certain nombre de grandes entreprises multinationales, suivie de l'Allemagne, des Pays-Bas et de l'Autriche. Pour les autres pays, les exportations nettes ont été globalement neutres ou soustraites, en moyenne, de la croissance du PIB en volume sur cette période. En particulier, les exportations nettes de biens ont contribué négativement à la croissance du PIB en volume au Luxembourg (le centre d'échanges de services financiers) ainsi que dans certaines des économies moins ouvertes de la zone (Italie, Espagne, France et Portugal).

En termes de ventilation, les exportations nettes de biens intra-zone euro ont contribué de manière positive à la croissance aux Pays-Bas<sup>7</sup>, en Irlande et en Grèce et, dans une moindre mesure, en Allemagne et en Espagne (cf. graphique B). En Autriche et, dans

<sup>7</sup> Toutefois, la contribution nette positive des échanges intra-zone à la croissance du PIB en volume est surestimée dans le cas des Pays-Bas en raison de l'« effet Rotterdam » (cf. note de bas de page n° 2).

<sup>8</sup> Cf. l'encadré intitulé *Les échanges transfrontières de services de la zone euro : profils de spécialisation et évolutions récentes* du Bulletin mensuel de mai 2011

dans lesquels le secteur de la finance et des services aux entreprises occupe une place importante, comme le Luxembourg et l'Irlande, ainsi que l'Autriche, le Portugal et l'Allemagne. S'agissant de l'Autriche et du Portugal, les échanges de services de voyage ont été particulièrement importants, tandis qu'en Allemagne, la contribution positive des échanges de services a été le fait de plusieurs secteurs.

S'agissant des évolutions les plus récentes, les données disponibles pour 2011 indiquent que, dans la plupart des pays de la zone euro ainsi que dans l'ensemble de la zone, le total des exportations nettes de biens et de services a contribué de manière significative à la croissance du PIB en volume. L'importante contribution positive des exportations nettes a reflété une progression plus rapide de la demande extérieure adressée à la zone que de la demande intérieure.

Pour conclure, les échanges commerciaux de la zone euro (aussi bien intra-zone qu'extra-zone) ont progressé de manière significative au cours des dix dernières années. Si la contribution nette moyenne à la progression du PIB a été légèrement positive pour l'ensemble de la zone, les contributions nettes individuelles à la croissance du PIB en volume varient d'un pays à l'autre, reflétant l'évolution de la dynamique des échanges de biens. Les exportations nettes devraient continuer de soutenir la croissance du PIB en volume de la zone euro à court terme.

#### 4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

S'agissant du volet production des comptes nationaux, la valeur ajoutée totale a reculé de 0,2 % au quatrième trimestre de l'an dernier, inversant la tendance haussière observée depuis la fin de la récession au deuxième trimestre 2009. Les indicateurs à court terme font état d'une stabilisation début 2012. Des différences marquées existent toutefois entre les secteurs depuis la fin de la récession. L'expansion la plus importante a été enregistrée dans le secteur de l'industrie hors construction, même si, au dernier trimestre 2011, la valeur ajoutée dans l'industrie est demeurée inférieure de près de 10 % à son point haut d'avant la crise.

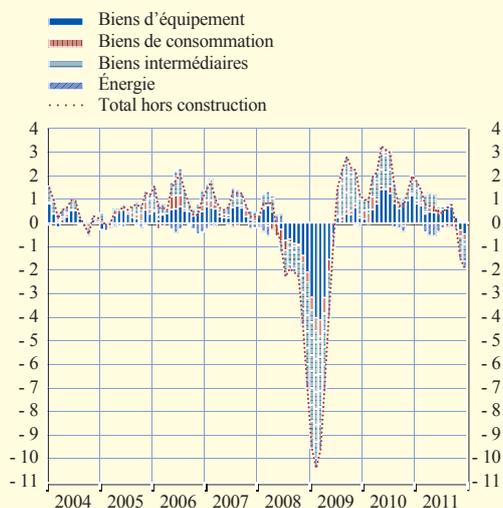
En revanche, la valeur ajoutée dans les services dépassait de près de 1 % son pic d'avant la récession, bien que son profil de reprise ait été plus modeste que celui du secteur manufacturier. Cette évolution s'explique par une contraction moins importante dans le secteur des services que dans le secteur industriel pendant la période de ralentissement. Au quatrième trimestre 2011, la valeur ajoutée dans le secteur de la construction, qui a poursuivi son repli après la fin de la récession, est restée inférieure de 14 % à ses niveaux antérieurs à cet épisode.

#### INDUSTRIE (HORS CONSTRUCTION)

La tendance haussière de la valeur ajoutée dans le secteur industriel (hors construction) s'est interrompue au quatrième trimestre 2011. La croissance de la valeur ajoutée de ce secteur a fléchi, passant d'un taux trimestriel positif de 0,3 % au troisième trimestre à un taux négatif de -2,0 % au quatrième trimestre. La production s'est contractée au quatrième trimestre pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2009 (cf. graphique 54). Après une progression

**Graphique 54 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution**

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

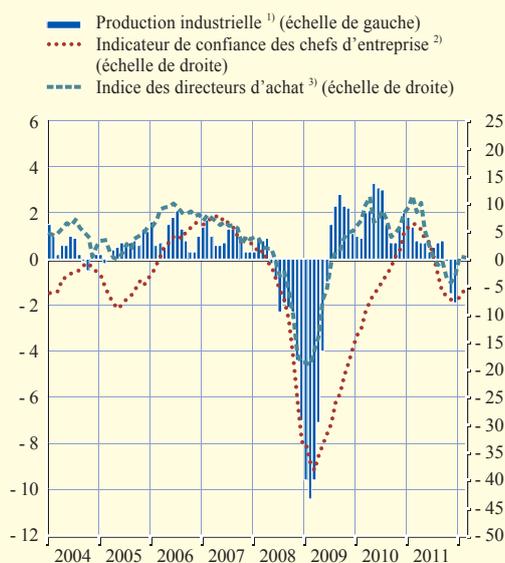


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

**Graphique 55 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  
Note : Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.

1) Variations en pourcentage des glissements sur 3 mois

2) Soldes d'opinion

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

trimestrielle de 0,8 % au troisième trimestre, la production industrielle (hors construction) a baissé de 1,9 % au quatrième trimestre. Cette contraction a concerné l'ensemble des principaux secteurs industriels, la plus forte baisse ayant été observée pour l'énergie (- 2,5 %). Les données d'enquête de la Commission européenne indiquent que les contraintes pesant sur la production se sont quelque peu atténuées au cours des trois mois s'achevant en janvier 2012. Cette évolution est due à une réduction des contraintes d'offre, c'est-à-dire un manque d'équipement et une pénurie de main-d'œuvre moins prononcés.

Pour les prochains mois, les indicateurs à court terme montrent que la contraction dans le secteur industriel enregistrée fin 2011 a été très probablement de nature temporaire. L'indicateur relatif à la confiance dans l'industrie établi par la Commission européenne s'est légèrement amélioré en janvier et février 2012 (cf. graphique 55). Cette amélioration a résulté d'anticipations plus positives relatives à la production, et d'une évaluation plus fiable des carnets de commande et des stocks de produits finis. En revanche, l'appréciation de la

production réalisée antérieurement a été plus négative. Au cours des deux premiers mois de 2012, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier est repassé à un niveau légèrement supérieur au seuil théorique de 50 correspondant à une croissance nulle, indiquant la fin de la contraction de la production industrielle observée fin 2011. Les nouvelles commandes à l'industrie, qui devraient pour la plupart apparaître ensuite dans la production, ont augmenté en rythme mensuel fin 2011, mettant fin aux précédentes baisses. Cette augmentation a concerné l'ensemble des secteurs industriels et a résulté de la progression des nouvelles commandes en provenance de l'extérieur de la zone euro. La Commission européenne et Markit ont fait état d'une amélioration de l'évaluation par les entreprises de leurs carnets de commande globaux et de leurs nouvelles commandes au cours des deux premiers mois de 2012. Les carnets de commande ont dépassé leur point bas vers la fin de l'année et ont légèrement dépassé leur moyenne à long terme en février. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes dans l'industrie s'est également nettement amélioré au cours des deux premiers mois de 2012, faisant toutefois apparaître de nouvelles baisses en rythme mensuel.

## CONSTRUCTION

La valeur ajoutée dans la construction a diminué pour le troisième trimestre de suite au quatrième trimestre 2011, de 0,2 % en glissement trimestriel. Les évolutions observées en 2011 soulignent la fragilité de la reprise dans ce secteur, après le ralentissement prolongé enregistré en 2008 et en 2009.

Les indicateurs à court terme font état d'une amélioration de la croissance de la valeur ajoutée dans la construction au premier trimestre 2012. En janvier 2012, l'indice des directeurs d'achat pour la construction et l'indice relatif aux nouvelles commandes sont ressortis en hausse par rapport au quatrième trimestre 2011, mais évoluaient toujours en territoire négatif. L'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction a progressé, au cours des deux premiers mois de 2012 par rapport

aux niveaux faibles enregistrés précédemment, pour atteindre son niveau le plus élevé depuis 2008. Malgré cette amélioration, il est resté en deçà de sa moyenne de long terme.

## SERVICES

Le secteur des services a enregistré une augmentation modérée de la valeur ajoutée, de 0,2 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2011, après une hausse comparable le trimestre précédent. Entre le troisième trimestre 2009 et le quatrième trimestre 2011, c'est-à-dire après le début de la reprise, le secteur des services a affiché une croissance trimestrielle moyenne de 0,3 %, tandis que la progression moyenne du PIB en volume a été légèrement supérieure, ressortant à 0,4 %.

Pour la suite, les données d'enquête font état d'une atonie du secteur des services au premier trimestre 2012. Selon l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur des services, l'activité s'est améliorée au cours des deux premiers mois du premier trimestre 2012 par rapport au quatrième trimestre 2011. L'indice est néanmoins resté légèrement inférieur au seuil théorique de 50 qui marque la frontière entre expansion et contraction. L'enquête de confiance de la Commission européenne dans le secteur des services a présenté des évolutions globalement similaires.

## 4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

La situation s'est détériorée sur le marché du travail de la zone euro, dans un contexte de baisse de la croissance. L'emploi a commencé à reculer et le taux de chômage s'inscrit en hausse à partir de niveaux déjà élevés. Les enquêtes ne font état d'aucune amélioration prochaine de la situation du marché du travail, les indicateurs prospectifs s'étant détériorés au cours des derniers mois.

Au début de la récession mondiale, en 2008, les ajustements de l'emploi ont été relativement modérés, notamment en raison de la forte réduction du nombre d'heures travaillées et du maintien de sureffectifs qu'elle a permis. À cet égard, le nombre total d'heures travaillées a diminué de 4,5 % entre le deuxième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009. Par la suite, la situation sur le marché du travail dans la zone euro s'est améliorée jusqu'à mi-2011. Toutefois, le maintien de sureffectifs pendant la crise a conduit à une croissance modérée de l'emploi, et le chômage est demeuré élevé (cf. l'encadré 7 de la section 3 pour une analyse globale de l'ajustement du marché du travail dans la zone euro).

**Tableau 9 Croissance de l'emploi**

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

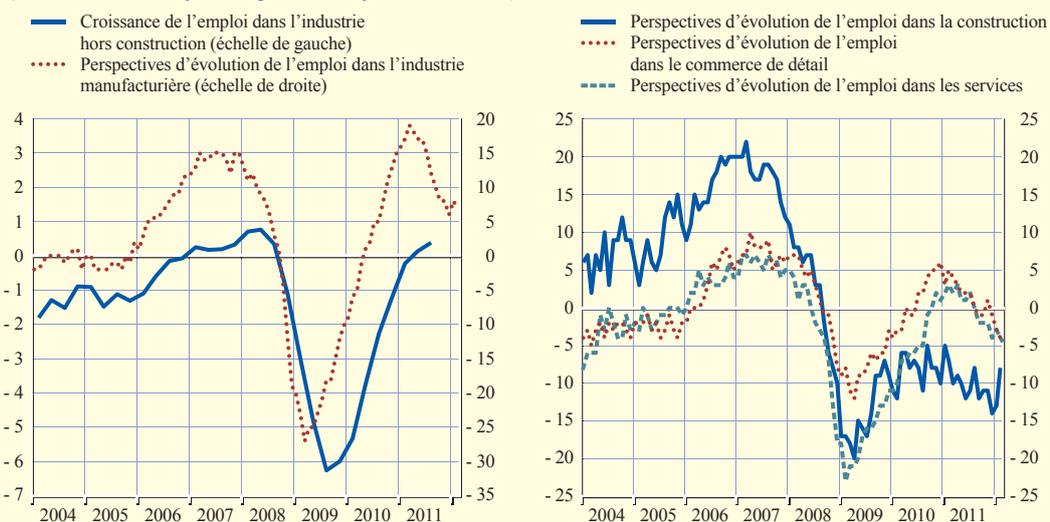
	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2009	2010	2011	2011	2011	2009	2010	2011	2011	2011
			T1	T2	T3			T1	T2	T3
Ensemble de l'économie	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

Graphique 56 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.

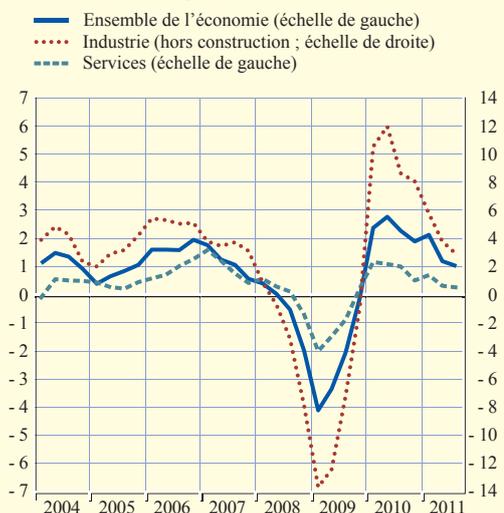
Les données trimestrielles les plus récentes montrent que l'amélioration du nombre d'heures travaillées marque le pas. Au troisième trimestre 2011, le nombre total d'heures travaillées a légèrement augmenté, de 0,1 % en rythme trimestriel, après avoir diminué de 0,1 % au trimestre précédent. Au niveau sectoriel, les heures travaillées ont progressé dans le secteur des services et, dans une moindre mesure, dans l'industrie (hors construction). En revanche, elles se sont inscrites en baisse dans la construction, ce qui confirme la faiblesse persistante de ce secteur. Au troisième trimestre 2011, le nombre total d'heures travaillées était inférieur de 3,4 % à son point haut du printemps 2008.

Le taux de variation des effectifs employés est devenu négatif au troisième trimestre 2011 pour la première fois depuis début 2010. L'emploi s'est fortement contracté dans les secteurs de la construction et de l'immobilier, qui ont enregistré des baisses en rythme trimestriel, de 1,6 % et 1,0 %, respectivement. L'emploi dans l'ensemble du secteur des services est demeuré stable par rapport au deuxième trimestre 2011, après s'être inscrit en hausse depuis début 2010 (cf. tableau 9).

Si l'on considère les données ressortant d'estimations, les enquêtes relatives aux anticipations en matière d'emploi indiquent, conformément à l'affaiblissement de l'activité, que l'emploi devrait continuer de se contracter au cours des prochains trimestres. En particulier, les indices des directeurs d'achat de la zone euro relatifs aux anticipations correspondantes dans l'industrie manufacturière et les services ont

Graphique 57 Productivité du travail par personne employée

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

commencé à fléchir mi-2011 et se situaient à un niveau légèrement inférieur à 50 en février 2012, dénotant une nouvelle baisse de l'emploi. Les enquêtes de la Commission européenne confirment globalement ce diagnostic (cf. graphique 56).

Au cours de la reprise observée depuis 2010, le redressement modeste de l'emploi, conjugué à un renforcement de la croissance de la production, a entraîné un rebond considérable de la productivité du travail, qui a renoué avec ses niveaux d'avant la crise. Plus récemment toutefois, le ralentissement de la croissance de la production a conduit à des évolutions moins favorables de la productivité du travail. Les dernières données disponibles mettent en évidence une baisse de la croissance de la productivité en termes annuels au troisième trimestre 2011 (cf. graphique 57). Au cours des mois à venir, la croissance de la productivité devrait rester modeste, en phase avec l'atonie de l'activité économique et de la croissance de l'emploi.

Le taux de chômage reste durablement élevé. Il est passé de 10,6 % en décembre 2011 à 10,7 % en janvier 2012, dépassant son point haut le plus récent du deuxième trimestre 2010 (cf. graphique 58). De fait, le niveau atteint actuellement par le taux de chômage a été enregistré pour la dernière fois mi-1997. Compte tenu de la croissance faible de l'emploi, le taux de chômage devrait rester élevé et même continuer à augmenter à court terme.

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

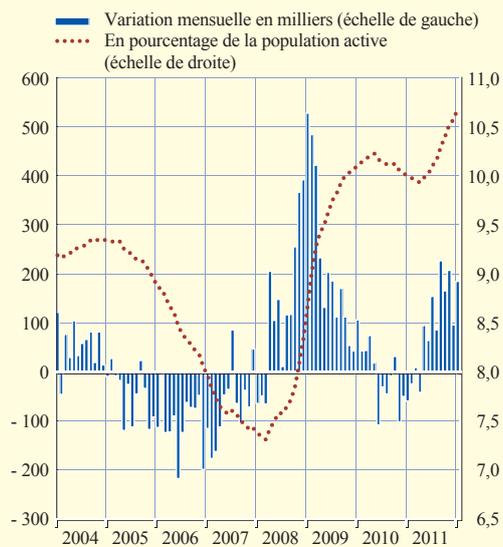
Les données d'enquête récentes révèlent des signes de stabilisation de l'activité économique, mais toujours à un faible niveau. L'économie de la zone euro devrait se redresser progressivement dans le courant de l'année. Les perspectives d'activité économique devraient être soutenues par la demande étrangère, 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 du secteur financier de la zone. Toutefois, les tensions persistantes sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier, devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,2 % en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes ont été revues légèrement à la baisse.

Des risques à la baisse pèsent sur ces perspectives. Ils sont liés, notamment, à une nouvelle 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. Ils ont également trait à un nouveau renchérissement des matières premières.

Graphique 58 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

## Encadré 10

**PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE**

Sur la base des informations disponibles au 23 février 2012, les services de la BCE ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro<sup>1</sup>. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,2 % en 2013. L'inflation se situerait entre 2,1 % et 2,7 % en 2012 et entre 0,9 % et 2,3 % en 2013.

**Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les cours des matières premières et les politiques budgétaires**

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix de l'énergie et des matières premières hors énergie sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 16 février 2012.

L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Ces taux d'intérêt sont mesurés par le taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant établies sur la base des taux à terme. Selon cette méthodologie, les taux d'intérêt à court terme devraient s'élever, en moyenne, à 0,9 % en 2012 et 2013. Les anticipations de marché relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 4,6 % en 2012 et 5,0 % en 2013. Réflétant l'évolution des taux anticipés du marché et les répercussions progressives des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux des prêts bancaires à court et à long terme octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient se détendre au cours des prochains trimestres, les taux des prêts à long terme se situant à un point bas à la mi-2012 et ceux des prêts à court terme atteignant un creux fin 2012. Les conditions de l'offre de crédit pour l'ensemble de la zone euro devraient être soutenues par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, tout en demeurant, d'une manière générale, relativement restrictives.

S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêt, le cours du baril de pétrole brut Brent devrait s'établir, en moyenne annuelle, à 115,1 dollars en 2012 et 110,2 dollars en 2013. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie<sup>2</sup> devraient baisser de 3,1 % en 2012 et progresser de 3,8 % en 2013. Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 16 février 2012. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,31 en 2012 et de 1,32 en 2013. Le taux de change effectif moyen de l'euro devrait se déprécier de 4,0 % en 2012 et demeurer inchangé en 2013. Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 22 février 2012. Ceux-ci englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

1 Les projections macroéconomiques des services de la BCE complètent celles de l'Eurosystème, qui sont élaborées, deux fois par an, conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro. Les techniques utilisées sont conformes à celles servant à l'établissement des projections de l'Eurosystème, qui sont décrites dans le document intitulé *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et qui peut être consulté sur le site Internet de la BCE. Pour refléter l'incertitude entourant les projections, les résultats sont présentés pour chaque variable sous la forme d'intervalles. Ces derniers sont calculés à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication en ligne de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, décembre 2009.

2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des produits alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières, on suppose que les prix correspondent aux cours des contrats à terme jusqu'au premier trimestre 2013 et évoluent par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

## Hypothèses relatives à l'environnement international

La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro), estimée à 4,1 % en 2011, devrait se ralentir, à 3,8 %, en 2012 et repartir en hausse, à 4,3 %, en 2013. Au second semestre 2011, le ralentissement économique mondial a été lié principalement à la contraction des revenus réels, attribuable à la hausse des cours des matières premières ainsi qu'à une incertitude élevée et à un renforcement de l'aversion au risque, qui ont engendré des tensions sur les marchés financiers mondiaux. Toutefois, les dernières données – en particulier celles concernant les États-Unis – semblent indiquer une certaine stabilisation conjoncturelle au tournant de l'année. En particulier, les premiers signes d'une stabilisation des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs ainsi qu'une légère détente de la situation sur les marchés financiers mondiaux confortent cette analyse. Les perspectives de croissance à moyen terme restent cependant moroses, en particulier dans les économies avancées, en raison principalement de la nécessité de poursuivre le redressement des bilans, ce qui représente un obstacle à la croissance. À cet égard, bien que le rééquilibrage de l'endettement du secteur privé soit en bonne voie, les niveaux d'endettement des ménages demeurent élevés dans plusieurs économies avancées. En outre, la réduction des dépenses publiques, visant à rétablir des soldes budgétaires soutenables, pèse également sur la demande intérieure dans un certain nombre d'économies avancées. En revanche, sur l'horizon de projection, le rythme de la croissance dans les économies émergentes demeurerait beaucoup plus soutenu que dans les économies avancées. Néanmoins, un ralentissement modeste, constaté dans les économies émergentes, devrait atténuer les risques de surchauffe observés précédemment dans plusieurs économies importantes de ce groupe de pays (par exemple en Chine). Dans l'ensemble, les pays émergents d'Asie devraient rester sur la voie d'un atterrissage en douceur, tandis que la croissance dans les pays d'Europe centrale et orientale se ralentirait. Sous l'effet de la reprise de l'activité mondiale, l'expansion de la demande extérieure de la zone euro atteindrait 4,3 % en 2012 et 6,5 % en 2013.

## Projections de croissance du PIB en volume

La dynamique de la croissance du PIB en volume dans la zone euro s'est affaiblie courant 2011, le quatrième trimestre ayant été marqué par une chute de l'activité. Le ralentissement de la conjoncture économique au cours de l'année 2011 s'explique notamment par le fléchissement de l'activité mondiale, le niveau élevé des cours des matières premières et l'incidence défavorable de la crise de la dette souveraine dans la zone euro sur la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise ainsi que par la détérioration des conditions d'octroi du crédit et un nouveau resserrement de la politique budgétaire dans certains pays de la zone euro. Ces facteurs défavorables devraient continuer à peser sur l'activité au premier semestre 2012, mais leurs effets seront de plus en plus atténués par l'incidence favorable du renforcement de la demande étrangère, la dépréciation du taux de change effectif de l'euro et le soutien des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire. À plus long terme, en supposant que la crise financière ne s'intensifie pas de nouveau, la croissance du PIB en volume devrait se raffermir modérément au second semestre 2012 et continuer de s'améliorer légèrement en 2013, traduisant un renforcement progressif de la demande intérieure et l'incidence favorable du commerce extérieur en raison de la progression de la demande étrangère et de l'affaiblissement du taux de change. Le redressement de la demande intérieure devrait être conforté par le fléchissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, soutenant les revenus réels disponibles, et par les effets positifs du niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et des mesures mises en œuvre pour conforter le bon fonctionnement du système financier. Toutefois, la reprise devrait être freinée par plusieurs facteurs, à savoir la poursuite de l'assainissement budgétaire, les conditions défavorables de l'offre de crédit, qui ne se détendraient que progressivement, et la restructuration des bilans, qui n'est pas encore achevée dans de nombreux secteurs. La croissance du PIB en volume devrait dépasser son niveau potentiel à la fin de l'horizon de projection, entraînant un resserrement de l'écart de production négatif.

Tableau A Projections macroéconomiques pour la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)<sup>1), 2)</sup>

	2011	2012	2013
IPCH	2,7	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
PIB en volume	1,5	- 0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Consommation privée	0,2	- 0,7 – 0,1	0,0 – 1,6
Consommation publique	0,2	- 0,6 – 0,2	- 0,1 – 1,3
FBCF	1,6	- 2,6 – 0,2	- 0,9 – 3,7
Exportations (biens et services)	6,4	0,1 – 5,1	0,7 – 8,1
Importations (biens et services)	4,1	- 1,1 – 3,5	0,7 – 7,3

1) Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes sont basées sur des données corrigées des jours ouvrés. Les projections concernant les exportations et les importations incluent le commerce intra-zone euro.

2) Les données se réfèrent à la zone euro comprenant l'Estonie. La variation annuelle moyenne en pourcentage de l'IPCH pour 2011 est calculée sur la base d'une composition de la zone euro en 2010 comprenant déjà l'Estonie.

Dans l'ensemble, la reprise devrait être lente. Sur une base annuelle, le PIB en volume de la zone euro progresserait à un rythme compris entre - 0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,2 % en 2013.

En examinant plus en détail les composantes de la demande, il apparaît que la croissance des exportations vers les pays hors zone euro devrait redémarrer courant 2012 et s'accroître en 2013, en raison principalement de l'évolution de la demande extérieure adressée à la zone euro et du renforcement de la compétitivité lié à la dépréciation du taux de change effectif de l'euro. L'investissement productif devrait diminuer à court terme et se redresser progressivement en 2013, soutenu par le renforcement de la croissance des exportations, le redressement de la demande intérieure, le bas niveau des taux d'intérêt et la rentabilité relativement élevée du capital. L'investissement résidentiel demeurerait très faible en 2012, et augmenterait progressivement en 2013. Alors que les corrections en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel de certains pays continuent de freiner la reprise, l'attrait des investissements immobiliers par rapport à d'autres formes de placements, perçues comme plus risquées, semble s'être accru dans d'autres pays. Les investissements publics diminueraient en 2012, avant de se stabiliser en 2013, comme le montrent les programmes d'assainissement budgétaire annoncés dans plusieurs pays de la zone euro.

La consommation privée aurait fléchi au quatrième trimestre 2011. Elle resterait plutôt modérée en 2012 et se redresserait progressivement par la suite. La croissance du revenu disponible nominal serait freinée, dans un premier temps, par la baisse et, par la suite, par une progression seulement modeste de l'emploi. En outre, les hausses des salaires et des transferts sociaux devraient être limitées en raison, pour une part, du resserrement budgétaire mis en œuvre dans plusieurs pays de la zone euro. Toutefois, le revenu réel disponible bénéficiera avec le temps de l'atténuation attendue de l'incidence défavorable du renchérissement passé des matières premières. Le taux d'épargne baisserait légèrement sur l'horizon de projection. Cette évolution traduit l'anticipation selon laquelle, en dépit de la morosité qui devrait favoriser l'épargne, l'évolution défavorable du revenu réel pousse à un certain lissage de la consommation qui pèsera sur le taux d'épargne en 2012 et 2013. Le bas niveau des taux d'intérêt contribuerait également à un recul du taux d'épargne. La consommation publique réelle devrait rester atone sur l'horizon de projection, reflétant l'incidence des programmes d'assainissement budgétaire annoncés dans plusieurs pays de la zone euro.

Le rythme d'expansion des importations de la zone euro en provenance du reste du monde devrait s'accroître progressivement sur l'horizon de projection. Les importations augmenteraient plus rapidement que la demande totale, une évolution globalement conforme à celle observée dans le passé. Traduisant la croissance légèrement plus vive des exportations, le commerce extérieur devrait apporter une contribution positive, quoiqu'en recul, à la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection.

**Tableau B Comparaison avec les projections publiées en décembre 2011**

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2012	2013
PIB en volume – décembre 2011	- 0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
PIB en volume – mars 2012	- 0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
IPCH – décembre 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
IPCH – mars 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

### Projections en matière de prix et de coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le rythme de progression de l'IPCH global s'est établi à 2,7 % en février 2012, après s'être inscrit, en moyenne, à 2,7 % en 2011. Il devrait décélérer au cours des prochains trimestres. La hausse moyenne de l'IPCH global se situerait entre 2,1 % et 2,7 % en 2012, et entre 0,9 % et 2,3 % en 2013. Cette modération s'explique dans une large mesure par la diminution de la contribution des prix de l'énergie, les cours du pétrole brut devant baisser progressivement sur l'horizon de projection et l'incidence de leurs hausses antérieures s'atténuer. L'augmentation de la composante produits alimentaires de la hausse de l'IPCH devrait également se modérer en 2012 et 2013. Cette évolution repose sur l'hypothèse d'une stabilité des prix des matières premières alimentaires au cours des prochains trimestres. En dernier lieu, la progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait rester globalement stable sur l'horizon de projection. Les tensions sur les prix d'origine interne seraient faibles, en liaison avec la croissance atone de la demande intérieure et l'évolution modérée des coûts de main-d'œuvre, mais elles seraient globalement compensées par la pression à la hausse exercée par les relèvements prévus de la fiscalité indirecte et des prix administrés.

De manière plus détaillée, les tensions sur les prix d'origine externe se sont amplifiées légèrement ces derniers mois, en raison principalement de la dépréciation de l'euro, qui s'est traduite notamment par une hausse des cours des matières premières exprimés en euros. Cette évolution devrait exercer des pressions à la hausse sur le déflateur des prix à l'importation au cours des prochains trimestres. Toutefois, ces facteurs seraient plus que contrebalancés par des effets de base baissiers, engendrés dans une large mesure par l'envolée des cours des matières premières en 2011. Par conséquent, le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation devrait diminuer début 2012 et se replier encore légèrement en 2013. En ce qui concerne les tensions sur les prix d'origine interne, le rythme de hausse annuel de la rémunération par personne occupée se ralentirait en 2012, sous l'effet des pressions à la baisse exercées par la détérioration de la situation sur le marché du travail. Par la suite, il s'accélérait progressivement, soutenu par le renforcement de l'activité économique. Le taux de progression annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait rester globalement stable en 2012 et 2013. L'accroissement des marges bénéficiaires serait modéré en 2012, reflétant la faiblesse de la demande globale. Une croissance légèrement plus forte des marges bénéficiaires, en phase avec l'amélioration des perspectives d'évolution de l'activité économique, est attendue pour 2013. Le relèvement des prix administrés devrait contribuer de manière substantielle à la hausse de l'IPCH sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant l'assainissement budgétaire en cours dans plusieurs pays de la zone euro. La fiscalité indirecte devrait également exercer une incidence significative en 2012 et 2013.

### Comparaison avec les projections publiées en décembre 2011

Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de décembre 2011, les fourchettes de projection relatives à la croissance du PIB en volume pour 2012 et 2013 ont été revues légèrement à la baisse. Ces révisions reflètent principalement

l'incidence exercée par la contraction de la demande extérieure, la hausse des cours du pétrole, la poursuite de l'assainissement budgétaire et le léger durcissement des conditions d'octroi du crédit, en dépit du niveau plus bas des taux d'intérêt à court terme et à long terme et de la hausse des cours de bourse. En ce qui concerne la progression de l'IPCH, les fourchettes de projection pour 2012 et 2013 sont légèrement plus élevées que les intervalles établis pour les projections de décembre 2011, en raison principalement des prix de l'énergie plus élevés et de la dépréciation du taux de change de l'euro, mais aussi, dans une certaine mesure, du niveau plus élevé des prix des produits alimentaires et du relèvement de la fiscalité indirecte.

### Comparaison avec les prévisions des autres institutions

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

Selon les prévisions actuellement disponibles des autres institutions et organisations, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir entre -0,5 % et 0,2 % en 2012 et entre 0,8 % et 1,4 % en 2013, ces résultats se situant, dans les deux cas, à l'intérieur de la fourchette de projection de la BCE. En ce qui concerne l'inflation, les prévisions disponibles tablent sur une hausse annuelle moyenne de l'IPCH comprise entre 1,5 % et 2,1 % en 2012, soit un niveau identique ou inférieur au point bas de la fourchette de projection de la BCE. Pour 2013, les prévisions disponibles indiquent que la progression de l'IPCH s'inscrira entre 1,2 % et 1,7 %, cet intervalle se situant à l'intérieur de la fourchette projetée par la BCE.

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

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	Date de publication	Croissance du PIB		Hausse de l'IPCH	
		2012	2013	2012	2013
OCDE	novembre 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Commission européenne	février 2012/ novembre 2011	- 0,3	1,3	2,1	1,6
FMI	janvier 2012/ septembre 2011	- 0,5	0,8	1,5	
Enquête auprès des prévisionnistes professionnels	février 2012	- 0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus économique	février 2012	- 0,3	0,9	2,0	1,7
Projections des services de la BCE	mars 2012	- 0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Sources : Prévisions intermédiaires de la Commission européenne, février 2012, pour les chiffres relatifs à 2012 et Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2011, pour les chiffres concernant 2013 ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2012, pour la croissance du PIB en volume, et Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2011, pour l'inflation ; Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2011 ; Consensus économique ; et enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

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

## 5 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

Les dernières statistiques de finances publiques indiquent une baisse continue du déficit public de la zone euro dans son ensemble et un ralentissement de l'accumulation de dette publique. Selon de premières indications également, les progrès de l'assainissement budgétaire et les efforts visant à renforcer le cadre de gouvernance économique et budgétaire de l'UE ont contribué à réduire les tensions sur les marchés de la dette souveraine dans les pays vulnérables de la zone euro. Néanmoins, le sentiment des marchés financiers demeure fragile. Par conséquent, les gouvernements de la zone euro doivent continuer à mettre en œuvre des stratégies globales d'assainissement budgétaire et se conformer à tous leurs engagements au titre du Pacte de stabilité et de croissance. À cet égard, le Semestre européen 2012 devrait être utilisé pour appliquer rigoureusement le mécanisme de surveillance budgétaire renforcé.

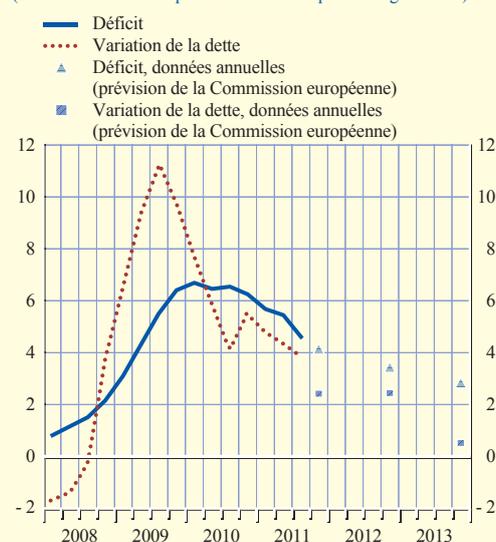
### ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES EN 2011 ET 2012

Les dernières statistiques de finances publiques pour la zone euro, qui sont disponibles jusqu'au troisième trimestre 2011, indiquent une baisse continue du ratio de déficit des administrations publiques dans l'ensemble de la zone euro. La somme glissante sur quatre trimestres du ratio de déficit de la zone, à savoir le déficit accumulé au cours des quatre derniers trimestres<sup>1</sup>, s'élève à 4,6 % du PIB au troisième trimestre 2011 (cf. graphique 59), contre un déficit de 6,5 % du PIB un an plus tôt et de 5,4 % du PIB au deuxième trimestre 2011. La diminution du troisième trimestre de l'année passée était principalement attribuable à un ratio de dépenses sur PIB nettement plus faible et à un ratio de recettes légèrement plus élevé qu'au trimestre précédent (cf. graphique 60). Ces indications d'une réduction des déséquilibres budgétaires sont globalement en ligne avec les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne, publiées en novembre dernier qui prévoient un ratio de déficit de la zone euro en baisse à 4,1 % du PIB en 2011, après 6,2 % en 2010. Le ratio de dette de la zone euro a augmenté cumulativement de 3,8 points de pourcentage à 86,8 % du PIB sur la période de quatre trimestres allant jusqu'à la fin du troisième trimestre 2011. Il s'agit d'une augmentation inférieure à celle du deuxième trimestre (4,3 points de pourcentage). La moindre accumulation de dette publique dans la zone est également globalement en ligne avec les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne, qui prévoient une augmentation du ratio de la dette de 2,4 points de pourcentage à 88 % du PIB en 2011, au regard d'une hausse de 5,8 points de pourcentage en 2010<sup>2</sup>.

Selon les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne, le ratio de déficit de la zone euro devrait diminuer encore en 2012, à 3,4 % du PIB, et le ratio de dette publique devrait s'élever à 90,4 % du PIB. Les évolutions des situations budgétaires vont, cependant, continuer à différer sensiblement parmi les pays de la zone. Un bref examen des évolutions budgétaires récentes dans les plus grands pays de la zone et dans les pays bénéficiaires d'une assistance financière de l'UE et du FMI est présenté ci-après.

**Graphique 59** Déficit des administrations publiques de la zone euro et variation de la dette

(sommes mobiles sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

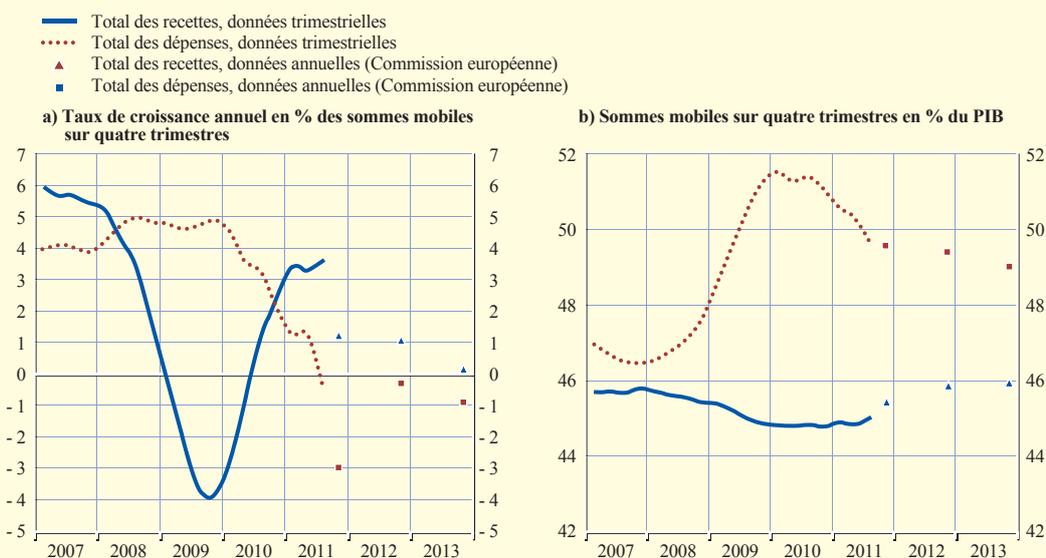


Sources : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne

1 Les évolutions budgétaires sont analysées en termes de variations annuelles pour éliminer les influences saisonnières.

2 Les résultats définitifs pour les soldes budgétaires et les dettes publiques en 2011, ainsi que les prévisions pour 2012 telles que validées par Eurostat seront publiés fin avril par Eurostat.

Graphique 60 Statistiques trimestrielles de finances publiques et projections pour la zone euro



Sources : Calculs de la BCE établis à partir des données d'Eurostat et des prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne  
Notes : Les graphiques retracent l'évolution du total des recettes et du total des dépenses exprimés en sommes mobiles sur quatre trimestres pour la période comprise entre le premier trimestre 2007 et le troisième trimestre 2011, ainsi que les projections annuelles pour 2011, 2012 et 2013 issues des prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne. Les données se rapportent aux administrations publiques.

En Allemagne, selon les dernières projections du gouvernement, le déficit des administrations publiques a diminué à environ 1 % du PIB en 2011, soit quelque 1,5 point de pourcentage en dessous de la cible inscrite dans le programme de stabilité actualisé d'avril 2011. L'amélioration de la situation budgétaire devrait avoir résulté principalement d'une évolution plus favorable des recettes. Le déficit devrait rester aux alentours de 1 % du PIB en 2012 et revenir à 0,5 % du PIB en 2013. Pour 2014 et 2015, le gouvernement table sur un budget globalement équilibré.

En France, le 29 janvier 2012, le gouvernement a annoncé un ensemble de mesures pour soutenir l'emploi et la compétitivité. Les principales mesures fiscales comprennent : (a) un relèvement de 1,6 point de pourcentage du taux normal de TVA à 21,2 % à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2012 et (b) une augmentation de 2 points de pourcentage du taux de la Contribution sociale généralisée (CSG), imposition prélevée sur les revenus du capital (plus-values et revenus immobiliers, par exemple), ce qui la porte à 10,2 % à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2012. Le produit de ces relèvements de taxes (environ 13 milliards d'euros, soit environ 0,7 % du PIB) est destiné au financement des allocations familiales versées par le système de sécurité sociale de manière à permettre une diminution, pour un montant égal, des cotisations de sécurité sociale versées par les employeurs. Cette mesure vise à transférer des entreprises à la consommation le coût du financement de cette composante de la sécurité sociale, en réduisant les coûts de main-d'œuvre et en renforçant la compétitivité des entreprises françaises<sup>3</sup>. Ces deux mesures fiscales devraient être globalement neutres en termes budgétaires. Le gouvernement envisage également d'introduire une taxe sur les transactions financières à partir du 1<sup>er</sup> août 2012, qui devrait rapporter environ 1,1 milliard d'euros de recettes par an. Ces mesures ont été approuvées par le parlement le 29 février 2012.

En Italie, le 22 décembre 2011, le parlement a approuvé un nouveau paquet de mesures d'assainissement budgétaire. Il s'élève à 20 milliards d'euros environ (soit 1,3 % du PIB) et sera pleinement mis en œuvre en 2012.

3 Cf. également l'encadré intitulé *La dévaluation budgétaire, un outil d'ajustement économique* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011

Parmi ses principales mesures figurent la réforme des retraites, la réintroduction d'une taxe sur les logements occupés par leur propriétaire, des augmentations de TVA et l'introduction d'une procédure d'examen des dépenses. Selon le gouvernement, le paquet devrait permettre d'atteindre l'objectif d'équilibre budgétaire d'ici 2013.

En Espagne, le 27 février 2012, le gouvernement a annoncé que le déficit des administrations publiques pour 2011 était de 8,5 % du PIB (soit 2,5 % du PIB au-dessus de la cible). Sur la base des informations disponibles à ce jour, le dérapage par rapport à la trajectoire définie dans le programme de stabilité actualisé d'avril 2011 provient du côté des recettes. Pour faire face à ce dérapage budgétaire, le 30 décembre 2011, le gouvernement avait déjà annoncé des augmentations de l'impôt sur le revenu et des impôts fonciers, qui devraient procurer environ 6,3 milliards d'euros de recettes (0,6 % du PIB) en 2012 et 2013. Il a également amputé les crédits budgétaires de l'administration centrale de 8,9 milliards d'euros (0,9 % du PIB) en 2012. Compte tenu du dérapage et du ralentissement économique accru, le 2 mars 2012 le gouvernement a fixé un objectif révisé de déficit des administrations publiques pour 2012 à 5,8 % du PIB (4,4 % précédemment). Un budget d'ensemble pour l'administration centrale et les administrations de sécurité sociale pour 2012 sera présenté fin mars.

En Grèce, les autorités et la mission commune de l'UE et du FMI à Athènes se sont accordées mi-février sur un ensemble de mesures de politique économique servant de base pour un nouvel accord succédant au premier plan d'ajustement économique qui a commencé en mai 2010. Sur le plan budgétaire, l'accord fixe l'objectif de parvenir à un solde primaire des administrations publiques de -1,0 % du PIB en 2012 et de l'améliorer progressivement pour le porter à 4,5 % en 2014, c'est à dire la fin de l'horizon du programme. Pour atteindre l'objectif de 2012, les autorités se sont engagées à la mise en œuvre d'un ensemble de mesures d'assainissement supplémentaires pour un montant de 1,5 % du PIB. Le paquet, qui compense à la fois la mise en œuvre incomplète des mesures d'assainissement précédemment décidées et les évolutions défavorables des bases d'imposition, consiste en une diminution des dépenses pharmaceutiques, des coupes dans les retraites complémentaires et dans les pensions de base élevées, une réduction de la masse salariale des employés couverts par des régimes salariaux spéciaux, des réductions de l'investissement public et des coupes dans les achats militaires et les dépenses de fonctionnement du ministère de la Défense. Pour atteindre les objectifs budgétaires du programme les années suivantes, le gouvernement s'est engagé à présenter dans le détail, mi-2012, les nouvelles réductions permanentes de dépenses pour un montant de 5,5 % du PIB environ sur la période 2013-2014. Sur cette base, et sous réserve d'un respect durable de la conditionnalité politique inscrite dans le programme, l'Eurogroupe a confirmé, le 21 février 2012, que les pays membres de la zone euro étaient prêts à fournir, par l'intermédiaire du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et dans l'attente d'une contribution significative du FMI, une aide financière officielle supplémentaire à hauteur de 130 milliards d'euros jusqu'en 2014.

Au Portugal, l'objectif de ramener à 5,9 % du PIB le déficit public en 2011 a été réalisé avec une marge confortable. Le principal facteur a été un important transfert des actifs d'un fonds de pension du système bancaire vers le système général de sécurité sociale en décembre, pour un montant s'élevant à quelque 3,5 % du PIB, ce qui a conduit à un déficit estimé de 4 % environ du PIB en 2011. Le budget pour 2012 fixe un objectif de déficit de 4,5 % du PIB et comprend des mesures d'assainissement d'un montant de l'ordre de 6 % du PIB comparé à un scénario de politiques inchangées. Les deux tiers des mesures d'assainissement en 2012 se concentrent du côté des dépenses, y compris une réduction des salaires du secteur des administrations publiques et la baisse des retraites. L'ajustement budgétaire nécessaire pour atteindre l'objectif de déficit en 2012 est nettement plus important que ce qui était prévu dans le programme initial de l'UE et du FMI, en raison d'une détérioration de la situation économique et d'une révision à la hausse de l'écart d'assainissement par rapport au moment où le programme a été élaboré. L'encadré 11 fournit des simulations de soutenabilité de la dette brute des administrations publiques du Portugal.

## Encadré II

## PROJECTIONS RELATIVES À LA DETTE PUBLIQUE DU PORTUGAL

La troisième mission d'examen du programme économique du Portugal a été effectuée du 15 au 27 février 2012. Selon l'évaluation des experts de la Commission européenne, de la BCE et du FMI, le programme est en bonne voie et des progrès satisfaisants ont été enregistrés sur les plans budgétaire, financier et structurel. Dans le contexte de l'ajustement en cours des déséquilibres précédemment accumulés, une mise en œuvre déterminée des réformes demeure essentielle pour assurer la reprise de l'économie et la soutenabilité budgétaire. Cet encadré présente une série de scénarios relatifs à la dynamique de la dette publique portugaise et s'intéresse à la trajectoire du PIB. Les scénarios couvrent la période comprise entre 2012 et 2020, une durée de 8 ans étant généralement jugée suffisante pour évaluer la soutenabilité de la dette.

## Hypothèses sous-jacentes aux calculs de référence

Les hypothèses macroéconomiques utilisées dans le scénario de référence, qui sont les mêmes que celles retenues pour l'examen récemment effectué, envisagent une contraction du PIB en volume en 2012. Le scénario prévoit une lente reprise conjoncturelle en 2013, devenant plus robuste en 2015. Afin de construire une référence pour les projections de la dette à moyen terme, on suppose qu'à partir de 2015 la croissance se maintiendra au taux moyen modeste (1,6 % par an) enregistré par le pays au cours des dix années qui ont précédé la crise, entre 1999 et 2008. Ce taux était inférieur de 0,5 point de pourcentage à la moyenne de la zone euro et nettement plus faible que celui des pays engagés dans un processus de rattrapage. Il correspond à l'estimation « pré-réformes » de la croissance potentielle à long terme du Portugal. En d'autres termes, le scénario de référence ne comprend aucun effet positif des réformes structurelles sur la croissance. Il peut être considéré comme une estimation basse des résultats possibles pour la croissance du PIB, compte tenu des progrès significatifs déjà réalisés par l'État portugais dans le domaine des réformes structurelles.

Conformément aux hypothèses du programme, la projection table sur une amélioration progressive de la situation sur les marchés financiers à partir du second semestre 2013, reflétée par une baisse des écarts de taux d'intérêt ainsi que par le maintien d'une orientation prudente de la politique budgétaire. Dans le scénario de référence, le gouvernement parvient à ramener le déficit budgétaire à 0,5 % en 2015, ce qui correspond à l'objectif retenu dans le Document de stratégie budgétaire publié en août 2011. Les efforts d'assainissement qui en résultent se traduisent par un excédent budgétaire primaire s'établissant à 4,5 % du PIB en 2015 pour demeurer ensuite à environ 4 % du PIB. Cet excédent primaire n'est pas particulièrement élevé par rapport à ceux que d'autres pays européens ont été en mesure de conserver, dans le passé, sur des périodes relativement longues<sup>1</sup>. Le scénario de référence intègre également l'incidence de l'estimation des dépenses liées au vieillissement établies par la Commission européenne.

Le graphique B montre que dans le scénario de référence, la dette publique passe de 93,3 % du PIB en 2010 à 115 % du PIB environ en 2013 et diminue progressivement par la suite. Le recul est particulièrement prononcé à compter de 2014 et l'encours de la dette s'établit à quelque 96 % du PIB en 2020. Ce net fléchissement résulte principalement de l'existence d'un excédent budgétaire primaire

<sup>1</sup> Beaucoup de pays européens ont été en mesure de conserver des excédents primaires de l'ordre de 4 % à 5 % du PIB sur une très longue période. Dans la zone euro, par exemple, tel a été le cas de : la Belgique, avec un excédent primaire moyen de 4,6 % entre 1989 et 2007 ; la Finlande, avec un excédent primaire moyen de l'ordre de 5,5 % entre 1970 et 1990 et entre 1998 et 2008 ; l'Italie, avec un excédent primaire moyen de 4,9 % entre 1995 et 2001 ; l'Irlande, avec un excédent primaire moyen de 4,7 % entre 1988 et 2000. Cf. l'encadré intitulé *Expérience passée d'importants excédents budgétaires primaires sur une période prolongée dans certains pays de l'UE* du Bulletin mensuel de juin 2011

## Hypothèses macroéconomiques et budgétaires retenues dans le cadre du scénario de référence

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Croissance du PIB en volume	- 1,6	- 3,3	0,3	2,1	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Croissance du déflateur du PIB	0,7	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,7
Ratio du solde primaire/PIB	0,1	0,5	2,2	3,3	4,5	4,4	4,3	4,1	4,0	3,9
Ratio des paiements d'intérêt/PIB	4,1	5,0	5,2	5,1	5,0	4,9	4,7	4,6	4,5	4,4
Taux d'intérêt effectifs moyens	4,4	4,6	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Ratio du solde budgétaire/PIB	- 4,0	- 4,5	- 3,0	- 1,8	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5

sur une période prolongée. Sur la base des mêmes hypothèses de croissance, avec un excédent inférieur de 1,5 point de pourcentage, qui s'établirait donc en moyenne à 2,5 % entre 2014 et 2020, la dette se stabiliserait à un peu moins de 110 % du PIB en 2020 (cf. graphique B).

### Hypothèse d'un recul du PIB plus prononcé à court terme

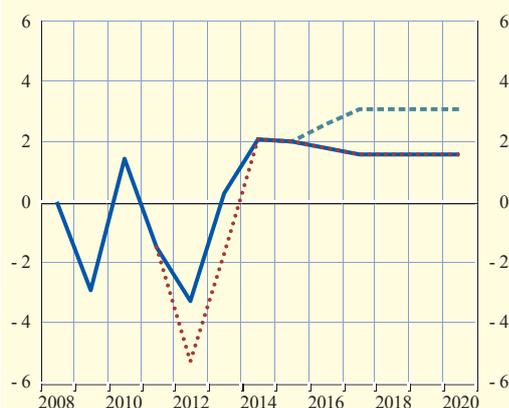
Deux autres scénarios s'écartant de la trame de référence sont analysés ci-après. Premièrement, on retient l'hypothèse d'un choc très négatif sur le PIB entre 2012 et 2013. Ce choc est calibré pour correspondre globalement au plancher actuel de la fourchette des prévisions de croissance du PIB établies par les analystes de marché pour 2012 et 2013. Il correspond à une diminution de deux points de pourcentage par an de la croissance du PIB par rapport au scénario de référence (cf. graphique A).

Ce scénario montre qu'un choc de cette ampleur sur le PIB, que l'on peut résumer par une baisse cumulée du PIB de 7 % jusqu'à fin 2013, porterait temporairement l'encours de la dette à 124 % du PIB en 2013. Dans ce scénario adverse, on suppose qu'il n'y a pas de rattrapage de la perte de PIB et que la politique budgétaire reste passive, c'est-à-dire qu'aucun effort d'assainissement supplémentaire n'est consenti en réponse à la détérioration du scénario macroéconomique, ce qui entraîne un retard de deux ans dans la réalisation de la cible de déficit de 3 % définie dans la procédure concernant les

Graphique A Scénarios de croissance du PIB

(variations annuelles en pourcentage)

- Scénario de référence
- ..... Scénario de croissance adverse
- - - Incidence des réformes structurelles

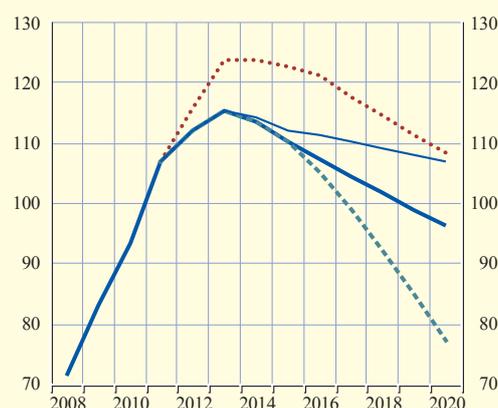


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique B Scénarios d'évolution de la dette des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)

- Scénario de référence
- ..... Scénario de croissance adverse
- - - Incidence des réformes structurelles
- Scénario de référence avec un effort d'assainissement plus faible



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

déficits excessifs (de 2013 à 2015). Le graphique B montre que dans le scénario adverse, le recul de la dette publique commence à s'accélérer à compter de 2015 et le ratio de dette s'établit à 110 % du PIB environ en 2020.

### Incidence potentielle des réformes structurelles

Le second scénario tente de prendre en compte l'incidence des réformes structurelles sur la croissance du PIB et donc sur la dynamique de la dette. Cette incidence est calibrée en incluant dans le scénario de référence l'effet d'une réduction des hausses de salaires et de prix obtenue par des simulations réalisées à l'aide du modèle EAGLE (*Euro Area and Global Economy*) de la BCE<sup>2</sup>. Bien que des réformes structurelles soient actuellement mises en œuvre au Portugal et que des progrès aient déjà été réalisés dans un certain nombre de domaines essentiels, les modèles analytiques indiquent généralement que les effets de telles mesures sur le PIB ne sont pas immédiats. Par conséquent, suivant les indications de résultats fondés sur des modèles, le scénario de référence n'est corrigé à la hausse qu'à partir de 2015 (cf. graphique A). L'ajustement calibré à la hausse porte la croissance du PIB en volume à 3 % en 2017 (c'est-à-dire cinq ans après la mise en œuvre des réformes structurelles)<sup>3</sup>. Le renforcement de la croissance exerce une incidence positive sur le budget et améliore considérablement le solde budgétaire en pourcentage du PIB, qui passe de -0,5 % en 2015 à un excédent d'environ 3,5 % en 2020.

Il ressort du graphique B que l'augmentation de la croissance du PIB à moyen terme influe fortement sur la dynamique de la dette. Dans ce cas, le ratio de dette publique diminue nettement et son encours revient en deçà de 80 % du PIB en 2020, c'est-à-dire à un niveau proche de celui d'avant la crise de 2009. Cela démontre que la mise en œuvre intégrale du programme de réformes structurelles peut apporter une contribution majeure à la réduction soutenue et rapide du ratio de dette publique.

### Conclusion

L'analyse qui précède montre que, sur la base d'hypothèses prudentes concernant la croissance du PIB, le solde primaire et les ajustements stocks-flux<sup>4</sup>, la dynamique de la dette publique du Portugal se stabiliserait rapidement, évolution qui serait suivie d'une baisse régulière du ratio de dette. Même en l'absence d'une accélération de la croissance liée aux réformes structurelles, la dette publique reviendrait en deçà de 100 % d'ici à la fin de l'horizon du scénario. Dans le cas d'un recul du PIB nettement plus important que dans le scénario de référence et dans l'hypothèse d'un retard de deux ans de l'ajustement du solde budgétaire, le ratio de dette se stabiliserait en 2013, avant de s'inscrire en net recul à compter de 2015. Dans le scénario qui inclut l'effet des réformes structurelles sur le PIB, la dette publique s'établirait à quelque 77 % du PIB en 2020.

L'ajustement du solde budgétaire structurel primaire réalisé au Portugal a été significatif jusqu'ici (3,5 % du PIB environ), ce qui se reflète également dans l'importante correction du compte de transactions courantes. Ce résultat a été obtenu avec un recul du PIB en 2011 plus limité que prévu initialement. De plus, les recettes des privatisations ont été plus élevées qu'attendu et le programme

2 Cf. S. Gomes, P. Jacquino, M. Mohr, M. Pisani, *Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries. A model-based assessment*, Working Paper Series n°1323, BCE, 2011

3 Selon le modèle EAGLE (*Euro Area and Global Economy model*), l'incidence d'une diminution de 15 % des hausses des salaires et des prix se traduit par une augmentation cumulée du PIB de quelque 8 % sur 7 ans.

4 Environ 66 % des recettes des privatisations attendues pour 2012 et 2013 ont été enregistrées début 2012. De plus, les projections de dette incluent un montant de 12 milliards d'euros qui, dans le cadre du programme d'assistance financière, a été affecté aux besoins de recapitalisation des banques (dispositif de soutien à la solvabilité des banques). Si ce montant n'était utilisé que partiellement, il conviendrait de corriger en baisse le ratio de dette publique.

de réformes structurelles est en bonne voie. Les réalisations ont été très positives jusqu'ici, mais la détermination doit rester sans faille dans ce domaine. En particulier, au plan budgétaire, il convient de poursuivre les efforts de renforcement des mesures de prévention de l'accumulation d'arriérés, de continuer à renforcer l'administration fiscale et de rationaliser l'administration publique. Compte tenu du rôle clé des réformes structurelles pour stimuler la croissance du PIB, la mise en œuvre résolue des réformes, en particulier pour réduire la rente des secteurs abrités, est également essentielle à la réussite du programme.

En Irlande, le cinquième examen du programme de soutien financier de l'UE et du FMI a conclu que les perspectives budgétaires pour 2012 sont en ligne avec les objectifs (qui prévoient pour 2012 un déficit public de 8,6 % du PIB). Un peu plus de la moitié de l'effort d'assainissement en 2012 porte sur les dépenses, y compris des réductions de la consommation publique, tandis que du côté des recettes, le gouvernement prévoit en particulier des mesures relatives à la fiscalité indirecte (par exemple, une hausse de la TVA de 2 points de pourcentage et le relèvement de divers prix administrés). Bien que les risques budgétaires aient quelque peu augmenté en liaison avec la détérioration de l'environnement macroéconomique international, le gouvernement semble toujours déterminé à prendre toutes les mesures nécessaires pour atteindre les objectifs de déficit public et ramener celui-ci sous la barre des 3 % du PIB en 2015, conformément aux engagements de l'Irlande au titre de la procédure de déficit excessif. Le 26 janvier 2012, le Conseil consultatif budgétaire irlandais a publié un rapport sur la meilleure façon de concevoir les règles budgétaires pour l'Irlande, en tenant compte de la législation en matière de responsabilité budgétaire du gouvernement qui doit être introduite mi-2012, et sur la manière de renforcer l'indépendance du Conseil.

À l'exception de l'Estonie, du Luxembourg et de la Finlande, tous les pays de la zone euro font actuellement l'objet d'une procédure de déficit excessif. Le 11 janvier 2012, la Commission européenne a informé le Conseil Ecofin qu'elle estimait que la Belgique, Chypre et Malte avaient pris des mesures efficaces dans le cadre de la procédure de déficit excessif les concernant. Selon les dernières prévisions de la Commission pour ces pays, Malte devrait avoir ramené son déficit à la valeur de référence en 2011, dans le délai imparti pour corriger son déficit excessif. En Belgique et à Chypre, les déficits devraient revenir à 2,9 % et 2,7 % du PIB respectivement en 2012, date limite pour la correction de leur déficit excessif. En conséquence, le Conseil Ecofin a décidé le 24 janvier 2012 de s'abstenir de renforcer les procédures de déficit excessif de ces pays.

#### **ÉTAPES VERS UNE UNION DE STABILITÉ BUDGÉTAIRE PLUS FORTE**

Le 2 mars 2012, tous les États membres de l'UE à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque ont signé un nouveau Traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire. Les éléments clés du pacte budgétaire, tels qu'ils sont inscrits dans le nouveau traité, sont l'obligation pour les signataires d'atteindre et de conserver une position budgétaire qui soit à l'équilibre ou excédentaire en termes structurels, et l'obligation de mettre en place un mécanisme automatique permettant de prendre des mesures correctrices (cf. l'encadré 12 pour plus de détails). À cet égard, les évolutions des soldes budgétaires structurels annuels du secteur des administrations publiques constituent une variable budgétaire clé pour surveiller la conformité avec les nouvelles dispositions. Étant donné que ces soldes structurels sont calculés à partir des soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles, déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires, l'ajustement conjoncturel est une partie importante de l'arsenal disponible pour l'évaluation de la conformité (cf. également l'encadré 13).

## Encadré 12

## LES PRINCIPAUX ÉLÉMENTS DU PACTE BUDGÉTAIRE

Le pacte budgétaire, inscrit dans le nouveau « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire » a été établi lors du sommet de l'UE du 30 janvier 2012 et signé le 2 mars par les chefs d'État et de gouvernement de l'ensemble des pays de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque. Outre le pacte budgétaire, le nouveau Traité contient des dispositions visant à renforcer la coordination des politiques économiques et la convergence et à améliorer la gouvernance de la zone euro. Le pacte, qui doit renforcer le cadre de la gouvernance budgétaire dans la zone euro et qui remédie à certaines carences du Pacte de stabilité et de croissance récemment révisé, constitue une avancée sur la voie d'une véritable « union de stabilité budgétaire »<sup>1</sup>. Il fait suite à l'accord conclu par les chefs d'État et de gouvernement le 9 décembre 2011 sur les bases fondatrices du pacte budgétaire. Le nouveau traité entrera en vigueur après avoir été ratifié par au moins douze pays de la zone euro. Cet encadré présente une brève vue d'ensemble du nouveau dispositif budgétaire.

- L'obligation de respecter une règle d'équilibre budgétaire** : les États membres signataires s'engagent à intégrer dans leur législation une règle budgétaire imposant une situation budgétaire des administrations publiques en équilibre ou en excédent. La règle budgétaire est considérée comme respectée si le déficit structurel annuel correspond à l'objectif à moyen terme spécifique à chaque pays, et ne dépasse pas (en termes structurels) 0,5 % du PIB. Lorsque le ratio de dette publique est sensiblement inférieur à 60 % du PIB et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles, la limite inférieure de l'objectif à moyen terme peut être relevée pour atteindre un déficit structurel de 1 % du PIB au maximum.
  - **Convergence rapide vers l'objectif à moyen terme** : le pacte budgétaire dispose que les pays dont le solde budgétaire n'a pas encore atteint l'objectif à moyen terme doivent s'assurer d'une convergence rapide vers cet objectif. Le calendrier effectif de l'ajustement sera défini par la Commission européenne.
  - **Écarts temporaires** : un pays ne peut s'écarter temporairement de son objectif à moyen terme ou de sa trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation qu'en cas de circonstances exceptionnelles, à savoir des faits inhabituels indépendants de la volonté du pays concerné ou une période de grave récession économique telle que définie dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance révisé.
  - **Mécanisme de correction automatique** : Si le solde structurel d'un pays présente un écart important par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation, un mécanisme sera déclenché automatiquement pour corriger ces écarts. Les effets cumulés des écarts sur la dynamique de la dette publique doivent également être corrigés automatiquement. Les principes communs concernant la nature, l'ampleur et le calendrier des mesures correctrices à mettre en œuvre, y compris en cas de circonstances exceptionnelles, seront proposés par la Commission européenne. Cette proposition couvrira également le rôle et l'indépendance des institutions chargées, au niveau national, de vérifier le respect des règles.
  - **Mise en œuvre** : les États membres sont tenus de transposer en droit national les éléments de la règle d'équilibre budgétaire présentés ci-dessus, de préférence au niveau constitutionnel, au plus

<sup>1</sup> Pour une évaluation du Pacte de stabilité et de croissance renforcé entré en vigueur en décembre 2011, cf. l'encadré intitulé *Le cadre de gouvernance économique renforcée de l'UE entre en vigueur* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011

tard un an après l'entrée en vigueur du nouveau Traité. La Commission européenne fera rapport sur le respect de cette exigence de transposition. Tout État membre signataire pourra saisir la Cour de justice de l'Union européenne afin de vérifier la transposition des règles en droit national, et cette instance pourra imposer une astreinte pouvant aller jusqu'à 0,1 % du PIB si l'État membre concerné ne se conforme pas à la décision de la Cour.

2. **Le renforcement de la procédure concernant les déficits excessifs :** le pacte budgétaire prévoit que les pays de la zone euro s'engagent à appuyer les propositions ou recommandations soumises par la Commission européenne au Conseil Ecofin si un pays de la zone ne respecte pas le critère du déficit, sauf si une majorité qualifiée des autres pays de la zone euro est opposée à la décision proposée ou recommandée. Tout en respectant pleinement les exigences des traités de l'UE, cette disposition est destinée à renforcer l'automatisme du déclenchement de la procédure concernant les déficits excessifs en cas de violation du critère de déficit. De plus, les États membres qui font l'objet d'une telle procédure sont tenus de mettre en place un programme de partenariat budgétaire et économique leur permettant d'assurer une correction effective et durable de leurs déficits excessifs.
3. **Référence pour la réduction de la dette publique :** le pacte budgétaire inclut la référence numérique pour la réduction de la dette des États membres dont la dette publique dépasse la valeur de référence de 60 % du PIB, comme prévu dans le Pacte de stabilité et de croissance révisé. Il élève ainsi la référence, pour les pays signataires, au rang du droit primaire. Concrètement, la différence entre le ratio de dette publique rapportée au PIB et la valeur de référence de 60 % doit être réduite à un rythme moyen d'un vingtième par an.
4. **Plans d'émissions de dette publique :** les États membres sont invités à communiquer *ex ante* leurs plans d'émissions de dette publique. Cela doit permettre d'optimiser la coordination de leurs programmes de financement.

Dans l'ensemble, le pacte budgétaire constitue une avancée encourageante vers un ancrage de la discipline budgétaire dans la zone euro. S'il est mis en œuvre et respecté avec rigueur, il devrait renforcer le cadre existant de gouvernance budgétaire et en améliorer la crédibilité. Une analyse plus approfondie du pacte budgétaire sera présentée dans une prochaine édition du *Bulletin mensuel*.

#### Encadré 13

### AJUSTEMENT CONJONCTUREL DU SOLDE BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Les recettes des administrations publiques sont constituées pour l'essentiel des impôts et des cotisations sociales perçus sur différents types de revenus et de dépenses. Elles ont donc tendance à augmenter et à diminuer en phase avec les fluctuations de l'activité économique. En revanche, à l'exception notable des allocations chômage, la charge des dépenses des administrations publiques est très peu affectée par le cycle économique. Par conséquent, toutes choses égales par ailleurs, les soldes budgétaires des administrations publiques ont tendance à s'améliorer lors des reprises économiques et à se dégrader dans les périodes de ralentissement.

L'objectif de l'ajustement conjoncturel est de corriger l'influence du cycle économique sur les finances publiques et de parvenir à une mesure qui reflète mieux la situation budgétaire sous-jacente (ou structurelle).

L'estimation de la composante conjoncturelle du budget implique généralement d'essayer de mesurer : a) à quel niveau l'économie se situe par rapport à son niveau potentiel ou tendanciel ; et b) comment les différentes composantes du budget répondent normalement aux fluctuations de l'activité économique.

### L'ajustement conjoncturel dans le contexte du Pacte de stabilité et de croissance

L'évolution du solde budgétaire structurel, mesuré comme le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles et déduction faite de certaines mesures ponctuelles et temporaires, est l'un des indicateurs étroitement suivis dans le contexte du Pacte de stabilité et de croissance. Une méthode communément acceptée d'ajustement conjoncturel a donc été développée et affinée par la Commission européenne, qui s'inspire également des travaux de l'OCDE. Dans cette méthode, la composante conjoncturelle du solde budgétaire est le produit de l'écart de production estimé<sup>1</sup> et de la sensibilité globale estimée du budget par rapport à la production<sup>2</sup>. L'écart de production est estimé sur la base d'une fonction de production. Les estimations obtenues sont actualisées lors de chaque prévision macroéconomique. La sensibilité globale du budget est un paramètre fixe qui n'est réestimé que de façon périodique (une fois tous les cinq ans, par exemple). Elle est calculée à partir d'estimations ou d'hypothèses concernant : a) l'élasticité des postes conjoncturels du budget (impôts, cotisations sociales et allocations chômage) par rapport aux composantes du PIB concernées (salaires, bénéfices et consommation) et au chômage ; et b) l'élasticité de ces composantes du PIB et du chômage par rapport au PIB global. Ces élasticités sont généralement assez proches en moyenne de l'unité. Cela implique que la sensibilité globale du budget est généralement estimée comme étant proche de la part des recettes et des dépenses conjoncturelles dans le PIB, qui avoisine 0,5 pour l'ensemble de la zone euro. En d'autres termes, pour un écart de 1 % entre la production et son potentiel estimé, la composante conjoncturelle correspondante du solde budgétaire serait de l'ordre de 0,5 % du PIB.

### Les limites de l'ajustement conjoncturel

L'ajustement conjoncturel constitue une part importante de la panoplie des outils nécessaires à la conduite et à l'évaluation de la politique budgétaire. Dans le même temps, toutes les méthodes d'ajustement conjoncturel ont leurs limites. Il est donc important que les estimations du solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles soient convenablement interprétées, en tenant compte de ces limites. Deux problèmes essentiels sont associés à la plupart des méthodes standard.

Le premier problème est que l'activité économique potentielle ou tendancielle n'est pas observable et que la perception en temps réel du niveau où se situe l'économie par rapport à son niveau potentiel ou tendanciel dépend dans une large mesure des prévisions. Cela signifie que l'évaluation relative à l'ampleur de l'écart de production à un moment donné est naturellement révisée *ex post* à mesure que de nouvelles données arrivent et que les erreurs de prévisions sont connues.

Les révisions des estimations de l'écart de production, et donc des composantes conjoncturelles estimées du solde budgétaire, sont particulièrement importantes lorsque l'économie est affectée par des chocs imprévisibles. Par exemple, à l'automne 2007, le PIB de la zone euro pour cette année était considéré comme étant plus ou moins en phase avec son potentiel. Cela signifiait que la composante conjoncturelle du solde budgétaire de la zone euro était estimée comme étant très proche de zéro. Toutefois, l'économie de la zone ayant ensuite été frappée par la crise économique et financière mondiale, cette opinion a changé. La production est désormais considérée comme ayant été supérieure de quelque 2,5 % à son

1 Cf. F. D'Auria, C. Denis, K. Havik, K. McMorrow, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps*, *European Economy – Economic Papers*, n° 420, Commission européenne, juillet 2010

2 Cf. *New and updated budgetary sensitivities for the EU budgetary surveillance*, Commission européenne (site internet de la DG-ECFIN), septembre 2005

potentiel, impliquant une composante conjoncturelle positive du solde budgétaire de l'ordre de 1,25 % du PIB (cf. graphique A). Ce résultat entraîne une révision correspondante de l'estimation du déficit corrigé des variations conjoncturelles de la zone euro pour 2007 (cf. graphique B).

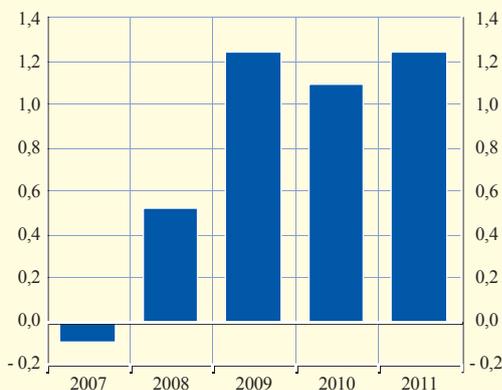
Le deuxième problème est que la relation effective entre les composantes conjoncturelles du budget et le PIB est plus ténue que ne l'impliquent les hypothèses sous-tendant l'ajustement conjoncturel. En premier lieu, ce n'est pas seulement le niveau global mais également la composition du PIB qui sont généralement significatifs pour les finances publiques. Par exemple, la croissance du PIB tirée par les exportations nettes génère moins d'impôts que la croissance du PIB tirée par la demande intérieure. La méthodologie de l'ajustement conjoncturel actuellement employée pour l'analyse budgétaire au sein du SEBC cherche à prendre en compte ces influences dans la composante conjoncturelle du solde budgétaire <sup>3</sup>. À cet effet, dans cette méthode, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour différents flux de recettes et de dépenses sur la base de l'évolution conjoncturelle de l'agrégat macroéconomique (inclus dans la projection macroéconomique correspondante) qui est considéré comme s'approchant le plus près de l'assiette fiscale réelle ou de la base de dépenses réelle.

Cependant, les assiettes fiscales et de dépenses effectives tendent encore à être très différentes (et à évoluer de manière très différente) des agrégats macroéconomiques qui permettent de les évaluer le mieux. Cela tient à de nombreuses raisons, généralement liées à la complexité des régimes fiscaux et de prestations sociales, parmi lesquelles les suivantes. Premièrement, les impôts sont prélevés en partie sur les revenus (les plus-values réalisées, par exemple) et sur les dépenses (achats de logements existants, par exemple) qui n'entrent pas dans le calcul du PIB. Deuxièmement, la principale mesure des bénéfices dans les comptes nationaux (l'excédent d'exploitation) est une agrégation des bénéfices et des pertes enregistrés par les entreprises et les ménages, tandis que dans les régimes fiscaux, les pertes ne sont pas taxées négativement : elles font l'objet d'un report à nouveau et sont compensées par les bénéfices enregistrés au cours des exercices suivants. Troisièmement, ce ne sont pas tant les agrégats larges (la consommation privée, par exemple) que leur structure (consommation de combustibles, de tabac et d'alcool) qui déterminent les recettes fiscales. Quatrièmement, les dépenses au titre de

3 Cf. Bouthevillain *et al*, Working Paper Series n° 77, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2001

**Graphique A** Estimations successives de la composante conjoncturelle <sup>1)</sup> du solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro en 2007

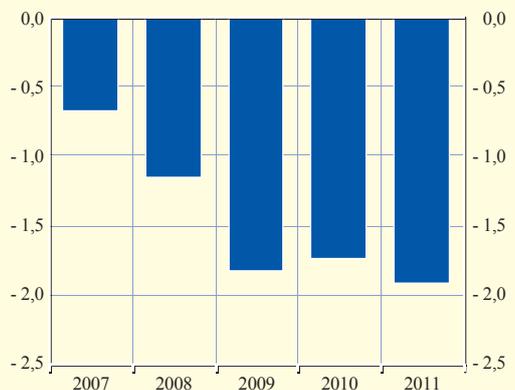
(en pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne  
1) Établie à partir de l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel à prix de marché constants, tel qu'il ressort des prévisions économiques d'automne successives de la Commission européenne

**Graphique B** Estimations successives du solde budgétaire corrigé du cycle <sup>1)</sup> des administrations publiques de la zone euro en 2007

(en pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne  
1) Établi à partir de l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel à prix de marché constants, tel qu'il ressort des prévisions économiques d'automne successives de la Commission européenne

l'indemnisation du chômage sont calculées en fonction non seulement du chômage global mais également du droit ou non des chômeurs à bénéficier de ces indemnités, qui dépend normalement des cotisations sociales versées antérieurement, de la durée du chômage, etc. Les fluctuations annuelles des recettes et des dépenses publiques résultant de ces facteurs ne sont pas prises en compte dans la composante conjoncturelle du solde budgétaire, même si elles peuvent être liées directement ou indirectement au cycle économique. Ces influences ne peuvent être prises en compte dans les procédures classiques d'ajustement conjoncturel car leurs principaux déterminants n'entrent pas dans les projections macroéconomiques standard.

Autre point qu'il est nécessaire de garder à l'esprit : l'écart de production est exprimé en volume, alors que les impôts et les prestations sociales sont établis à partir de valeurs nominales. L'ajustement conjoncturel a vocation à ajuster les cycles économiques réels et non les cycles de prix. Autrement dit, on part de l'hypothèse que les fluctuations de prix n'ont pas d'incidence cyclique significative sur le solde budgétaire des administrations publiques. L'inflation, en revanche, est importante pour les finances publiques. Cela est dû en particulier au fait que les budgets de dépenses sont généralement fixés en termes nominaux, alors que de nombreux impôts et prestations sociales s'ajustent automatiquement à la hausse des salaires et des prix.

### Conclusions

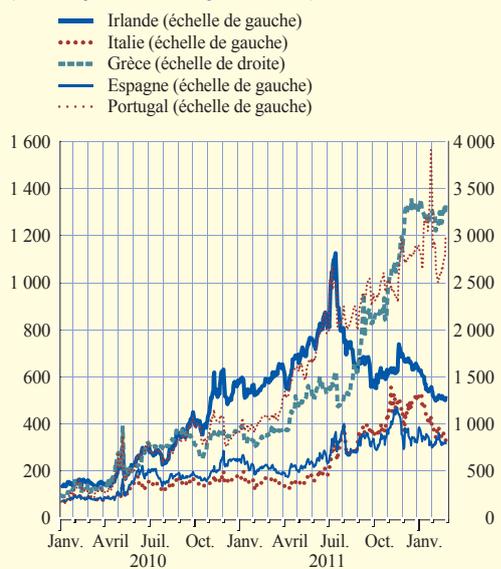
Compte tenu de l'ensemble des éléments précédemment évoqués, la meilleure interprétation de la composante conjoncturelle du solde budgétaire est probablement la suivante. C'est la partie du déficit ou de l'excédent qui tend à s'autocorriger au fil du temps sous l'influence du cycle économique, en supposant que les prévisions relatives au PIB se révèlent correctes et qu'il existe, dans le futur, une relation stylisée et stable entre les composantes conjoncturelles du solde budgétaire et le PIB. Sur la base de ces hypothèses, la réduction du déficit budgétaire corrigé du cycle passe en général par une augmentation des impôts et/ou le maintien du niveau des dépenses non conjoncturelles en deçà du taux de croissance potentiel ou tendanciel de l'économie. D'une manière plus générale, il convient de souligner que de nombreux facteurs, et pas seulement les facteurs quasi cycliques précités mais également les facteurs non conjoncturels, comme le vieillissement de la population, exercent une influence sur le solde budgétaire corrigé du cycle. Il est important, pour une formulation appropriée de la politique budgétaire, d'anticiper autant que possible ces facteurs et de les prendre en compte dans le calibrage des décisions relatives à la fiscalité et aux dépenses. C'est également en raison des incertitudes qui entourent les estimations des soldes budgétaires corrigés du cycle que le respect des limites du déficit budgétaire global, notamment de la valeur de référence de 3 % du PIB, demeure un élément essentiel du Pacte de stabilité et de croissance.

Le 2 février 2012, les pays membres de la zone euro ont signé le Traité instituant le mécanisme européen de stabilité (MES) permanent qui va remplacer ou compléter le FESF. Ce nouveau mécanisme de crise vise à préserver la stabilité financière dans la zone euro et entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2012, un an plus tôt que prévu initialement. Le FESF et le MES devraient pouvoir garantir une capacité de financement combinée de 500 milliards d'euros, dont l'adéquation sera réexaminée par les chefs d'État et de gouvernement lors de leur réunion de fin mars. Notamment, à compter du 1<sup>er</sup> mars 2013, seuls les pays de la zone euro qui ont ratifié le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire pourront se voir accorder un soutien financier dans le cadre du MES.

Selon de premières indications, les progrès en matière d'assainissement budgétaire dans la zone euro dans son ensemble et dans les pays vulnérables en particulier, ainsi que les efforts visant à renforcer

### Graphique 61 Écarts de rendement vis-à-vis des emprunts publics allemands à dix ans

(données quotidiennes ; en points de base)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters et calculs de la BCE

compétitivité, ont contribué à renforcer la confiance des marchés financiers. Néanmoins, le sentiment des marchés demeure fragile. Les gouvernements de la zone euro doivent donc continuer à mettre en œuvre des stratégies d'assainissement budgétaire d'ensemble et se conformer à tous leurs engagements au titre du Pacte de stabilité et de croissance. À cet égard, le Semestre européen 2012 devrait être utilisé pour appliquer rigoureusement le mécanisme de surveillance budgétaire renforcée. Dans leurs programmes de stabilité de 2012, qui doivent être soumis à la Commission européenne d'ici mi-avril, les pays de la zone euro devraient décrire en détail la façon dont ils entendent se conformer au nouveau traité. En outre, les pays soumis à une procédure de déficit excessif devraient préciser les mesures à prendre pour corriger leurs déficits excessifs dans les délais requis. Ils devraient également tenir compte des recommandations émises par le Conseil Ecofin dans le contexte de l'évaluation des programmes de stabilité 2011. Les efforts d'assainissement budgétaire devraient se concentrer sur les mesures qui ont le potentiel d'accroître l'efficacité des dépenses et la compétitivité, soutenant ainsi la croissance économique.

À l'avenir, d'autres étapes ambitieuses visant à améliorer le cadre budgétaire et axées sur une véritable « union de la stabilité budgétaire » seront nécessaires. Avec les progrès déjà réalisés, cela amorcerait un cercle vertueux de situations budgétaires saines, de réduction des risques pesant sur la soutenabilité de la dette publique et d'une confiance renforcée des marchés financiers.

le cadre économique et budgétaire de l'UE et, par conséquent, les fondements de la monnaie unique, ont été reconnus par les marchés financiers. À cet égard, les tensions sur les marchés de la dette souveraine dans les pays vulnérables de la zone ont reculé, comme en témoigne la réduction du *spread* des obligations de ces pays vis-à-vis des obligations souveraines allemandes (cf. graphique 61).

### LES ENJEUX DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Le pacte budgétaire, tel qu'il est inscrit dans le nouveau Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire, est un pas dans la bonne direction. Avec le « paquet » (*six-pack*) de réformes de la gouvernance économique et financière qui est entré en vigueur en décembre 2011<sup>4</sup>, il constitue un autre engagement pour renforcer le cadre budgétaire qui sous-tend l'UEM. Ces mesures destinées à assurer davantage de discipline budgétaire, couplées avec des efforts supplémentaires pour améliorer la

4 Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Le cadre de gouvernance économique renforcée de l'UE entre en vigueur* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011

# 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	1,0	1,39	2,65
2011 T1	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	1,10	3,66
T2	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,5	1,42	3,41
T3	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,7	1,56	2,48
T4	1,9	2,1	2,3	-	2,0	-0,2	1,50	2,65
2011 Septembre	2,0	2,5	2,9	2,8	2,5	0,0	1,54	2,48
Octobre	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,7	1,58	2,79
Novembre	2,1	2,1	2,0	2,0	1,7	-0,8	1,48	3,07
Décembre	1,6	1,8	1,5	2,0	1,0	-0,7	1,43	2,65
2012 Janvier	2,0	2,3	2,5	.	1,1	.	1,22	2,67
Février	.	.	.	.	.	.	1,05	2,59

### 2. Prix, production, demande et marché du travail <sup>5)</sup>

	IPCH <sup>6)</sup>	Prix à la production	Coûts horaire 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	1,6	1,9	7,4	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	.	1,4	3,6	80,4	.	10,2
2011 T2	2,8	6,3	3,3	1,6	4,1	80,9	0,4	10,0
T3	2,7	5,9	2,7	1,3	4,0	80,0	0,3	10,2
T4	2,9	5,1	.	0,7	-0,2	79,8	.	10,5
2011 Septembre	3,0	5,8	-	-	2,2	-	-	10,3
Octobre	3,0	5,5	-	-	1,0	79,6	-	10,4
Novembre	3,0	5,4	-	-	0,1	-	-	10,5
Décembre	2,7	4,3	-	-	-2,0	-	-	10,6
2012 Janvier	2,6	3,7	-	-	.	80,0	-	10,7
Février	2,7	.	-	-	.	-	-	.

### 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	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	-21,6	6,0	223,7	667,1	.	.	103,4	100,7	1,3920
2011 T1	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,5	102,7	100,1	1,3680
T2	-20,4	-3,0	121,2	580,9	-14,1	119,4	105,2	102,6	1,4391
T3	0,6	3,1	21,1	646,6	-13,8	123,0	103,5	100,7	1,4127
T4	25,9	18,9	-37,4	667,1	.	.	102,1	99,4	1,3482
2011 Septembre	0,9	3,6	29,7	646,6	.	.	102,8	100,0	1,3770
Octobre	4,1	1,7	-34,1	651,6	.	.	103,0	100,3	1,3706
Novembre	4,1	6,7	-6,5	683,4	.	.	102,6	99,9	1,3556
Décembre	17,7	10,5	3,2	667,1	.	.	100,8	98,1	1,3179
2012 Janvier	.	.	.	702,4	.	.	98,9	96,4	1,2905
Février	.	.	.	.	.	.	99,6	97,1	1,3224

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	10 février 2012	17 février 2012	24 février 2012	2 mars 2012
<b>Avoirs et créances en or</b>	423 446	423 445	423 445	423 445
<b>Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro</b>	245 107	245 805	245 278	246 981
<b>Créances en devises sur les résidents de la zone euro</b>	100 629	99 629	99 874	72 110
<b>Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro</b>	23 936	23 512	23 801	23 269
<b>Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro</b>	787 255	796 332	819 682	1 130 352
Opérations principales de refinancement	109 462	142 751	166 490	29 469
Opérations de refinancement à plus long terme	676 505	652 097	652 097	1 100 076
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0
Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0	0	0
Facilité de prêt marginal	1 213	1 436	1 020	783
Appels de marge versés	74	48	75	24
<b>Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro</b>	70 338	69 197	64 663	59 261
<b>Titres en euros émis par les résidents de la zone euro</b>	624 299	624 679	626 474	631 714
Titres détenus à des fins de politique monétaire	282 686	283 029	283 609	284 080
Autres titres	341 613	341 649	342 865	347 633
<b>Créances en euros sur les administrations publiques</b>	31 176	31 176	31 176	31 176
<b>Autres actifs</b>	349 598	349 488	358 205	404 851
<b>Total de l'actif</b>	<b>2 655 784</b>	<b>2 663 261</b>	<b>2 692 598</b>	<b>3 023 159</b>

2. Passif	10 février 2012	17 février 2012	24 février 2012	2 mars 2012
<b>Billets en circulation</b>	869 974	869 355	867 396	870 556
<b>Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	812 062	807 200	793 399	1 148 864
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	83 209	132 473	93 676	91 402
Facilité de dépôt	507 876	454 356	477 324	820 819
Reprises de liquidité en blanc	219 000	219 500	219 500	219 500
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0
Appels de marge reçus	1 977	871	2 899	17 143
<b>Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	2 215	1 931	2 329	7 368
<b>Certificats de dette émis</b>	0	0	0	0
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	94 255	110 572	153 640	147 146
<b>Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro</b>	118 781	118 157	115 851	90 890
<b>Engagements en devises envers les résidents de la zone euro</b>	5 014	4 701	4 771	4 413
<b>Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro</b>	7 319	7 401	7 337	7 861
<b>Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	55 942	55 942	55 942	55 942
<b>Autres passifs</b>	214 318	212 316	215 914	213 100
<b>Comptes de réévaluation</b>	394 028	394 029	394 029	394 029
<b>Capital et réserves</b>	81 877	81 657	81 990	82 990
<b>Total du passif</b>	<b>2 655 784</b>	<b>2 663 261</b>	<b>2 692 598</b>	<b>3 023 159</b>

Source : BCE

**1.2 Taux directeurs de la BCE**

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

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

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>								
2011 30 novembre	265 456	192	265 456	1,25	–	–	–	7
7 décembre	252 100	197	252 100	1,25	–	–	–	7
14	291 629	197	291 629	1,00	–	–	–	7
21	169 024	146	169 024	1,00	–	–	–	7
28	144 755	171	144 755	1,00	–	–	–	7
2012 4 janvier	130 622	138	130 622	1,00	–	–	–	7
11	110 923	131	110 923	1,00	–	–	–	7
18	126 877	143	126 877	1,00	–	–	–	7
25	130 317	136	130 317	1,00	–	–	–	7
1 <sup>er</sup> février	115 579	135	115 579	1,00	–	–	–	7
8	109 462	135	109 462	1,00	–	–	–	7
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
<b>Opérations de refinancement à plus long terme</b>								
2011 27 octobre <sup>5)</sup>	56 934	181	56 934	–	–	–	–	371
27	44 564	91	44 564	1,17	–	–	–	91
9 novembre	55 547	47	55 547	1,25	–	–	–	35
1 <sup>er</sup> décembre	38 620	108	38 620	1,26	–	–	–	91
14	41 150	42	41 150	1,00	–	–	–	35
22 <sup>5)</sup>	29 741	72	29 741	–	–	–	–	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 <sup>5)</sup>	19 580	54	19 580	–	–	–	–	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

#### 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
2011 7 décembre	Reprise de liquidité en blanc	246 344	113	207 000	–	–	1,25	1,00	0,65	–	7
13	Reprise de liquidité en blanc	260 883	137	258 029	–	–	1,25	1,05	1,03	–	1
14	Reprise de liquidité en blanc	241 403	110	207 500	–	–	1,00	0,80	0,49	–	7
21	Reprise de liquidité en blanc	257 035	106	211 000	–	–	1,00	0,75	0,53	–	7
28	Reprise de liquidité en blanc	263 336	95	211 000	–	–	1,00	0,89	0,56	–	7
2012 4 janvier	Reprise de liquidité en blanc	336 926	134	211 500	–	–	1,00	0,44	0,36	–	7
11	Reprise de liquidité en blanc	376 720	131	213 000	–	–	1,00	0,34	0,32	–	7
18	Reprise de liquidité en blanc	377 640	118	217 000	–	–	1,00	0,31	0,29	–	7
25	Reprise de liquidité en blanc	345 649	113	219 000	–	–	1,00	0,30	0,28	–	7
1 <sup>er</sup> février	Reprise de liquidité en blanc	325 503	100	219 000	–	–	1,00	0,28	0,27	–	7
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

Source : BCE

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

**1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité**

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

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

Assiette des réserves à fin <sup>1)</sup> :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif <sup>2)</sup>		Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis > à 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée > à 2 ans
	1	2	3	4	5	6
2008	18 169,6	10 056,8	848,7	2 376,9	1 243,5	3 643,7
2009	18 318,2	9 808,5	760,4	2 475,7	1 170,1	4 103,5
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5
2011	18 970,1	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8
2011 Août	19 095,3	9 688,3	645,8	2 782,6	1 557,4	4 421,3
Septembre	19 247,9	9 761,9	650,5	2 808,3	1 576,5	4 450,7
Octobre	19 126,2	9 718,9	657,4	2 788,5	1 562,7	4 398,7
Novembre	19 073,0	9 708,5	673,6	2 776,0	1 509,5	4 405,4
Décembre	18 970,1	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8

**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 11 octobre	206,1	208,7	2,6	0,0	1,50
8 novembre	206,2	208,9	2,8	0,0	1,50
13 décembre	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 janvier	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14 février	103,3	108,1	4,7	0,0	1,00
13 mars	104,3	.	.	.	.

**3. Liquidité**

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité					Facteurs d'absorption de la liquidité					Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème											
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité <sup>3)</sup>	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité <sup>4)</sup>	Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net)		
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 13 septembre	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1 184,5
11 octobre	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1 232,2
8 novembre	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1 274,8
13 décembre	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012 17 janvier	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1 495,3
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

Source : BCE

1) Fin de période

2) 1 % à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, et 2 % pour l'ensemble des périodes de constitution précédentes

3) Dont la liquidité fournie dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées et du Programme pour les marchés de titres de l'Eurosystème

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

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



# STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires <sup>2)</sup>	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>3)</sup>
		Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM	Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosystème</b>														
2010	3 212,4	1 551,0	18,6	0,9	1 531,5	574,4	463,8	9,4	101,2	–	18,1	684,1	8,5	376,3
2011	4 701,5	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	–	19,9	779,2	8,8	448,2
2011 T3	3 928,6	2 043,3	18,0	1,0	2 024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	–	17,9	767,4	8,7	431,3
T4	4 701,5	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	–	19,9	779,2	8,8	448,2
2011 Octobre	4 013,1	2 122,5	18,0	1,0	2 103,6	667,3	551,8	10,8	104,7	–	18,6	757,7	8,7	438,3
Novembre	4 329,7	2 383,6	18,0	1,0	2 364,7	691,8	576,5	10,9	104,3	–	18,4	784,5	8,8	442,7
Décembre	4 701,5	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	–	19,9	779,2	8,8	448,2
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	4 741,5	2 761,9	18,0	1,0	2 743,0	730,4	613,8	11,0	105,6	–	20,2	808,8	8,8	411,3
<b>IFM hors Eurosystème</b>														
2010	32 199,5	17 763,1	1 221,8	11 026,1	5 515,2	4 938,6	1 524,2	1 528,6	1 885,8	59,9	1 233,1	4 323,4	223,5	3 657,9
2011	33 542,4	18 488,2	1 160,0	11 162,2	6 166,0	4 766,8	1 397,5	1 517,9	1 851,5	50,2	1 213,4	4 252,0	233,2	4 538,5
2011 T3	33 661,6	18 445,7	1 145,8	11 296,1	6 003,8	4 674,6	1 416,1	1 458,8	1 799,8	58,4	1 229,9	4 420,8	230,3	4 601,8
T4	33 542,4	18 488,2	1 160,0	11 162,2	6 166,0	4 766,8	1 397,5	1 517,9	1 851,5	50,2	1 213,4	4 252,0	233,2	4 538,5
2011 Octobre	33 344,4	18 448,9	1 145,5	11 266,3	6 037,1	4 716,8	1 393,8	1 519,1	1 804,0	55,9	1 226,6	4 268,1	230,9	4 397,1
Novembre	33 392,7	18 538,6	1 144,3	11 251,7	6 142,6	4 710,5	1 381,8	1 523,7	1 805,0	56,3	1 228,2	4 277,3	231,5	4 350,3
Décembre	33 542,4	18 488,2	1 160,0	11 162,2	6 166,0	4 766,8	1 397,5	1 517,9	1 851,5	50,2	1 213,4	4 252,0	233,2	4 538,5
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	33 737,5	18 524,9	1 157,0	11 194,7	6 173,2	4 837,7	1 448,1	1 521,1	1 868,5	51,7	1 233,5	4 230,9	231,2	4 627,5

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires <sup>4)</sup>	Titres de créance émis <sup>5)</sup>	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs <sup>3)</sup>
			Total	Administration centrale	Autres administrations publiques/autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosystème</b>											
2010	3 212,4	863,7	1 394,8	68,0	8,7	1 318,1	–	0,0	428,5	153,8	371,7
2011	4 701,5	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	–	0,0	483,4	287,7	407,2
2011 T3	3 928,6	882,1	1 984,0	50,1	6,6	1 927,3	–	0,0	475,8	189,4	397,3
T4	4 701,5	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	–	0,0	483,4	287,7	407,2
2011 Octobre	4 013,1	889,2	2 068,0	66,4	10,6	1 991,0	–	0,0	477,1	177,5	401,3
Novembre	4 329,7	892,7	2 367,8	60,9	12,0	2 294,9	–	0,0	489,4	178,2	401,8
Décembre	4 701,5	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	–	0,0	483,4	287,7	407,2
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	4 741,5	893,6	2 666,9	108,7	9,8	2 548,4	–	0,0	524,3	245,1	411,6
<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	33 542,4	–	17 267,4	195,5	10 752,6	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 802,4	4 660,0
2011 T3	33 661,6	–	17 079,4	211,4	10 783,6	6 084,4	607,5	4 955,3	2 203,5	4 030,8	4 785,0
T4	33 542,4	–	17 267,4	195,5	10 752,6	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 802,4	4 660,0
2011 Octobre	33 344,4	–	17 073,6	195,5	10 763,2	6 114,9	596,6	4 923,3	2 203,5	3 950,4	4 597,0
Novembre	33 392,7	–	17 113,5	203,8	10 726,1	6 183,6	603,2	4 943,7	2 204,2	3 969,5	4 558,7
Décembre	33 542,4	–	17 267,4	195,5	10 752,6	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 802,4	4 660,0
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	33 737,5	–	17 274,4	210,5	10 765,0	6 298,9	547,4	5 014,7	2 258,3	3 858,2	4 784,5

Source : BCE

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

**2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro <sup>1)</sup>**

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

**1. Actif**

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>2)</sup>
		Total	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	25 811,8	12 267,4	1 240,4	11 027,0	3 526,1	1 988,0	1 538,1	799,9	5 007,5	232,0	3 979,1
2011	26 810,6	12 341,2	1 178,0	11 163,2	3 526,5	1 997,8	1 528,7	739,1	5 031,2	242,0	4 930,6
2011 T3	27 052,7	12 460,8	1 163,8	11 297,0	3 430,0	1 960,4	1 469,6	752,4	5 188,2	239,0	4 982,2
T4	26 810,6	12 341,2	1 178,0	11 163,2	3 526,5	1 997,8	1 528,7	739,1	5 031,2	242,0	4 930,6
2011 Octobre	26 707,0	12 430,7	1 163,5	11 267,2	3 475,5	1 945,6	1 529,9	751,7	5 025,8	239,7	4 783,7
Novembre	26 705,6	12 415,0	1 162,3	11 252,7	3 493,0	1 958,3	1 534,7	753,9	5 061,8	240,2	4 741,7
Décembre	26 810,6	12 341,2	1 178,0	11 163,2	3 526,5	1 997,8	1 528,7	739,1	5 031,2	242,0	4 930,6
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	26 981,8	12 370,6	1 174,9	11 195,7	3 594,1	2 062,0	1 532,1	749,2	5 039,7	240,0	4 988,1
<b>Flux</b>											
2010	598,4	412,8	206,3	206,5	142,3	144,8	-2,5	5,7	-110,4	2,4	145,4
2011	1 014,9	49,9	-58,8	108,8	144,0	163,1	-19,1	-33,0	-34,9	8,1	880,3
2011 T3	1 379,5	46,1	-6,9	53,0	30,7	37,1	-6,4	-23,2	19,6	1,6	1 304,6
T4	-254,8	-102,1	13,5	-115,7	95,2	56,2	38,9	-14,3	-173,3	3,7	-64,4
2011 Octobre	-252,3	0,1	-0,3	0,3	40,3	-0,8	41,2	-4,7	-89,9	0,6	-198,7
Novembre	-76,5	-20,7	-1,3	-19,3	43,3	39,6	3,7	5,5	-63,3	0,6	-41,9
Décembre	74,0	-81,5	15,1	-96,7	11,6	17,5	-5,9	-15,1	-20,1	2,5	176,1
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	235,0	36,2	-3,0	39,2	68,7	60,1	8,6	9,6	17,7	-1,7	105,0

**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	25 811,8	808,6	264,2	10 535,1	552,4	2 860,4	2 022,7	4 372,0	4 350,2	46,3
2011	26 810,6	857,5	259,2	10 764,7	520,3	3 050,9	2 223,3	4 090,1	5 067,2	-22,7
2011 T3	27 052,7	831,2	261,5	10 790,2	549,0	3 050,8	2 183,9	4 220,3	5 182,4	-16,5
T4	26 810,6	857,5	259,2	10 764,7	520,3	3 050,9	2 223,3	4 090,1	5 067,2	-22,7
2011 Octobre	26 707,0	837,5	261,9	10 773,8	540,7	3 014,6	2 187,1	4 127,9	4 998,3	-34,8
Novembre	26 705,6	841,4	264,6	10 738,1	546,9	3 034,3	2 200,9	4 147,6	4 960,5	-28,8
Décembre	26 810,6	857,5	259,2	10 764,7	520,3	3 050,9	2 223,3	4 090,1	5 067,2	-22,7
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	26 981,8	843,0	319,2	10 774,8	495,7	3 040,6	2 278,1	4 103,3	5 196,1	-68,8
<b>Flux</b>										
2010	598,4	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,6	99,9	-25,5	145,9	52,6
2011	1 014,9	49,1	-0,9	174,4	-26,6	57,3	137,6	-197,5	891,8	-70,3
2011 T3	1 379,5	11,5	-77,5	104,7	6,3	-16,4	49,7	-11,6	1 339,8	-26,9
T4	-254,8	26,4	-2,2	-32,2	-6,6	-41,3	48,5	-116,7	-104,4	-26,2
2011 Octobre	-252,3	6,3	0,5	-7,8	-8,4	-18,0	4,1	-39,1	-178,8	-11,2
Novembre	-76,5	3,9	2,7	-45,9	6,5	-8,8	18,3	-43,4	-19,9	10,1
Décembre	74,0	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-14,5	26,1	-34,3	94,2	-25,1
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	235,0	-14,4	59,9	13,1	8,0	-14,9	8,0	58,7	128,0	-11,5

Source : BCE

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

## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

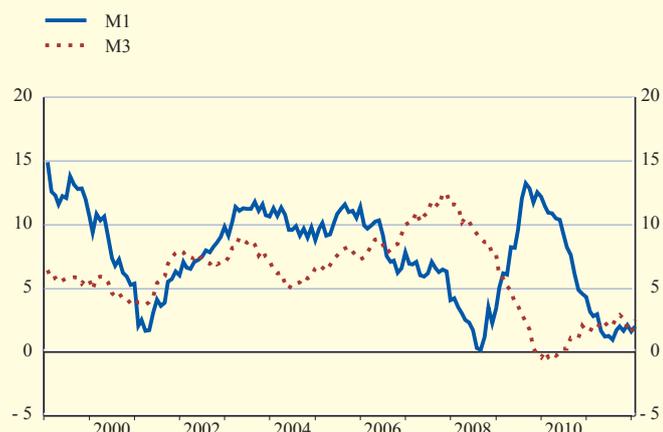
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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	4 698,5	3 696,2	8 394,8	1 127,5	9 522,3	–	7 313,6	3 270,5	13 379,2	11 047,8	–	617,3
2011	4 780,9	3 789,3	8 570,2	1 146,1	9 716,3	–	7 728,5	3 220,1	13 445,8	11 184,7	–	922,2
2011 T3	4 783,5	3 821,2	8 604,7	1 233,0	9 837,8	–	7 709,2	3 121,0	13 505,1	11 267,6	–	961,8
T4	4 780,9	3 789,3	8 570,2	1 146,1	9 716,3	–	7 728,5	3 220,1	13 445,8	11 184,7	–	922,2
2011 Octobre	4 769,3	3 809,6	8 579,0	1 204,6	9 783,6	–	7 711,7	3 106,5	13 555,4	11 261,0	–	886,4
Novembre	4 786,6	3 802,4	8 589,0	1 184,8	9 773,9	–	7 724,5	3 125,0	13 522,8	11 249,4	–	905,5
Décembre	4 780,9	3 789,3	8 570,2	1 146,1	9 716,3	–	7 728,5	3 220,1	13 445,8	11 184,7	–	922,2
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	4 783,9	3 836,2	8 620,1	1 138,8	9 758,9	–	7 780,7	3 251,9	13 498,0	11 214,8	–	922,4
<b>Flux</b>												
2010	194,7	-12,8	181,9	-24,7	157,2	–	252,4	355,2	209,3	207,6	264,5	-84,9
2011	76,2	72,0	148,2	-4,8	143,4	–	219,6	105,4	57,4	109,4	135,3	162,0
2011 T3	57,0	35,6	92,6	72,0	164,6	–	69,3	62,6	43,9	57,0	68,8	24,5
T4	-4,0	-37,4	-41,4	-75,7	-117,1	–	-1,8	117,0	-62,4	-64,8	-28,5	-69,4
2011 Octobre	-10,6	-7,9	-18,4	-27,7	-46,1	–	22,3	-0,5	57,3	23,5	52,5	-56,2
Novembre	16,2	-13,5	2,7	-20,2	-17,5	–	-13,5	45,4	-35,3	-16,4	-13,7	-17,1
Décembre	-9,6	-16,0	-25,6	-27,8	-53,4	–	-10,5	72,1	-84,3	-71,9	-67,4	3,9
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	4,6	47,7	52,4	16,0	68,4	–	11,5	27,7	63,6	36,8	42,7	-36,2
<b>Taux de croissance</b>												
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,2	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-84,9
2011	1,6	1,9	1,8	-0,5	1,5	2,0	3,0	3,5	0,4	1,0	1,2	162,0
2011 T3	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	194,1
T4	1,6	1,9	1,8	-0,5	1,5	2,0	3,0	3,5	0,4	1,0	1,2	162,0
2011 Octobre	1,7	2,3	1,9	7,9	2,6	2,5	4,3	-0,4	2,1	2,7	3,0	226,8
Novembre	2,1	2,1	2,1	0,9	2,0	2,0	3,4	0,3	0,9	1,7	1,9	198,7
Décembre	1,6	1,9	1,8	-0,5	1,5	2,0	3,0	3,5	0,4	1,0	1,2	162,0
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	2,0	2,6	2,3	4,3	2,5	.	2,8	4,8	0,7	1,1	1,5	106,9

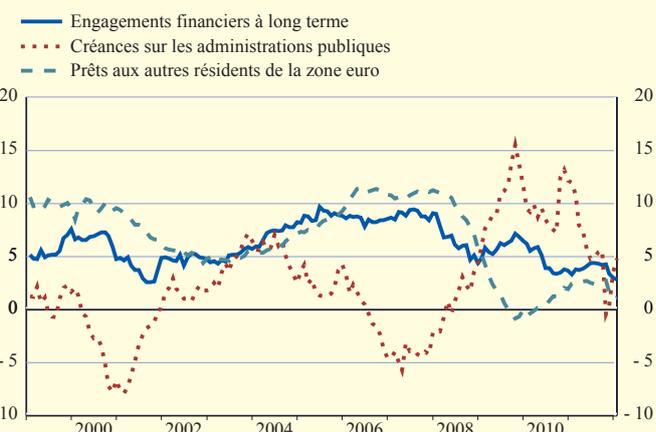
### G1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(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>

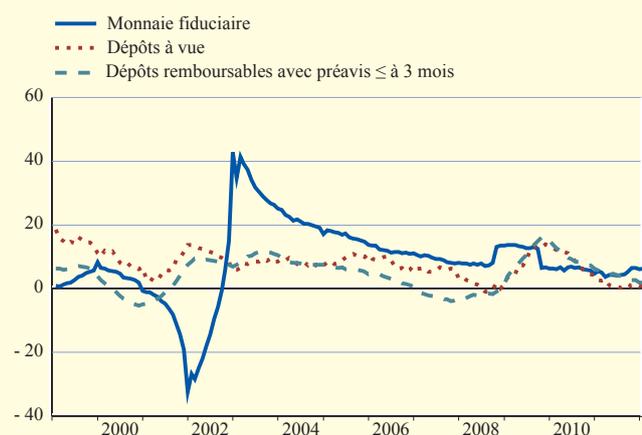
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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	793,6	3 904,9	1 781,3	1 914,9	433,9	570,2	123,4	2 753,4	118,4	2 436,0	2 005,8
2011	842,1	3 938,8	1 828,1	1 961,2	402,1	537,0	207,1	2 861,5	114,9	2 548,1	2 203,9
2011 T3	832,3	3 951,2	1 862,7	1 958,6	508,8	552,6	171,6	2 878,6	119,4	2 529,6	2 181,7
2011 T4	842,1	3 938,8	1 828,1	1 961,2	402,1	537,0	207,1	2 861,5	114,9	2 548,1	2 203,9
2011 Octobre	843,3	3 926,1	1 846,1	1 963,5	486,9	545,7	172,1	2 840,1	118,6	2 568,5	2 184,4
2011 Novembre	847,3	3 939,4	1 826,4	1 976,0	465,3	545,6	173,9	2 866,1	115,6	2 551,1	2 191,7
2011 Décembre	842,1	3 938,8	1 828,1	1 961,2	402,1	537,0	207,1	2 861,5	114,9	2 548,1	2 203,9
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	851,9	3 932,0	1 875,9	1 960,3	432,8	500,2	205,8	2 841,4	114,0	2 555,2	2 270,0
<b>Flux</b>											
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,4	-101,2	-18,9	61,8	-14,1	108,3	96,5
2011	48,7	27,5	34,9	37,1	-10,8	-27,2	33,3	25,2	-2,5	62,1	134,8
2011 T3	16,9	40,0	15,1	20,5	74,6	7,3	-10,0	-1,3	-0,4	23,0	47,9
2011 T4	9,8	-13,8	-35,5	-1,9	-104,5	7,3	21,5	-44,7	-3,5	15,1	31,3
2011 Octobre	11,0	-21,5	-12,9	5,1	-21,6	-6,9	0,8	-20,6	-0,7	39,9	3,7
2011 Novembre	4,0	12,2	-21,4	8,0	-21,8	0,1	1,5	-2,2	-2,1	-21,0	11,7
2011 Décembre	-5,1	-4,4	-1,1	-14,9	-61,1	14,1	19,2	-21,9	-0,7	-3,8	15,8
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	9,9	-5,3	48,3	-0,5	30,6	-3,9	-10,7	-15,3	-0,8	8,0	19,5
<b>Taux de croissance</b>											
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,8	2,3	-10,7	4,7	5,2
2011	6,1	0,7	2,0	1,9	-2,6	-4,7	24,2	0,9	-2,1	2,5	6,6
2011 T3	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
2011 T4	6,1	0,7	2,0	1,9	-2,6	-4,7	24,2	0,9	-2,1	2,5	6,6
2011 Octobre	6,5	0,7	1,9	2,6	34,8	-8,5	7,7	2,5	-1,1	4,5	6,7
2011 Novembre	6,5	1,2	1,5	2,6	12,7	-9,5	12,6	2,1	-2,0	2,8	6,1
2011 Décembre	6,1	0,7	2,0	1,9	-2,6	-4,7	24,2	0,9	-2,1	2,5	6,6
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	6,2	1,2	3,4	1,9	11,3	-2,2	11,6	0,0	-2,9	2,6	7,4

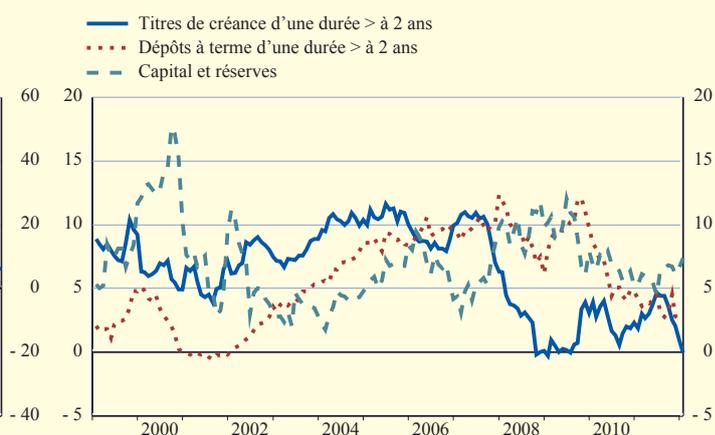
### G3 Composantes des agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(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
<b>Encours</b>												
2010	95,0	1 126,4	4 667,2	-	1 127,3	899,0	2 640,9	5 159,3	-	639,3	3 701,3	818,7
2011	91,6	1 138,0	4 721,6	-	1 146,8	861,2	2 713,6	5 233,5	-	626,1	3 778,1	829,2
2011 T3	97,0	1 140,7	4 760,9	-	1 178,0	870,2	2 712,7	5 269,0	-	627,6	3 805,8	835,6
2011 T4	91,6	1 138,0	4 721,6	-	1 146,8	861,2	2 713,6	5 233,5	-	626,1	3 778,1	829,2
2011 Octobre	93,7	1 176,7	4 760,4	-	1 180,5	868,0	2 711,9	5 230,2	-	626,7	3 768,1	835,4
2011 Novembre	92,5	1 159,2	4 756,6	-	1 175,4	865,3	2 715,8	5 241,2	-	625,8	3 780,0	835,4
2011 Décembre	91,6	1 138,0	4 721,6	-	1 146,8	861,2	2 713,6	5 233,5	-	626,1	3 778,1	829,2
2012 Janvier <sup>6)</sup>	87,0	1 171,0	4 716,5	-	1 146,1	853,1	2 717,4	5 240,2	-	627,3	3 782,0	830,9
<b>Flux</b>												
2010	7,0	55,7	-2,2	45,6	-37,5	-26,3	61,6	147,0	155,7	-7,6	133,6	21,0
2011	0,5	-23,1	52,0	57,3	22,4	-26,9	56,5	80,0	100,6	-12,6	84,5	8,1
2011 T3	8,5	18,8	24,1	24,9	-0,7	1,3	23,4	5,7	17,1	-3,1	7,3	1,5
2011 T4	-5,5	-7,0	-36,3	-34,3	-27,6	-8,1	-0,6	-16,0	18,6	-1,1	-11,1	-3,8
2011 Octobre	-3,2	38,0	6,8	8,4	4,5	-0,3	2,5	-18,0	9,5	-1,0	-17,8	0,8
2011 Novembre	-1,3	-17,0	-7,6	-7,2	-6,2	-3,2	1,7	9,6	12,1	-0,7	9,5	0,7
2011 Décembre	-0,9	-28,0	-35,5	-35,6	-26,0	-4,6	-4,9	-7,5	-3,1	0,6	-2,8	-5,3
2012 Janvier <sup>6)</sup>	-4,4	33,9	-1,2	-0,8	0,8	-7,3	5,3	8,4	14,0	2,1	4,2	2,2
<b>Taux de croissance</b>												
2010	8,0	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011	0,8	-2,0	1,1	1,2	2,0	-3,0	2,1	1,5	1,9	-2,0	2,3	1,0
2011 T3	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,3	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 T4	0,8	-2,0	1,1	1,2	2,0	-3,0	2,1	1,5	1,9	-2,0	2,3	1,0
2011 Octobre	5,7	8,5	1,8	2,2	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2
2011 Novembre	0,6	0,4	1,5	1,8	3,7	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,3	3,0	1,6
2011 Décembre	0,8	-2,0	1,1	1,2	2,0	-3,0	2,1	1,5	1,9	-2,0	2,3	1,0
2012 Janvier <sup>6)</sup>	-2,4	2,3	0,7	0,8	0,7	-3,6	2,2	1,3	2,1	-1,6	1,8	1,1

### 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 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) 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	1 115,3	155,6	579,4	213,5	322,4	4 720,8	1 139,4	860,8	2 720,6
2011 T3	98,3	78,8	5,2	14,2	1 168,0	178,2	631,3	207,4	329,3	4 754,8	1 176,5	870,6	2 707,8
2011 T4	83,4	63,7	6,3	13,4	1 115,3	155,6	579,4	213,5	322,4	4 720,8	1 139,4	860,8	2 720,6
2011 Novembre	92,9	73,8	5,3	13,8	1 158,0	186,8	623,9	213,5	320,6	4 757,8	1 177,2	864,9	2 715,8
2011 Décembre	83,4	63,7	6,3	13,4	1 115,3	155,6	579,4	213,5	322,4	4 720,8	1 139,4	860,8	2 720,6
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	84,5	65,1	6,1	13,3	1 151,5	178,3	603,7	223,2	324,5	4 722,4	1 150,1	851,5	2 720,9
<b>Flux</b>													
2011	1,1	1,9	1,1	-2,0	-24,1	12,8	-19,9	-10,2	6,0	51,1	21,7	-27,0	56,4
2011 T3	7,6	7,5	0,0	0,0	31,1	25,2	26,7	1,0	3,3	9,9	-11,4	0,3	21,0
2011 T4	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-57,0	-22,6	-55,9	4,5	-5,7	-31,1	-33,6	-8,8	11,3
2011 Novembre	-2,5	-2,4	0,0	-0,1	-28,7	-25,4	-26,3	6,6	-9,0	3,4	1,9	-4,0	5,4
2011 Décembre	-9,5	-10,2	1,0	-0,3	-49,5	-31,2	-48,4	-1,7	0,6	-37,5	-35,1	-4,6	2,2
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	1,3	1,5	-0,2	0,0	37,1	22,7	25,5	9,8	1,8	5,6	12,2	-8,4	1,8
<b>Taux de croissance</b>													
2011	1,1	2,6	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,3	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,0	2,1
2011 T3	9,9	15,2	-7,0	-8,1	4,5	20,2	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
2011 T4	1,1	2,6	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,3	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,0	2,1
2011 Novembre	0,4	3,7	-8,3	-11,4	0,4	8,9	0,2	-2,0	2,5	1,6	3,8	-3,1	2,2
2011 Décembre	1,1	2,6	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,3	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,0	2,1
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	-2,7	-2,1	19,6	-13,4	2,1	25,2	1,5	3,3	2,5	0,7	0,8	-3,6	2,2

**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	11 entrepreneurs individuels	12	13	14
<b>Encours</b>														
2011	5 242,8	628,4	140,9	183,8	303,8	3 784,3	14,5	56,6	3 713,2	830,0	419,7	142,7	87,5	599,8
2011 T3	5 274,9	629,7	138,6	186,3	304,8	3 809,8	14,4	56,6	3 738,8	835,4	409,7	147,5	87,9	600,1
2011 T4	5 242,8	628,4	140,9	183,8	303,8	3 784,3	14,5	56,6	3 713,2	830,0	419,7	142,7	87,5	599,8
2011 Novembre	5 243,1	627,0	137,7	184,6	304,7	3 777,3	14,4	56,8	3 706,2	838,7	410,0	150,5	87,2	601,0
2011 Décembre	5 242,8	628,4	140,9	183,8	303,8	3 784,3	14,5	56,6	3 713,2	830,0	419,7	142,7	87,5	599,8
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	5 236,3	624,4	140,1	182,5	301,8	3 781,9	14,2	56,7	3 711,0	830,0	418,6	143,2	87,3	599,6
<b>Flux</b>														
2011	80,6	-12,6	-4,1	-6,5	-2,0	85,1	-0,2	2,7	82,6	8,1	8,8	-6,1	-2,4	16,6
2011 T3	4,5	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,1	-0,2	1,2	12,2	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
2011 T4	-12,5	-0,8	1,9	-2,1	-0,7	-8,9	0,3	0,4	-9,6	-2,8	10,1	-4,7	-0,1	2,1
2011 Novembre	8,5	-2,0	-1,2	-0,4	-0,4	4,0	0,0	0,3	3,7	6,4	1,6	4,6	-0,1	2,0
2011 Décembre	-0,1	1,8	3,1	-0,9	-0,4	6,0	0,4	-0,1	5,6	-7,9	9,9	-7,8	0,3	-0,4
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	-4,8	-3,2	-0,7	-0,6	-1,8	-2,1	-0,3	0,0	-1,9	0,5	-0,9	0,6	-0,1	0,0
<b>Taux de croissance</b>														
2011	1,6	-2,0	-2,8	-3,5	-0,7	2,3	-1,7	5,1	2,3	1,0	2,1	-4,1	-2,7	2,8
2011 T3	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-3,2	0,5	3,9	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
2011 T4	1,6	-2,0	-2,8	-3,5	-0,7	2,3	-1,7	5,1	2,3	1,0	2,1	-4,1	-2,7	2,8
2011 Novembre	2,1	-2,2	-3,5	-3,7	-0,7	3,0	-4,0	0,3	3,0	1,6	-0,6	-1,4	-3,5	3,2
2011 Décembre	1,6	-2,0	-2,8	-3,5	-0,7	2,3	-1,7	5,1	2,3	1,0	2,1	-4,1	-2,7	2,8
2012 Janvier <sup>(p)</sup>	1,3	-1,6	-1,3	-2,9	-0,9	1,9	-1,1	5,5	1,8	1,1	2,4	-3,0	-2,2	2,7

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>

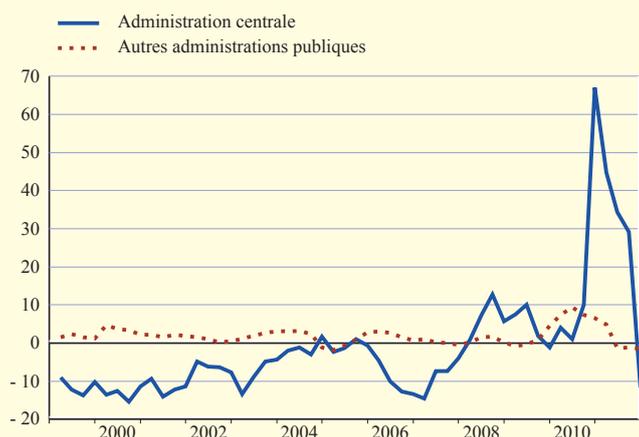
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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	3 019,8	2 021,4	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	3 155,0	2 132,4	1 022,7	62,7	960,0
T4 <sup>(p)</sup>	1 160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3 019,8	2 021,4	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	15,2	-27,1	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	65,5	58,9	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	29,1	0,0	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

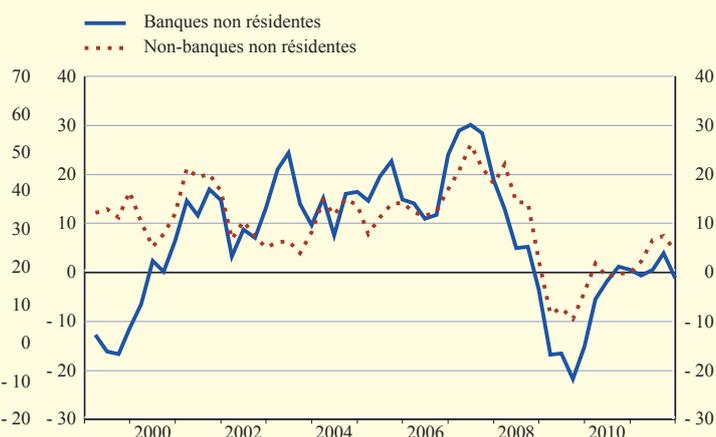
### G7 Prêts aux administrations publiques <sup>2)</sup>

(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)

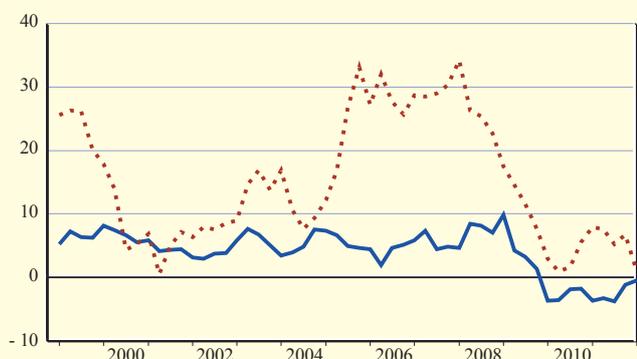
### 1. Dépôts des intermédiaires financiers

	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		
			3	4	5	6				10	11	12	13		
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 T3	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2 313,1	382,6	308,8	1 167,4	11,4	0,5	442,4	339,4
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
2011 Oct.	721,4	93,2	85,2	520,3	3,8	0,2	18,7	2 298,4	382,0	295,4	1 187,9	10,9	0,4	421,7	325,4
2011 Nov.	707,3	88,4	79,7	517,9	4,2	0,2	16,9	2 282,1	395,6	287,9	1 182,3	19,1	0,4	396,7	304,0
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. <sup>(p)</sup>	719,8	108,9	83,4	509,4	4,0	0,2	13,7	2 249,8	415,6	272,1	1 189,5	12,7	0,3	359,6	269,9
<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	-18,3	1,1	-0,1	-0,9	24,0	28,8	-29,1	20,8	3,9	0,1	-0,5	5,3
2011 T3	13,9	3,3	12,8	-3,9	0,4	0,0	1,3	89,9	10,3	8,6	7,3	-1,1	0,2	64,7	49,3
2011 T4	-12,6	3,6	-5,2	-10,5	0,1	0,0	-0,7	-95,7	4,6	-24,7	23,4	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2011 Oct.	5,7	5,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-10,3	0,6	-11,4	21,4	-0,5	0,0	-20,4	-13,9
2011 Nov.	-16,4	-4,8	-5,6	-6,8	0,2	0,0	0,6	-21,2	12,0	-9,1	-4,3	8,2	0,0	-28,0	-21,6
2011 Déc.	-2,0	3,5	0,1	-3,8	-0,2	0,0	-1,4	-64,2	-8,1	-4,2	6,3	-4,4	0,1	-53,9	-44,3
2012 Janv. <sup>(p)</sup>	15,6	16,9	3,6	-3,3	0,1	0,0	-1,7	31,0	26,2	-12,5	-0,5	-2,0	-0,2	19,9	9,6
<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	-3,5	43,3	-	-5,2	1,1	8,0	-9,3	1,7	36,1	-	-0,2	2,0
2011 T3	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,7
2011 T4	-0,3	14,4	5,6	-3,5	43,3	-	-5,2	1,1	8,0	-9,3	1,7	36,1	-	-0,2	2,0
2011 Oct.	0,5	10,3	3,7	-1,7	37,2	-	2,0	7,7	3,3	-8,8	5,3	-3,0	-	39,3	58,9
2011 Nov.	-0,4	4,6	4,8	-2,6	45,2	-	13,1	2,5	3,7	-11,1	2,0	79,6	-	13,1	17,2
2011 Déc.	-0,3	14,4	5,6	-3,5	43,3	-	-5,2	1,1	8,0	-9,3	1,7	36,1	-	-0,2	2,0
2012 Janv. <sup>(p)</sup>	0,0	17,5	9,5	-4,0	39,2	-	-18,0	3,8	8,7	-10,7	2,4	16,7	-	16,4	23,4

### G9 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

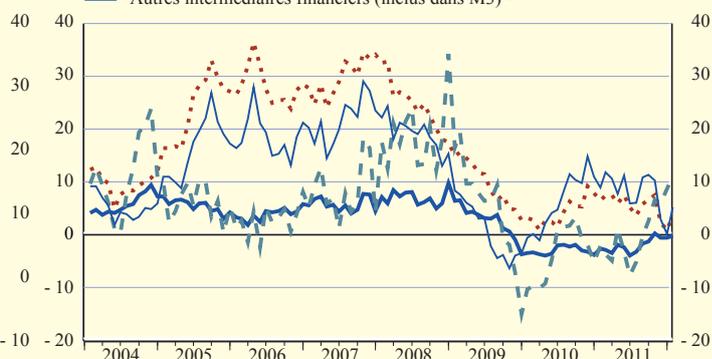
- Sociétés d'assurance et fonds de pension (total)
- ... Autres intermédiaires financiers (total)



### 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

- Secteur des IFM hors Eurosystème ; 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
- Correspond aux dépôts des colonnes 2, 3, 5 et 7
- 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)

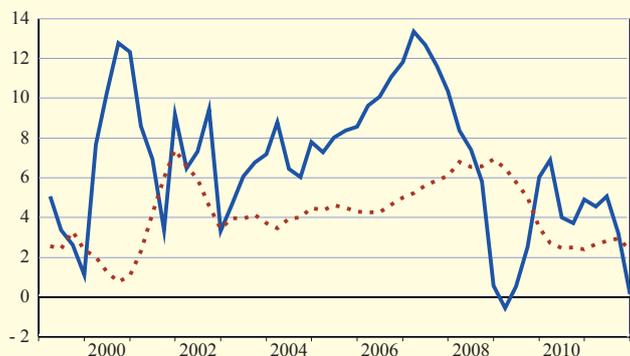
### 2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	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	5 894,5	2 256,0	948,2	723,9	1 837,0	106,7	22,7
2011 T3	1 663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5 835,4	2 240,9	921,9	709,8	1 820,1	109,0	33,9
2011 T4	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,5	2 256,0	948,2	723,9	1 837,0	106,7	22,7
2011 Oct.	1 663,8	998,3	472,1	97,3	74,5	2,0	19,6	5 833,4	2 234,6	925,5	712,0	1 820,2	108,8	32,4
2011 Nov.	1 654,1	999,9	459,7	97,6	75,2	2,0	19,6	5 825,4	2 222,9	934,7	713,0	1 816,6	107,2	31,0
2011 Déc.	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,5	2 256,0	948,2	723,9	1 837,0	106,7	22,7
2012 Janv. <sup>4)</sup>	1 636,2	993,8	452,5	98,3	74,6	2,0	15,0	5 903,8	2 229,1	966,8	727,1	1 852,5	105,9	22,4
<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	134,8	7,7	42,5	50,7	43,5	-2,6	-7,0
2011 T3	2,9	-17,3	17,1	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-18,9	15,6	3,7	4,2	-0,4	0,4
2011 T4	21,7	46,6	-17,1	0,7	-6,5	0,3	-2,4	57,1	14,8	25,9	13,9	15,0	-1,3	-11,2
2011 Oct.	2,8	0,6	2,0	0,7	-1,9	0,3	1,1	-0,8	-5,7	4,2	2,2	0,2	-0,1	-1,5
2011 Nov.	-11,2	2,5	-12,1	0,1	-1,6	0,0	0,0	-10,0	-12,0	8,8	0,8	-5,6	-0,7	-1,4
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. <sup>4)</sup>	-48,8	-49,7	-0,9	0,7	2,4	0,0	-1,3	9,8	-26,6	18,3	3,2	15,8	-0,7	-0,3
<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 T3	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
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
2011 Oct.	2,6	0,5	5,2	12,7	-4,4	-2,9	44,8	2,5	0,6	2,8	7,4	3,2	-0,6	5,1
2011 Nov.	1,3	0,1	3,2	11,7	-9,4	-1,7	17,1	2,6	0,8	3,9	7,4	2,7	-1,7	3,9
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. <sup>4)</sup>	0,8	0,5	1,3	9,4	-9,9	38,4	12,9	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,6

### G11 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

— Sociétés non financières (total)  
 ..... Ménages (total)



### G12 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)

— Sociétés non financières (total)  
 ..... Ménages (total)  
 - - - Sociétés non financières (inclus dans M3) <sup>4)</sup>  
 — Ménages (inclus dans M3) <sup>5)</sup>



Source : BCE

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

## 2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

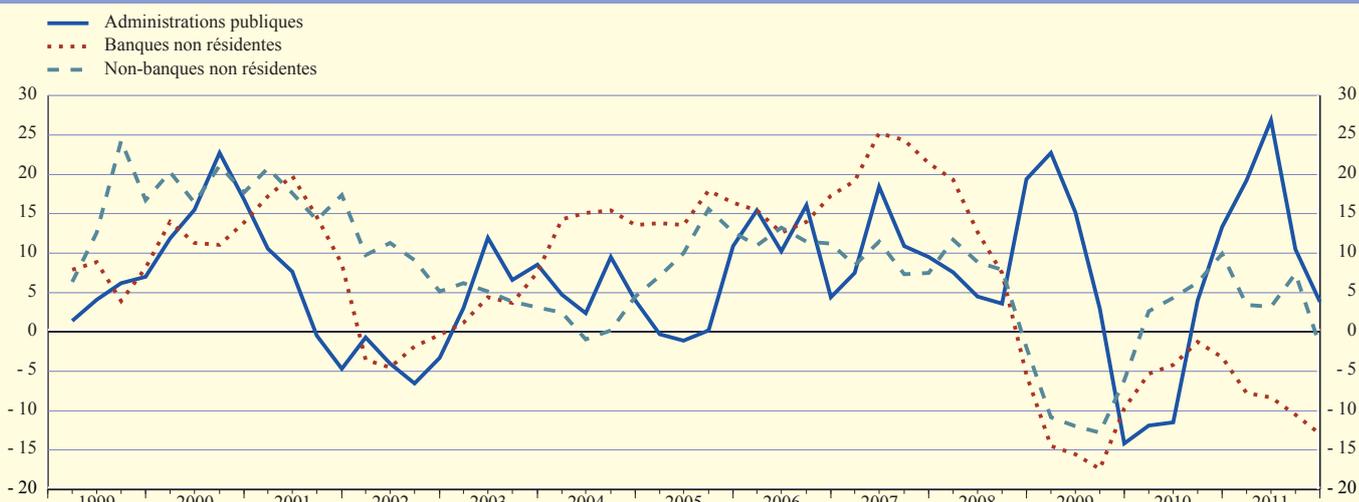
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	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	3 152,2	2 174,7	976,2	44,2	932,0
2011 T1	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3 314,1	2 346,8	967,4	41,4	926,0
T2	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3 280,6	2 295,8	984,8	47,7	937,1
T3	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3 346,4	2 298,8	1 047,6	50,0	997,7
T4 <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3 152,2	2 174,7	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>	16,8	3,3	0,6	2,3	10,6	-335,2	-318,7	-17,9	-2,2	-15,7
2011 T1	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,2	-71,7	-5,6	-3,6	-1,9
T2	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
T3	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	-0,2	-49,8	49,6	1,4	48,3
T4 <sup>(p)</sup>	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-238,1	-155,7	-83,8	-6,4	-77,4
<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	-9,8	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6
2011 T1	19,2	41,4	4,0	-1,4	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
T2	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,1	-8,3	3,2	5,0	3,1
T3	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6
T4 <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,8	-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.

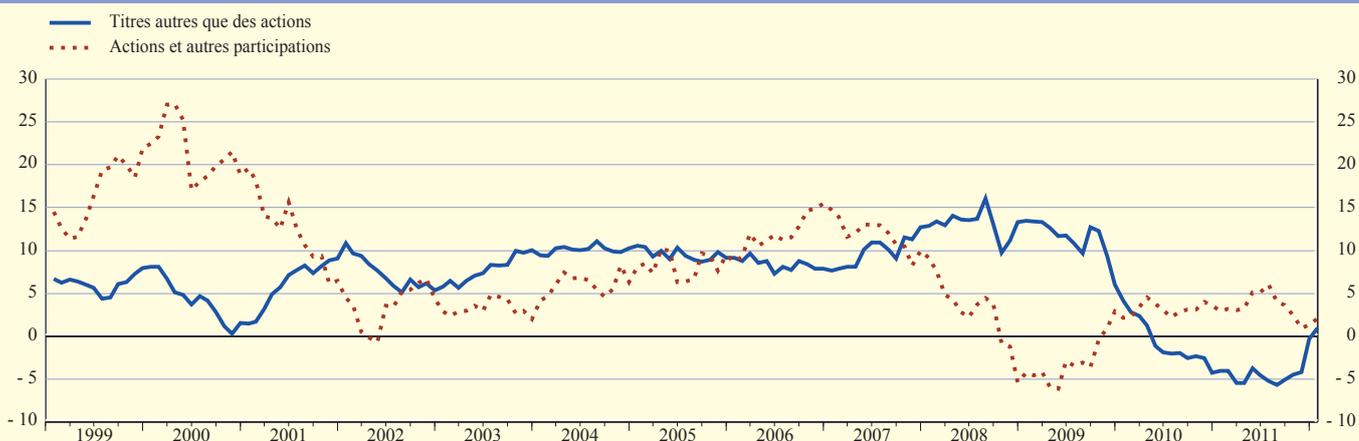
## 2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

(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	5 993,1	1 778,4	107,4	1 507,8	16,4	1 500,9	27,8	1 054,5	1 535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5 699,3	1 763,7	87,8	1 374,6	22,9	1 489,6	28,3	932,5	1 509,0	486,9	726,5	295,5
2011 T3	5 635,8	1 706,9	92,8	1 393,7	22,3	1 433,7	25,0	961,2	1 530,5	489,3	740,6	300,5
2011 T4	5 699,3	1 763,7	87,8	1 374,6	22,9	1 489,6	28,3	932,5	1 509,0	486,9	726,5	295,5
2011 Oct.	5 656,2	1 710,9	93,1	1 371,9	21,9	1 494,1	25,0	939,3	1 522,9	487,3	739,3	296,3
2011 Nov.	5 651,5	1 707,6	97,4	1 359,9	21,9	1 497,0	26,7	941,0	1 522,3	486,5	741,7	294,1
2011 Déc.	5 699,3	1 763,7	87,8	1 374,6	22,9	1 489,6	28,3	932,5	1 509,0	486,9	726,5	295,5
2012 Janv. <sup>(p)</sup>	5 761,1	1 779,9	88,6	1 424,8	23,3	1 497,3	23,8	923,4	1 529,7	497,3	736,3	296,1
<b>Flux</b>												
2010	-268,8	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-131,0	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-20,1	45,9	8,0	3,5	5,5	-20,9	0,4	-62,5	20,2	61,2	-34,7	-6,3
2011 T3	-47,9	37,1	0,3	-43,4	0,3	-6,7	-0,7	-34,8	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
2011 T4	83,4	66,5	0,5	-7,3	-0,2	36,6	2,3	-15,1	-12,1	6,3	-14,9	-3,5
2011 Oct.	24,5	3,4	2,4	-13,7	0,2	40,6	0,6	-9,0	-10,6	-2,2	-4,7	-3,7
2011 Nov.	-4,8	2,8	1,9	3,7	-0,9	2,6	1,0	-15,9	4,8	0,5	5,1	-0,7
2011 Déc.	63,6	60,3	-3,8	2,7	0,5	-6,6	0,8	9,8	-6,3	8,1	-15,3	1,0
2012 Janv. <sup>(p)</sup>	103,1	26,1	3,1	52,3	-0,1	12,2	-3,6	13,0	20,6	10,2	9,6	0,7
<b>Taux de croissance</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,1	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,4	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 T3	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,9	-4,3	-16,8	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
2011 T4	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,4	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 Oct.	-4,5	-2,2	6,8	-8,2	49,8	-0,1	-6,2	-10,6	2,4	12,6	-2,3	-0,4
2011 Nov.	-4,2	-3,0	6,7	-5,2	28,8	-2,2	1,0	-9,4	0,9	11,8	-3,8	-2,8
2011 Déc.	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,4	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2012 Janv. <sup>(p)</sup>	0,9	4,6	11,5	2,9	21,7	0,1	-9,4	-7,7	2,1	16,2	-4,9	-0,2

## G14 Titres détenus par les IFM <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

- 1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

**2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(en pourcentage du total ; encours en milliards d'euros ; données de fin de période)

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

	IFM <sup>3)</sup>							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prêts</b>														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2009	5 916,1	–	–	–	–	–	11 785,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5 515,2	–	–	–	–	–	12 247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 T3	6 003,8	–	–	–	–	–	12 441,9	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4	
T4 <sup>4)</sup>	6 166,0	–	–	–	–	–	12 322,2	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	2 132,4	44,2	55,8	34,7	2,8	3,3	1 022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0	
T4 <sup>4)</sup>	2 021,4	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	3 052,9	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	2 874,8	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
T4 <sup>4)</sup>	1 851,5	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2 915,4	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	508,5	33,6	66,4	40,3	3,9	0,9	13,5
2011 T3	478,8	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	482,4	32,5	67,5	39,2	6,0	0,8	12,5
T4 <sup>4)</sup>	457,3	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,1	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	6 084,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10 995,0	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
T4 <sup>4)</sup>	6 319,3	92,1	7,9	5,1	0,2	1,3	0,7	10 948,0	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	2 298,8	57,1	42,9	26,9	2,1	1,8	7,8	1 047,6	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6
T4 <sup>4)</sup>	2 174,7	59,2	40,8	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
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 Juin	6 352,7	390,6	2 386,8	1 958,6	886,8	224,9	505,0
Juillet	6 436,4	394,8	2 420,6	1 944,0	891,6	226,5	558,8
Août	6 193,8	411,8	2 383,1	1 736,9	840,3	227,9	593,8
Sept.	6 073,8	420,9	2 383,1	1 632,8	830,9	229,5	576,6
Oct.	6 171,5	422,2	2 369,7	1 735,8	845,4	228,4	570,1
Nov.	6 076,4	418,7	2 344,4	1 703,7	827,7	229,0	552,9
Déc. <sup>(p)</sup>	6 208,5	417,8	2 503,5	1 733,2	839,2	230,8	484,0
<b>Transactions</b>							
2011 T2	68,9	5,6	38,2	25,9	12,3	5,8	-18,9
T3	-4,8	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,8	42,2
T4 <sup>(p)</sup>	-191,3	-33,2	-11,0	-26,4	-10,5	2,0	-112,2

### 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 Juin	6 352,7	121,0	5 790,3	4 466,8	672,6	1 323,5	441,4
Juillet	6 436,4	122,3	5 826,4	4 465,8	674,3	1 360,5	487,7
Août	6 193,8	128,7	5 545,9	4 268,5	623,2	1 277,4	519,2
Sept.	6 073,8	125,1	5 417,7	4 163,7	604,2	1 254,0	531,0
Oct.	6 171,5	125,7	5 527,6	4 233,0	616,2	1 294,6	518,2
Nov.	6 076,4	127,0	5 443,7	4 151,8	597,8	1 291,8	505,8
Déc. <sup>(p)</sup>	6 208,5	116,1	5 660,5	4 253,3	614,1	1 407,2	431,8
<b>Transactions</b>							
2011 T2	68,9	-2,9	79,0	25,8	9,6	53,3	-7,3
T3	-4,8	6,4	-44,1	-54,8	-31,0	10,7	32,8
T4 <sup>(p)</sup>	-191,3	-13,8	-47,3	-59,2	-2,6	12,7	-130,2

### 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 Mai	5 861,2	1 825,3	1 729,6	1 438,2	271,2	114,5	482,5	5 775,6	85,6	1 090,1
Juin	5 790,3	1 812,5	1 689,6	1 424,5	272,5	112,5	478,8	5 703,5	86,8	1 047,5
Juillet	5 826,4	1 837,0	1 674,6	1 434,3	287,0	116,1	477,4	5 737,7	88,6	1 032,5
Août	5 545,9	1 807,5	1 495,3	1 381,7	286,2	114,0	461,2	5 457,4	88,4	1 060,3
Sept.	5 417,7	1 786,2	1 414,0	1 387,7	286,5	119,0	424,3	5 328,5	89,2	1 066,9
Oct.	5 527,6	1 789,1	1 504,0	1 406,3	289,5	115,6	423,1	5 445,4	82,3	1 051,6
Nov.	5 443,7	1 758,0	1 473,5	1 384,4	289,1	118,7	419,8	5 360,7	83,0	1 083,5
Déc. <sup>(p)</sup>	5 660,5	1 920,7	1 496,7	1 402,7	292,9	122,1	425,4	5 575,1	85,5	991,9
<b>Transactions</b>										
2011 Juin	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,6	6,8	2,0	-36,9
Juillet	36,9	12,2	5,8	2,6	13,3	1,9	1,0	35,4	1,5	-20,0
Août	-49,0	-13,9	-23,0	-10,7	0,8	-0,2	-1,9	-49,0	0,0	32,8
Sept.	-32,0	-16,4	-11,1	-4,0	1,1	0,6	-2,1	-32,2	0,3	-12,2
Oct.	-16,7	1,2	-2,6	-5,8	1,2	-0,7	-10,0	-10,0	-6,6	-5,7
Nov.	-21,7	-8,8	-8,5	-5,7	-0,1	0,1	1,3	-22,3	0,6	19,1
Déc. <sup>(p)</sup>	-8,9	0,9	-6,4	-3,2	2,6	-0,3	-2,5	-11,0	2,1	0,7

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	2 354,9	1 430,3	383,4	675,7	200,2	5,6	165,5	924,5	246,5	354,5	14,1
T2	2 386,8	1 429,8	386,3	671,3	196,3	5,8	170,1	957,0	252,3	358,6	17,8
T3	2 383,1	1 413,6	380,5	682,1	184,1	4,7	162,1	969,4	252,4	369,7	18,7
T4 <sup>(p)</sup>	2 503,5	1 422,5	391,0	673,9	185,5	4,5	167,5	1 081,0	270,4	436,8	20,4
<b>Transactions</b>											
2011 T2	38,2	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	37,0	8,2	7,7	3,6
T3	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,3	-4,2	-4,4	6,0	-4,1	5,3
T4 <sup>(p)</sup>	-11,0	-1,1	3,1	-6,9	-1,3	-0,3	4,2	-8,3	-4,4	-6,7	-0,4

**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	615,8	53,3	-	35,8	20,4	506,3	1 017,0	141,8	323,7	72,5
T4 <sup>(p)</sup>	1 733,2	636,8	51,1	-	36,4	21,5	527,7	1 096,4	154,7	356,6	71,2
<b>Transactions</b>											
2011 T2	25,9	-0,9	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,8	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	-9,4	-1,7	-	-2,3	0,4	-5,9	-17,0	-0,9	-12,0	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	882,9	746,3	78,0	-	668,3	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
T2	886,8	752,0	79,4	-	672,6	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
T3	830,9	698,7	94,5	-	604,2	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
T4 <sup>(p)</sup>	839,2	709,2	95,1	-	614,1	-	-	130,0	20,8	40,5	0,6
<b>Transactions</b>											
2011 T2	12,3	10,8	1,2	-	9,6	-	-	1,5	0,3	1,3	0,0
T3	-15,8	-15,1	15,9	-	-31,0	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
T4 <sup>(p)</sup>	-10,5	-2,1	0,5	-	-2,6	-	-	-8,4	-0,8	-4,4	-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	Administrations publiques						
1	2	3	4	5				6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>													
2010 T3	2 287,1	350,3	1 469,7	1 161,2	582,4	148,7	23,5	6,3	130,0	259,0	100,3	41,4	66,4
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 T3	2 287,1	121,9	1 946,7	82,5	1 864,2	43,4	175,1
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						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 T3	1 161,2	830,4	220,0	19,2	0,3	7,0	32,1	259,0	139,2	47,3	91,9	38,3	119,8
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

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

**1. Actif**

	Total	Numéraire et dépôts	Prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Parts d'OPCVM	Parts d'OPCVM monétaires	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Actifs non financiers
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 T4	6 158,6	800,7	478,6	2 292,9	819,1	1 088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 T1	6 188,0	797,2	493,7	2 361,0	785,6	1 071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
T2	6 329,9	782,8	487,7	2 384,4	818,9	1 200,3	89,7	248,6	162,1	155,3
T3	6 517,3	784,2	483,4	2 424,9	792,4	1 377,3	86,0	252,0	163,2	153,8
T4	6 642,1	786,9	477,9	2 462,8	804,3	1 456,7	86,4	256,2	158,1	152,8
2010 T1	6 864,3	784,5	486,3	2 575,8	815,3	1 534,1	83,4	267,1	169,4	148,4
T2	6 891,1	785,5	488,9	2 613,5	792,7	1 518,4	79,8	272,1	190,2	150,1
T3	7 060,3	783,2	498,0	2 698,8	807,4	1 559,7	75,3	272,9	215,1	149,9
T4	6 978,8	774,1	501,6	2 642,2	823,1	1 579,1	65,3	271,8	170,0	151,5
2011 T1	7 050,6	775,1	499,7	2 676,3	826,6	1 602,0	63,5	279,0	174,3	154,1
T2	7 073,9	778,4	506,8	2 691,8	830,6	1 605,3	66,8	269,5	171,8	153,0
T3	7 060,5	793,6	498,8	2 714,4	780,2	1 553,4	74,6	267,4	225,2	152,9

**2. Portefeuilles de titres autres que des actions**

	Total	Émis par les résidents de la zone euro					Émis par les non-résidents de la zone euro	
		Total	IFM	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Sociétés non financières
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 T4	2 292,9	1 874,6	505,9	1 014,0	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 T1	2 361,0	1 939,5	531,1	1 040,5	218,3	13,5	136,1	421,5
T2	2 384,4	1 987,6	541,7	1 060,8	231,2	15,0	139,0	396,8
T3	2 424,9	2 021,7	552,6	1 086,7	229,4	15,1	137,8	403,2
T4	2 462,8	2 053,6	543,8	1 114,4	239,3	16,7	139,5	409,2
2010 T1	2 575,8	2 157,9	578,5	1 184,6	231,7	16,2	146,9	417,9
T2	2 613,5	2 190,3	581,7	1 196,8	244,3	16,6	150,9	423,1
T3	2 698,8	2 271,6	593,4	1 242,3	264,1	19,5	152,4	427,2
T4	2 642,2	2 218,7	594,3	1 215,0	236,1	17,7	155,5	423,5
2011 T1	2 676,3	2 260,2	617,3	1 208,6	261,9	19,0	153,5	416,0
T2	2 691,8	2 266,7	638,0	1 229,6	223,5	16,1	159,5	425,1
T3	2 714,4	2 289,6	640,4	1 236,2	235,6	17,4	160,1	424,8

**3. Passif et valeur nette**

	Total	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
2008 T4	6 123,7	348,8	31,7	422,1	5 178,6	2 909,2	1 445,8	823,6	142,6	34,8
2009 T1	6 129,8	347,8	31,8	378,6	5 228,6	2 927,5	1 460,2	841,0	142,9	58,2
T2	6 215,9	321,6	33,1	395,1	5 325,5	3 005,5	1 477,4	842,6	140,6	114,1
T3	6 363,7	303,8	36,1	440,0	5 438,6	3 094,8	1 501,7	842,2	145,1	153,6
T4	6 441,3	284,6	39,5	436,2	5 527,8	3 168,6	1 519,8	839,3	153,3	200,8
2010 T1	6 622,5	293,6	39,5	455,4	5 676,6	3 255,9	1 560,2	860,5	157,5	241,7
T2	6 661,4	298,9	40,9	427,9	5 733,7	3 281,4	1 589,1	863,2	160,0	229,7
T3	6 774,7	315,0	39,8	435,7	5 829,0	3 338,9	1 629,5	860,5	155,2	285,6
T4	6 816,8	284,5	42,3	444,6	5 895,6	3 381,8	1 651,3	862,4	149,8	162,0
2011 T1	6 919,1	304,2	40,1	459,7	5 965,0	3 414,1	1 664,5	886,3	150,0	131,5
T2	6 933,4	305,6	43,2	447,4	5 987,2	3 437,1	1 674,4	875,6	149,9	140,6
T3	6 892,2	311,4	42,4	401,5	5 972,6	3 422,1	1 678,9	871,6	164,3	168,3

Source : BCE



## COMPTES DE LA ZONE EURO

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

Emplois	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
<b>Compte extérieur</b>						
Exportations de biens et services						584
<i>Solde des échanges extérieurs</i> <sup>1)</sup>						-20
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Taxes nettes de subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 108	115	701	56	235	
Autres taxes nettes de subventions sur la production	27	6	14	4	4	
Consommation de capital fixe	362	97	206	11	49	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> <sup>1)</sup>	600	284	279	37	-1	
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						6
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	667	39	249	308	71	104
Intérêts	399	37	74	217	71	55
Autres revenus de la propriété	268	2	175	91	0	49
<i>Revenu national net</i> <sup>1)</sup>	1 979	1 588	129	49	214	
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	266	210	46	9	0	2
Cotisations sociales	428	428				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	457	1	17	33	405	1
Autres transferts courants	184	68	23	45	49	10
Primes nettes d'assurance-dommages	43	33	9	1	1	2
Indemnités d'assurance-dommages	43			43		1
Autres	98	35	14	1	48	8
<i>Revenu disponible net</i> <sup>1)</sup>	1 954	1 421	72	56	404	
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 850	1 365			484	
Dépense de consommation individuelle	1 665	1 365			300	
Dépense de consommation collective	184				184	
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	16	0	0	16	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i> <sup>1)</sup>	104	71	72	41	-80	1
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	468	148	255	11	54	
Formation brute de capital fixe	455	145	245	11	54	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	13	3	10	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	-1	0	0	0	0
Transferts en capital	30	9	1	2	19	5
Impôts en capital	6	6	1	0	0	0
Autres transferts en capital	24	3	0	2	19	5
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> <sup>1)</sup>	1	21	37	39	-97	-1
Écart statistique	0	-15	15	0	0	0

Sources : BCE et Eurostat

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

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

Ressources	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T3 2011						
<b>Compte extérieur</b>						
Importations de biens et services						564
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 097	502	1 200	108	287	
Taxes nettes de subventions sur les produits	240					
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	2 338					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	600	284	279	37	-1	
Rémunération des salariés	1 109	1 109				4
Taxes nettes de subventions sur la production	267				267	1
Revenus de la propriété	671	233	99	319	19	100
Intérêts	391	62	49	269	10	63
Autres revenus de la propriété	280	172	49	50	9	37
<i>Revenu national net</i>						
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net	1 979	1 588	129	49	214	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	267				267	1
Cotisations sociales	428	1	17	50	360	1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	455	455				3
Autres transferts courants	160	85	12	45	18	35
Primes nettes d'assurance-dommages	43			43		2
Indemnités d'assurance-dommages	43	35	7	1	0	2
Autres	74	50	5	0	18	32
<i>Revenu disponible net</i>						
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net	1 954	1 421	72	56	404	
Dépense de consommation finale						
Dépense de consommation individuelle						
Dépense de consommation collective						
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	16	16				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	104	71	72	41	-80	1
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	362	97	206	11	49	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	32	9	16	1	7	3
Impôts en capital	6				6	0
Autres transferts en capital	26	9	16	1	1	3
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat

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

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

(montants en milliards d'euros)

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
<b>T3 2011</b>								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		18 903	16 948	32 249	15 364	6 834	3 874	16 763
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				412				
Numéraire et dépôts	6 708	1 901		9 114	2 364	805	787	3 572
Titres de créance à court terme	57	76		464	317	47	32	714
Titres de créance à long terme	1 371	244		5 973	2 436	2 659	442	3 824
Crédits	80	3 132		13 430	3 588	472	545	1 900
<i>dont à long terme</i>	59	1 796		10 308	2 560	352	463	.
Actions et autres participations	4 397	7 901		1 912	6 383	2 469	1 363	6 033
Actions cotées	829	1 413		370	2 154	572	262	.
Actions non cotées et autres participations	2 204	6 078		1 242	3 233	297	933	.
Parts d'OPCVM	1 364	410		300	996	1 600	168	.
Provisions techniques d'assurance	5 815	178		3	0	230	4	241
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	476	3 516		941	276	152	701	479
<i>Valeur financière nette</i>								
<b>Compte financier, transactions sur actifs financiers</b>								
Total des transactions sur actifs financiers		28	195	1 340	50	54	-27	118
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts	12	19		1 140	92	26	-86	31
Titres de créance à court terme	-3	4		47	-3	7	0	-18
Titres de créance à long terme	-10	7		-15	-62	-15	-5	19
Crédits	0	93		53	55	-3	-15	38
<i>dont à long terme</i>	0	27		-140	30	0	-2	.
Actions et autres participations	-17	69		0	-32	43	13	8
Actions cotées	6	40		1	-69	3	3	.
Actions non cotées et autres participations	8	34		10	56	3	14	.
Parts d'OPCVM	-30	-5		-11	-19	37	-4	.
Provisions techniques d'assurance	24	0		0	0	-1	0	-3
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	22	4		114	0	-3	66	43
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
<b>Compte des autres changements, actifs financiers</b>								
Total des autres changements sur actifs financiers		-466	-840	61	-340	-113	-46	8
Or monétaire et DTS				57				
Numéraire et dépôts	9	5		94	0	2	0	73
Titres de créance à court terme	-2	3		-1	4	0	-1	21
Titres de créance à long terme	-43	-16		43	11	21	2	172
Crédits	-1	11		41	21	-1	0	24
<i>dont à long terme</i>	-1	2		19	13	0	0	.
Actions et autres participations	-406	-823		-155	-383	-137	-58	-283
Actions cotées	-182	-231		-71	-302	-52	-45	.
Actions non cotées et autres participations	-145	-561		-79	-34	-7	-3	.
Parts d'OPCVM	-79	-31		-5	-46	-78	-9	.
Provisions techniques d'assurance	-13	0		0	0	2	0	2
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	-10	-20		-18	6	0	11	-1
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
<b>Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		18 466	16 303	33 651	15 074	6 776	3 800	16 889
Or monétaire et DTS				469				
Numéraire et dépôts	6 728	1 925		10 348	2 456	833	700	3 676
Titres de créance à court terme	52	83		510	318	54	31	717
Titres de créance à long terme	1 318	235		6 001	2 385	2 666	439	4 015
Crédits	79	3 237		13 524	3 664	468	530	1 961
<i>dont à long terme</i>	58	1 825		10 187	2 603	352	461	.
Actions et autres participations	3 974	7 146		1 758	5 968	2 375	1 318	5 758
Actions cotées	652	1 222		301	1 782	523	220	.
Actions non cotées et autres participations	2 066	5 551		1 173	3 254	293	943	.
Parts d'OPCVM	1 255	374		284	932	1 559	155	.
Provisions techniques d'assurance	5 827	177		3	0	231	4	240
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	488	3 499		1 037	282	149	777	521
<i>Valeur financière nette</i>								

Source : BCE

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

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
<b>T3 2011</b>								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, passifs</b>								
Total des éléments de passif		6 670	26 813	31 393	14 736	6 891	9 218	14 801
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)								
Numéraire et dépôts			30	22 301	21	0	259	2 640
Titres de créance à court terme			82	623	78	1	687	235
Titres de créance à long terme			799	4 540	2 738	33	6 002	2 838
Crédits		6 152	8 564		3 376	270	1 706	3 079
<i>dont à long terme</i>		5 784	6 077		1 855	121	1 401	
Actions et autres participations		7	13 364	2 691	8 389	423	6	5 577
Actions cotées			3 914	489	250	122	0	
Actions non cotées et autres participations		7	9 451	1 155	2 552	300	6	
Parts d'OPCVM				1 048	5 587			
Provisions techniques d'assurance		35	335	70	1	6 029	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		476	3 638	1 168	133	135	558	431
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 550	12 233	-9 865	856	628	-57	-5 345	
<b>Compte financier, transactions sur passifs</b>								
Total des transactions sur passifs		22	143	1 288	100	18	69	118
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			-1	1 148	12	0	3	72
Titres de créance à court terme			11	6	-10	0	15	11
Titres de créance à long terme			3	-17	-7	0	-35	-24
Crédits		16	40		96	6	28	35
<i>dont à long terme</i>		24	25		43	-2	27	
Actions et autres participations		0	54	27	23	1	0	-20
Actions cotées			4	17	3	1	0	
Actions non cotées et autres participations		0	50	9	75	0	0	
Parts d'OPCVM				0	-55			
Provisions techniques d'assurance		0	0	2	0	17	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		6	34	122	-13	-6	58	44
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> <sup>1)</sup>	1	6	53	52	-50	36	-97	-1
<b>Compte des autres changements, passifs</b>								
Total des autres changements sur passifs		6	-1 435	-2	-367	-83	90	-2
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	117	0	0	0	66
Titres de créance à court terme			0	10	0	0	0	15
Titres de créance à long terme			27	64	-32	-1	97	36
Crédits		1	13		42	-1	1	38
<i>dont à long terme</i>		2	1		14	-1	1	
Actions et autres participations		0	-1 461	-200	-379	-45	0	-159
Actions cotées			-776	-158	-68	-25	0	
Actions non cotées et autres participations		0	-685	-61	0	-20	0	
Parts d'OPCVM				19	-311			
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	-9	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		4	-14	8	3	-28	-7	3
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	47	-472	595	64	26	-29	-137	10
<b>Compte de patrimoine de clôture, passifs</b>								
Total des passifs		6 698	25 520	32 680	14 470	6 825	9 378	14 917
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			30	23 566	32	0	262	2 778
Titres de créance à court terme			94	639	68	1	702	261
Titres de créance à long terme			828	4 587	2 699	32	6 064	2 850
Crédits		6 169	8 617		3 514	275	1 735	3 151
<i>dont à long terme</i>		5 811	6 104		1 912	118	1 429	
Actions et autres participations		7	11 958	2 518	8 033	378	6	5 398
Actions cotées			3 142	348	185	97	0	
Actions non cotées et autres participations		7	8 816	1 103	2 627	279	6	
Parts d'OPCVM				1 067	5 221			
Provisions techniques d'assurance		35	335	72	1	6 038	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		487	3 658	1 298	123	101	609	479
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 502	11 767	-9 217	971	604	-50	-5 578	

Source : BCE

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

### 3.2 Comptes non financiers de la zone euro

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

Emplois	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 278	4 460	4 442	4 472	4 490	4 517	4 548	4 575
Autres taxes nettes de subventions sur la production	99	94	85	87	82	84	88	94
Consommation de capital fixe	1 294	1 361	1 384	1 405	1 415	1 425	1 435	1 442
Excédent net d'exploitation et revenu mixte <sup>1)</sup>	2 398	2 360	2 117	2 187	2 213	2 240	2 259	2 271
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	3 689	3 936	2 959	2 759	2 803	2 848	2 922	2 976
Intérêts	2 129	2 383	1 606	1 401	1 410	1 441	1 484	1 532
Autres revenus de la propriété	1 560	1 553	1 353	1 358	1 393	1 407	1 438	1 445
Revenu national net <sup>1)</sup>	7 773	7 807	7 538	7 680	7 733	7 797	7 862	7 920
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 136	1 145	1 028	1 043	1 054	1 071	1 081	1 096
Cotisations sociales	1 596	1 671	1 676	1 689	1 699	1 708	1 717	1 733
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 586	1 657	1 774	1 813	1 821	1 826	1 831	1 837
Autres transferts courants	738	771	775	779	771	771	773	772
Primes nettes d'assurance-dommages	183	187	181	180	180	178	178	179
Indemnités d'assurance-dommages	184	188	182	180	180	179	178	179
Autres	370	395	412	419	412	414	416	415
Revenu disponible net <sup>1)</sup>	7 679	7 705	7 430	7 565	7 621	7 684	7 750	7 810
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	6 884	7 135	7 140	7 259	7 301	7 350	7 399	7 438
Dépense de consommation individuelle	6 185	6 399	6 369	6 486	6 529	6 576	6 623	6 660
Dépense de consommation collective	699	737	771	773	772	774	776	778
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	70	62	56	55	54	55	58
Épargne nette <sup>1)</sup>	796	570	290	306	320	334	351	373
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette								
Formation brute de capital	2 065	2 074	1 719	1 768	1 793	1 838	1 855	1 871
Formation brute de capital fixe	1 990	2 011	1 763	1 761	1 773	1 799	1 814	1 828
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	75	63	-43	7	19	39	41	43
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	-1	1	1	2	1	1	1	1
Transferts en capital	153	152	185	221	226	214	206	164
Impôts en capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Autres transferts en capital	129	128	151	191	201	188	181	139
Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) <sup>1)</sup>	40	-135	-37	-47	-49	-70	-61	-48

Sources : BCE et Eurostat

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

**3.2 Comptes non financiers de la zone euro (suite)**  
(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres)

Ressources	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 069	8 275	8 028	8 151	8 200	8 265	8 329	8 382
Taxes nettes de subventions sur les produits	960	946	894	931	940	956	958	966
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	9 029	9 221	8 922	9 082	9 139	9 221	9 288	9 347
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 398	2 360	2 117	2 187	2 213	2 240	2 259	2 271
Rémunération des salariés	4 286	4 468	4 450	4 481	4 500	4 527	4 558	4 585
Taxes nettes de subventions sur la production	1 067	1 047	996	1 032	1 035	1 053	1 059	1 072
Revenus de la propriété	3 711	3 867	2 933	2 740	2 788	2 825	2 908	2 968
Intérêts	2 092	2 327	1 561	1 358	1 370	1 402	1 446	1 496
Autres revenus de la propriété	1 619	1 540	1 372	1 382	1 418	1 423	1 462	1 473
<i>Revenu national net</i>								
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net	7 773	7 807	7 538	7 680	7 733	7 797	7 862	7 920
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 144	1 153	1 034	1 047	1 059	1 076	1 087	1 103
Cotisations sociales	1 595	1 670	1 674	1 688	1 698	1 707	1 716	1 732
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 578	1 649	1 767	1 807	1 814	1 819	1 824	1 830
Autres transferts courants	644	671	669	665	662	660	662	664
Primes nettes d'assurance-dommages	184	188	182	180	180	179	178	179
Indemnités d'assurance-dommages	180	184	178	177	176	175	175	175
Autres	280	298	309	308	306	306	309	310
<i>Revenu disponible net</i>								
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net	7 679	7 705	7 430	7 565	7 621	7 684	7 750	7 810
Dépense de consommation finale								
Dépense de consommation individuelle								
Dépense de consommation collective								
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Épargne nette</i>								
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette	796	570	290	306	320	334	351	373
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 294	1 361	1 384	1 405	1 415	1 425	1 435	1 442
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	168	162	194	231	236	224	215	174
Impôts en capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Autres transferts en capital	144	138	160	202	211	198	190	149
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>								

Sources : BCE et Eurostat

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

### 3.3 Ménages

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2007	2008	2009	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Revenus, épargne et variations de la valeur nette</b>								
Rémunération des salariés (+)	4 286	4 468	4 450	4 481	4 500	4 527	4 558	4 585
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 483	1 521	1 449	1 446	1 455	1 466	1 482	1 491
Intérêts à recevoir (+)	316	351	241	213	214	221	229	238
Intérêts à payer (-)	221	249	146	125	126	130	137	142
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	788	785	714	704	713	726	736	748
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	834	872	841	844	848	858	864	873
Cotisations sociales nettes (-)	1 592	1 667	1 671	1 684	1 694	1 703	1 712	1 728
Prestations sociales nettes (+)	1 573	1 644	1 762	1 802	1 809	1 814	1 819	1 824
Transferts courants nets à recevoir (+)	62	70	73	72	70	69	68	69
<b>= Revenu disponible brut</b>	<b>5 853</b>	<b>6 041</b>	<b>6 020</b>	<b>6 054</b>	<b>6 083</b>	<b>6 122</b>	<b>6 169</b>	<b>6 202</b>
Dépense de consommation finale (-)	5 078	5 237	5 153	5 246	5 288	5 329	5 373	5 408
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	60	69	61	56	54	54	55	57
<b>= Épargne brute</b>	<b>835</b>	<b>874</b>	<b>928</b>	<b>864</b>	<b>850</b>	<b>846</b>	<b>851</b>	<b>851</b>
Consommation de capital fixe (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Transferts en capital nets à recevoir (+)	12	-1	10	5	10	9	9	9
Autres variations de la valeur nette (+)	1 273	-2 040	-499	854	858	590	456	-130
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>1 762</b>	<b>-1 539</b>	<b>64</b>	<b>1 346</b>	<b>1 339</b>	<b>1 065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Investissement, financement et variations de la valeur nette</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	661	646	553	554	558	565	568	574
Consommation de capital fixe (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
<b>Principales rubriques des placements financiers (+)</b>								
Actifs à court terme	420	455	-13	-23	56	115	125	130
Numéraire et dépôts	351	438	121	89	120	141	139	149
Titres d'OPCVM monétaires	37	-9	-41	-82	-51	-38	-33	-23
Titres de créance <sup>1)</sup>	32	27	-93	-30	-13	11	19	4
Actifs à long terme	156	26	516	485	407	321	280	242
Dépôts	-31	-27	85	80	56	40	50	51
Titres de créance	86	14	28	-9	-6	37	37	57
Actions et autres participations	-108	-96	179	167	130	44	12	-21
Actions cotées, non cotées et autres participations	37	72	131	109	107	55	22	22
Parts d'OPCVM	-145	-167	48	59	23	-11	-9	-43
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	209	135	225	247	228	199	180	155
<b>Principales rubriques du financement (-)</b>								
Crédits	384	258	110	111	125	125	141	126
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	283	83	65	135	147	170	168	149
<b>Autres variations des actifs (+)</b>								
Actifs non financiers	1 224	-672	-796	762	797	619	217	330
Actifs financiers	67	-1 412	275	97	82	-14	193	-457
Actions et autres participations	48	-1 158	85	-43	41	32	172	-354
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	8	-239	175	141	85	25	46	-37
Flux nets résiduels (+)	-24	48	14	-39	-57	-34	75	38
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>1 762</b>	<b>-1 539</b>	<b>64</b>	<b>1 346</b>	<b>1 339</b>	<b>1 065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Bilan</b>								
Actifs non financiers (+)	27 914	27 515	26 897	27 732	27 872	27 769	27 812	28 252
<b>Actifs financiers (+)</b>								
Actifs à court terme	5 261	5 804	5 780	5 767	5 841	5 875	5 915	5 911
Numéraire et dépôts	4 851	5 321	5 475	5 500	5 599	5 599	5 652	5 659
Titres d'OPCVM monétaires	277	309	236	200	186	203	191	187
Titres de créance <sup>1)</sup>	132	174	70	68	56	73	73	64
Actifs à long terme	12 141	10 710	11 538	11 905	12 015	12 082	12 102	11 653
Dépôts	965	915	971	1 015	1 028	1 037	1 056	1 069
Titres de créance	1 286	1 303	1 379	1 343	1 317	1 330	1 355	1 306
Actions et autres participations	5 103	3 808	4 104	4 172	4 274	4 266	4 206	3 786
Actions cotées et non cotées et autres participations	3 710	2 870	2 983	2 998	3 065	3 092	3 032	2 719
Parts d'OPCVM	1 392	938	1 121	1 174	1 209	1 174	1 174	1 068
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	4 787	4 683	5 083	5 375	5 396	5 450	5 484	5 493
Actifs nets résiduels (+)	324	324	306	301	293	280	369	372
<b>Engagements (-)</b>								
Crédits	5 569	5 821	5 925	6 031	6 087	6 094	6 152	6 169
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	4 831	4 914	4 968	5 159	5 213	5 256	5 304	5 313
<b>= Valeur nette</b>	<b>40 071</b>	<b>38 532</b>	<b>38 596</b>	<b>39 673</b>	<b>39 934</b>	<b>39 913</b>	<b>40 045</b>	<b>40 019</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	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Revenus et épargne</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 646	4 755	4 499	4 590	4 627	4 676	4 720	4 758
Rémunération des salariés (-)	2 711	2 833	2 774	2 788	2 804	2 827	2 854	2 876
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	49	46	39	39	33	34	37	41
<b>= Excédent brut d'exploitation (+)</b>	<b>1 886</b>	<b>1 876</b>	<b>1 686</b>	<b>1 763</b>	<b>1 790</b>	<b>1 814</b>	<b>1 829</b>	<b>1 841</b>
Consommation de capital fixe (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
<b>= Excédent net d'exploitation (+)</b>	<b>1 161</b>	<b>1 110</b>	<b>903</b>	<b>967</b>	<b>987</b>	<b>1 005</b>	<b>1 014</b>	<b>1 021</b>
Revenus de la propriété à recevoir (+)	639	637	541	520	535	540	561	571
Intérêts à recevoir	218	239	173	154	157	164	171	183
Autres revenus de la propriété à recevoir	421	398	369	366	377	376	389	388
Intérêts et loyers à payer (-)	366	421	297	260	263	269	280	292
<b>= Revenu d'entreprise net (+)</b>	<b>1 434</b>	<b>1 326</b>	<b>1 147</b>	<b>1 226</b>	<b>1 259</b>	<b>1 276</b>	<b>1 294</b>	<b>1 299</b>
Revenus distribués (-)	1 002	1 023	927	915	937	954	961	969
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	248	236	152	161	167	173	176	181
Cotisations sociales à recevoir (+)	64	68	70	69	69	69	70	70
Prestations sociales à payer (-)	63	65	68	69	69	70	70	70
Autres transferts courants nets à payer (-)	43	48	46	46	45	45	43	43
<b>= Épargne nette</b>	<b>142</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>104</b>	<b>114</b>	<b>106</b>
<b>Investissement, financement et épargne</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	409	369	83	142	163	196	199	209
Formation brute de capital fixe (+)	1 058	1 077	912	931	946	966	978	990
Consommation de capital fixe (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	76	58	-46	7	20	39	37	39
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	167	72	93	26	18	20	37	-3
Numéraire et dépôts	153	15	88	51	67	61	64	43
Titres d'OPCVM monétaires	-20	33	40	-28	-41	-27	-20	-34
Titres de créance <sup>1)</sup>	34	24	-34	3	-8	-14	-7	-12
Actifs à long terme	769	681	263	377	438	438	512	560
Dépôts	-10	36	5	-7	0	15	21	30
Titres de créance	49	-37	17	-11	-5	10	25	27
Actions et autres participations	423	337	124	130	172	176	240	268
Autres (principalement les prêts intragroupes)	307	344	116	265	270	236	226	235
Actifs nets résiduels (+)	184	-41	48	82	-3	2	-1	-92
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	919	670	80	215	209	243	306	259
<i>dont crédits auprès des IMF de la zone euro</i>	537	394	-114	-35	-8	28	71	73
<i>dont titres de créance</i>	32	48	90	71	67	45	44	46
Actions et autres participations	400	310	296	226	224	235	257	242
Actions cotées	58	6	67	36	30	29	28	29
Actions non cotées et autres participations	342	304	230	190	195	206	229	212
Transferts en capital nets à recevoir (-)	69	75	83	79	72	70	69	67
<b>= Épargne nette</b>	<b>142</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>104</b>	<b>114</b>	<b>106</b>
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 788	1 878	1 959	1 926	1 973	1 952	1 938	1 935
Numéraire et dépôts	1 507	1 538	1 632	1 626	1 693	1 667	1 672	1 678
Titres d'OPCVM monétaires	163	192	214	182	174	178	167	151
Titres de créance <sup>1)</sup>	118	148	113	119	107	107	99	105
Actifs à long terme	10 759	9 327	10 283	10 743	11 030	11 201	11 316	10 692
Dépôts	208	247	228	242	225	225	229	247
Titres de créance	228	184	197	206	201	222	221	212
Actions et autres participations	7 984	6 248	7 078	7 289	7 540	7 682	7 733	6 996
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 339	2 648	2 779	3 007	3 064	3 072	3 132	3 237
Actifs nets résiduels	259	210	187	180	36	134	86	48
Passifs								
Endettement	8 651	9 340	9 453	9 632	9 641	9 660	9 780	9 875
<i>dont crédits auprès des IMF de la zone euro</i>	4 466	4 871	4 711	4 709	4 698	4 728	4 755	4 766
<i>dont titres de créance</i>	648	704	827	900	887	864	881	922
Actions et autres participations	14 316	11 071	12 388	12 631	13 101	13 378	13 364	11 958
Actions cotées	5 061	2 935	3 516	3 542	3 814	3 923	3 914	3 142
Actions non cotées et autres participations	9 255	8 136	8 872	9 090	9 287	9 455	9 451	8 816

Sources : BCE et Eurostat

1) Titres d'une durée inférieure à deux ans émis par les 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	T4 2009 – T3 2010	T1 2010 – T4 2010	T2 2010 – T1 2011	T3 2010 – T2 2011	T4 2010 – T3 2011
<b>Compte financier, opérations financières</b>								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	23	78	-49	-4	-10	-24	-37	3
Numéraire et dépôts	7	57	-33	6	-10	-9	-15	9
Titres d'OPCVM monétaires	5	18	-2	-4	-6	-23	-25	-15
Titres de créance <sup>1)</sup>	11	3	-14	-6	5	8	3	9
Actifs à long terme	229	126	281	261	230	215	232	199
Dépôts	47	-9	21	-12	-8	8	10	16
Titres de créance	108	75	101	159	142	112	105	51
Crédits	-15	26	6	12	28	22	25	17
Actions cotées	20	-7	-60	14	14	17	15	10
Actions non cotées et autres participations	7	18	-22	-18	-13	-8	-5	2
Parts d'OPCVM	63	24	235	106	66	64	82	103
Actifs nets résiduels (+)	9	20	38	38	21	0	-42	-35
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	3	4	5	2	0	0	2	3
Crédits	-2	24	-18	5	3	10	6	0
Actions et autres participations	2	8	1	4	4	4	0	1
Provisions techniques d'assurance	245	130	229	279	256	209	176	140
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	211	126	225	269	244	200	176	144
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	34	4	4	10	12	9	0	-4
<b>= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</b>	<b>13</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>6</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-31</b>	<b>24</b>
<b>Compte des autres changements</b>								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	34	-562	228	126	118	37	68	-119
Autres actifs nets	-38	52	20	68	-10	-33	-12	-22
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	-21	-173	11	-19	-9	-9	12	-38
Provisions techniques d'assurance	30	-260	188	144	94	35	54	-18
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	18	-248	185	146	97	38	58	-24
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	12	-12	4	-2	-3	-3	-5	6
<b>= Autres variations résultant de la valeur financière nette</b>	<b>-14</b>	<b>-77</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>23</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-85</b>
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	321	401	346	369	341	328	329	365
Numéraire et dépôts	163	224	195	203	190	181	181	203
Titres d'OPCVM monétaires	94	110	99	106	94	85	86	93
Titres de créance <sup>1)</sup>	63	67	52	60	57	62	62	69
Actifs à long terme	5 503	5 074	5 662	5 989	5 997	6 092	6 123	6 030
Dépôts	594	599	617	610	610	624	624	630
Titres de créance	2 203	2 269	2 446	2 637	2 575	2 628	2 643	2 650
Crédits	411	434	439	453	467	468	472	468
Actions cotées	750	492	524	542	563	578	572	523
Actions non cotées et autres participations	381	313	305	297	307	301	297	293
Parts d'OPCVM	1 164	965	1 331	1 449	1 474	1 494	1 515	1 466
Actifs nets résiduels (+)	173	241	228	294	252	257	247	279
Passifs (-)								
Titres de créance	20	23	31	31	33	31	33	33
Crédits	245	273	255	279	262	267	270	275
Actions et autres participations	578	413	425	415	420	438	423	378
Provisions techniques d'assurance	5 295	5 165	5 582	5 916	5 932	6 005	6 029	6 038
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 472	4 350	4 760	5 081	5 101	5 161	5 195	5 201
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	822	815	822	835	831	844	835	837
<b>= Valeur financière nette</b>	<b>-140</b>	<b>-159</b>	<b>-56</b>	<b>11</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>-57</b>	<b>-50</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			Taux de croissance annuels	Données cvs <sup>2)</sup>	
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes		Émissions nettes	Taux de croissance semestriels
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Total</b>												
2010 Décembre	16 292,8	876,6	-162,1	14 119,1	843,9	-144,8	15 877,7	916,4	-176,7	3,6	-56,8	4,6
2011 Janvier	16 368,6	1 005,1	75,1	14 191,9	954,5	72,2	15 950,9	1 070,8	91,9	3,7	78,2	5,0
Février	16 468,0	866,8	100,3	14 283,1	813,9	92,1	16 043,0	920,2	97,9	4,1	47,7	4,1
Mars	16 466,4	986,8	-1,3	14 274,1	919,9	-8,7	16 019,1	1 027,9	0,5	3,4	10,1	3,5
Avril	16 488,4	889,7	22,5	14 322,2	850,3	48,7	16 046,1	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
Mai	16 591,6	922,5	101,6	14 414,8	865,9	90,9	16 194,5	963,7	118,1	3,6	41,7	1,8
Juin	16 624,3	851,8	32,8	14 438,9	799,9	24,1	16 213,5	896,8	24,7	3,9	50,8	3,2
Juillet	16 594,1	852,1	-30,8	14 428,7	824,8	-10,9	16 225,1	906,7	-11,6	3,7	13,8	2,4
Août	16 624,0	806,2	30,1	14 459,4	771,8	31,0	16 232,5	857,7	18,7	3,3	47,4	2,4
Septembre	16 660,4	1 001,7	36,8	14 469,6	925,8	10,6	16 282,5	1 026,3	12,6	3,3	65,1	3,1
Octobre	16 712,3	1 034,5	52,6	14 548,8	992,9	79,9	16 326,9	1 086,5	70,4	3,4	60,2	3,5
Novembre	16 799,6	1 059,8	86,8	14 642,4	1 012,6	92,7	16 452,4	1 123,5	96,4	2,5	7,4	3,1
Décembre	16 849,1	1 120,6	49,4	14 689,7	1 078,2	47,3	16 529,0	1 169,3	48,7	3,9	174,5	4,6
<b>Long terme</b>												
2010 Décembre	14 855,1	186,8	-39,1	12 772,6	179,6	-21,2	14 337,5	193,8	-40,9	4,8	19,6	5,6
2011 Janvier	14 918,5	308,9	65,0	12 821,5	278,0	50,6	14 384,8	320,1	67,5	4,8	97,2	6,2
Février	15 023,9	284,2	105,7	12 916,6	253,2	95,5	14 472,4	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6
Mars	15 034,5	313,5	11,1	12 933,8	277,4	17,7	14 465,7	311,6	15,1	4,3	20,7	5,1
Avril	15 087,9	303,3	53,7	12 998,1	278,4	64,6	14 512,0	308,9	67,8	4,3	48,4	4,8
Mai	15 164,0	275,8	75,0	13 065,7	243,4	66,5	14 617,7	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
Juin	15 217,2	259,0	52,7	13 117,0	227,7	50,7	14 668,0	256,6	53,8	4,7	44,0	3,8
Juillet	15 198,6	202,8	-20,9	13 105,5	191,6	-13,8	14 677,5	213,2	-13,4	4,4	25,3	2,7
Août	15 193,4	121,6	-5,2	13 104,6	112,0	-0,9	14 657,5	122,0	-9,5	4,0	28,5	2,5
Septembre	15 188,6	229,2	-4,2	13 096,0	189,8	-7,9	14 689,8	213,9	-0,4	4,0	46,4	2,9
Octobre	15 263,0	278,3	76,4	13 176,3	250,9	82,2	14 736,7	268,0	70,7	4,0	74,7	3,2
Novembre	15 337,9	210,8	74,6	13 261,0	191,6	84,2	14 853,3	212,2	91,1	3,3	8,2	3,1
Décembre	15 381,0	237,5	42,0	13 317,2	228,3	55,1	14 937,1	246,2	58,8	4,0	128,8	4,3

### G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro (montants en milliards d'euros)

- Total des émissions brutes (échelle de droite)
- ... Encours total (échelle de gauche)
- - - Encours en euros (échelle de gauche)



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

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

## 4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments

(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

### 1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (Euro- système inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (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	15 878	5 246	3 296	850	5 932	554	1 007	625	80	69	205	29
2011	16 529	5 528	3 293	868	6 216	624	999	609	98	62	191	39
2011 T1	16 019	5 347	3 260	824	6 024	564	1 006	592	92	59	220	43
T2	16 213	5 363	3 255	832	6 167	597	932	551	86	60	192	43
T3	16 282	5 425	3 237	853	6 160	607	930	579	78	60	180	33
T4	16 529	5 528	3 293	868	6 216	624	1 126	712	135	70	173	36
2011 Septembre	16 282	5 425	3 237	853	6 160	607	1 026	633	92	65	202	34
Octobre	16 327	5 412	3 267	859	6 181	607	1 087	629	144	86	197	31
Novembre	16 452	5 455	3 277	870	6 229	621	1 123	728	107	63	181	45
Décembre	16 529	5 528	3 293	868	6 216	624	1 169	780	155	59	141	34
	<b>Court terme</b>											
2010	1 540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1 592	699	106	77	634	77	747	510	47	53	107	29
2011 T1	1 553	618	113	71	700	52	701	462	41	49	118	30
T2	1 545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
T3	1 593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
T4	1 592	699	106	77	634	77	884	627	75	60	95	28
2011 Septembre	1 593	613	113	83	712	72	812	555	54	57	120	28
Octobre	1 590	625	109	84	703	70	819	545	68	73	109	24
Novembre	1 599	651	105	84	686	74	911	662	68	54	95	31
Décembre	1 592	699	106	77	634	77	923	673	89	52	81	29
	<b>Long terme <sup>2)</sup></b>											
2010	14 338	4 674	3 174	783	5 207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14 937	4 829	3 187	791	5 583	548	252	98	50	9	84	10
2011 T1	14 466	4 729	3 147	752	5 325	512	306	130	50	10	102	13
T2	14 668	4 781	3 131	759	5 465	532	277	111	55	9	90	12
T3	14 690	4 812	3 124	770	5 448	535	183	67	36	7	66	7
T4	14 937	4 829	3 187	791	5 583	548	242	85	60	10	78	8
2011 Septembre	14 690	4 812	3 124	770	5 448	535	214	78	39	9	82	6
Octobre	14 737	4 788	3 158	776	5 478	537	268	84	76	13	88	7
Novembre	14 853	4 804	3 173	786	5 544	547	212	65	39	9	85	13
Décembre	14 937	4 829	3 187	791	5 583	548	246	107	66	7	61	4
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2010	9 481	2 633	1 103	671	4 697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10 013	2 777	1 137	697	4 994	408	151	54	12	8	70	7
2011 T1	9 641	2 700	1 111	655	4 787	387	195	78	13	8	87	9
T2	9 866	2 743	1 144	666	4 912	401	173	62	20	8	74	8
T3	9 888	2 773	1 150	677	4 887	400	112	35	8	6	58	5
T4	10 013	2 777	1 137	697	4 994	408	123	42	7	9	61	5
2011 Septembre	9 888	2 773	1 150	677	4 887	400	144	47	10	8	75	3
Octobre	9 892	2 758	1 145	682	4 903	403	132	47	4	11	66	4
Novembre	9 972	2 765	1 146	692	4 962	407	117	29	7	9	64	8
Décembre	10 013	2 777	1 137	697	4 994	408	119	48	8	7	53	3
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2010	4 386	1 761	1 966	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4 421	1 783	1 896	91	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 T1	4 333	1 741	1 918	93	458	123	90	42	32	1	11	4
T2	4 302	1 765	1 841	89	477	129	84	42	23	1	13	4
T3	4 297	1 767	1 817	88	491	133	56	26	21	0	5	3
T4	4 421	1 783	1 896	91	513	139	107	36	51	1	15	3
2011 Septembre	4 297	1 767	1 817	88	491	133	55	26	24	0	3	3
Octobre	4 339	1 754	1 861	89	503	133	121	27	70	2	20	3
Novembre	4 368	1 762	1 871	90	507	138	81	28	28	1	19	5
Décembre	4 421	1 783	1 896	91	513	139	118	54	55	1	7	1

Source : BCE

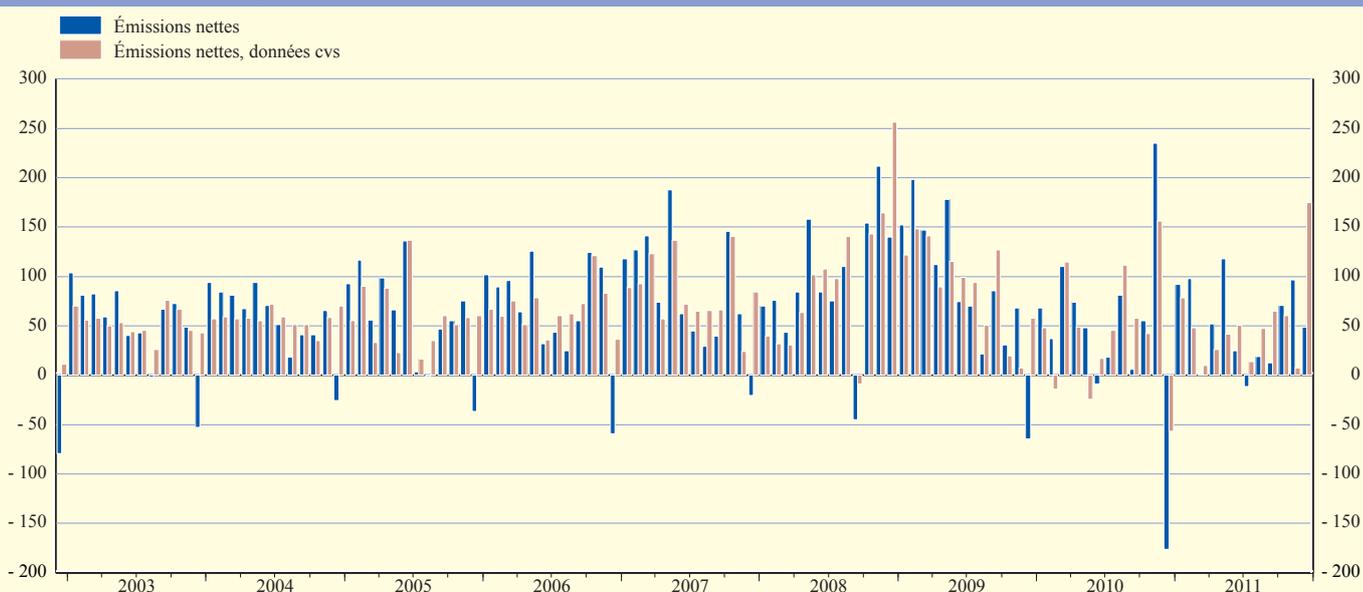
- 1) Les données mensuelles pour les émissions brutes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.
- 2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et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

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

2. Émissions nettes

	Données brutes <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	45,5	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	4,9	5,0	31,8	5,1
2011	51,7	22,5	-3,5	3,7	23,4	5,6	51,9	22,9	-3,2	3,8	23,1	5,3
2011 T1	63,5	43,0	-20,6	4,3	32,5	4,3	45,3	24,0	-4,1	2,8	16,7	5,9
T2	64,9	5,0	-1,3	2,8	47,5	11,0	39,5	0,6	-6,5	-0,2	34,2	11,5
T3	6,6	12,7	-8,9	4,5	-3,8	2,0	42,1	20,2	6,4	6,2	5,6	3,7
T4	71,8	29,3	16,8	3,2	17,6	4,9	80,7	46,7	-8,8	6,4	36,1	0,3
2011 Septembre	12,6	13,7	-2,0	3,5	-8,9	6,3	65,1	32,0	39,9	4,8	-20,2	8,6
Octobre	70,4	2,0	34,2	8,8	23,2	2,2	60,2	9,9	13,0	7,9	35,1	-5,7
Novembre	96,4	28,0	5,3	6,8	45,1	11,1	7,4	20,5	-37,9	6,0	8,1	10,7
Décembre	48,7	57,9	10,9	-5,9	-15,6	1,4	174,5	109,6	-1,5	5,4	65,2	-4,1
<b>Long terme</b>												
2010	54,2	1,9	2,2	5,3	41,3	3,5	54,5	1,9	2,4	5,3	41,4	3,5
2011	47,8	12,1	-2,0	2,7	31,0	3,9	48,3	12,3	-1,7	2,8	31,1	3,9
2011 T1	58,2	27,4	-16,8	2,3	40,5	4,9	53,6	17,1	-1,8	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	-7,8	2,9	-5,2	0,8	-6,9	0,6	33,4	10,8	8,6	2,2	9,1	2,7
T4	73,5	1,5	19,1	5,4	43,8	3,6	70,6	15,7	-4,4	7,0	48,9	3,3
2011 Septembre	-0,4	7,0	2,6	2,4	-13,4	1,0	46,4	21,8	38,9	0,4	-16,9	2,2
Octobre	70,7	-10,3	38,1	8,4	31,4	3,1	74,7	-3,4	21,2	9,4	45,2	2,3
Novembre	91,1	3,3	9,2	6,8	63,4	8,4	8,2	7,7	-35,2	6,3	21,0	8,4
Décembre	58,8	11,5	10,2	1,1	36,6	-0,6	128,8	42,7	0,9	5,4	80,5	-0,7

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



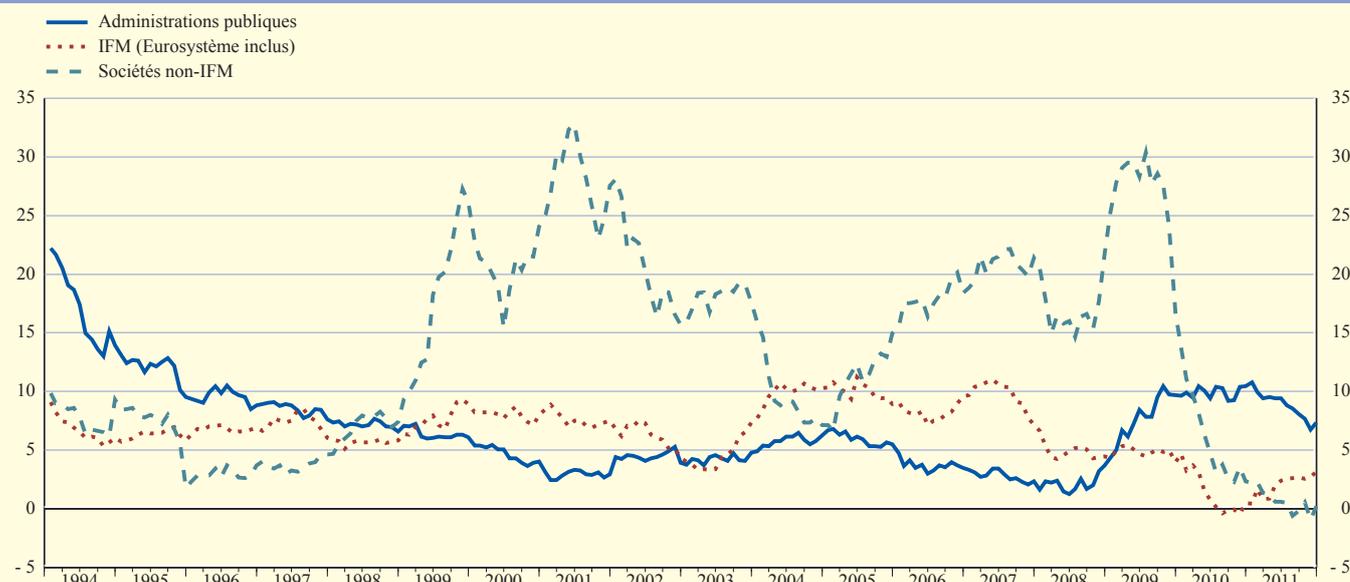
Source : BCE

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

#### 4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro <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	
	Total											
2010 Décembre	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,6	0,6	3,2	6,9	8,0	13,3
2011 Janvier	3,7	0,0	1,8	7,2	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,9	7,3	10,9
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	3,4	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	1,2	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
Mai	3,6	1,7	0,4	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
Juin	3,9	1,8	0,6	4,3	6,5	16,1	3,2	2,8	-1,9	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	3,3	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
Septembre	3,3	2,3	-0,5	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,0	4,4	4,0	16,8
Octobre	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,8	3,5	2,9	0,7	7,0	4,2	12,9
Novembre	2,5	3,1	-2,0	5,1	3,0	13,6	3,1	3,3	-0,2	6,5	3,4	11,0
Décembre	3,9	5,2	-1,3	5,4	4,7	12,1	4,6	7,6	-0,4	9,3	4,1	4,0
	Long terme											
2010 Décembre	4,8	0,5	0,8	8,7	10,5	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	6,8
2011 Janvier	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,5	10,9	7,5
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	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,0	5,6	11,0	9,4
Avril	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,5	-1,5	4,0	10,0	8,7
Mai	4,5	2,0	-0,5	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,8	3,1	7,9	11,0
Juin	4,7	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	2,5	-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	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,2	5,0	9,3
Octobre	4,0	2,6	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,3	3,0	5,3	8,5
Novembre	3,3	2,7	-2,1	4,0	6,4	10,0	3,1	1,9	0,6	4,8	4,9	9,1
Décembre	4,0	3,1	-0,8	4,4	7,2	9,4	4,3	3,4	0,8	7,4	6,5	7,0

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



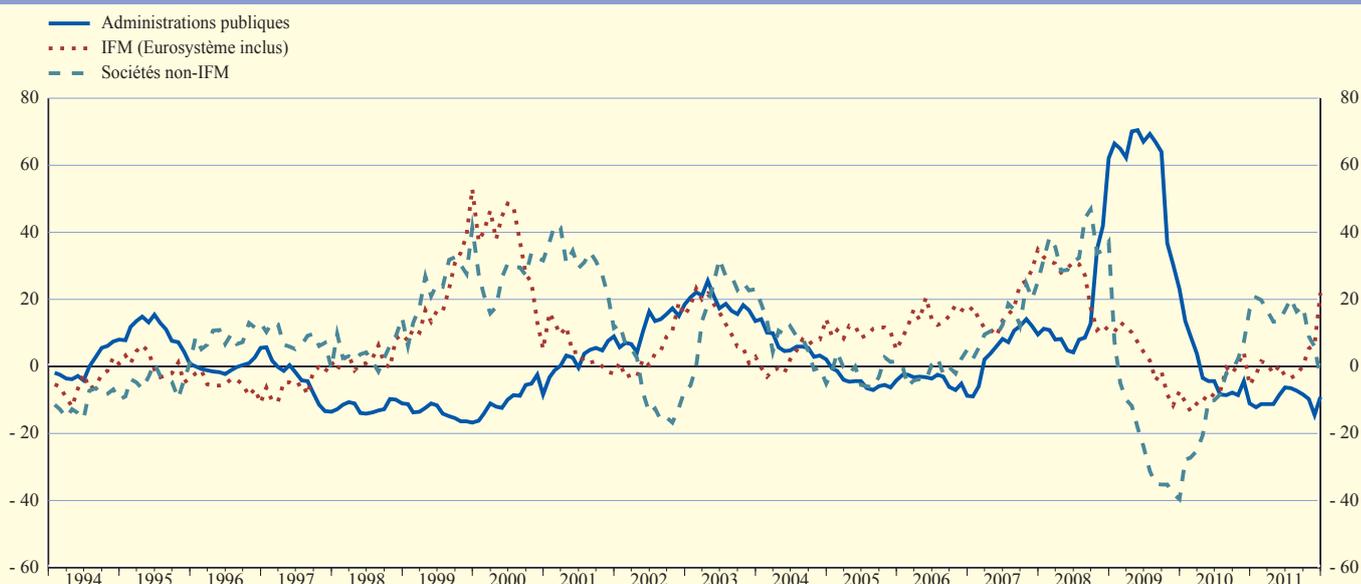
Source : BCE

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

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

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
	13	14	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	19	20	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
Toutes devises confondues												
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	3,5	6,3	7,8	7,7	-0,6	-1,4	-5,2	-1,9	22,3	16,1
2011 T1	6,9	3,4	3,2	9,2	9,7	5,6	0,5	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
T2	6,5	4,6	3,8	6,4	8,2	7,9	-0,4	-2,1	-4,6	-1,5	23,5	18,4
T3	6,6	6,2	4,3	5,2	7,4	8,9	-1,4	-1,4	-7,7	-2,3	25,7	13,0
T4	5,6	5,6	2,7	4,5	6,1	8,1	-0,9	-0,5	-6,6	-2,5	21,0	13,9
2011 Juillet	6,8	6,2	4,5	5,6	7,7	9,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,9	24,4	12,7
Août	6,5	6,3	3,9	5,2	7,2	9,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,2	25,6	13,4
Septembre	6,1	6,4	4,7	4,3	6,4	8,3	-1,5	-1,2	-8,2	-3,7	28,3	13,4
Octobre	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,5	-1,0	-6,1	-2,9	25,8	12,7
Novembre	5,2	5,2	1,7	4,6	5,8	8,5	-1,6	0,0	-7,5	-2,3	14,6	15,1
Décembre	5,5	5,7	1,1	5,0	6,3	8,0	0,6	0,4	-4,0	-1,0	18,7	14,4
En euros												
2010	9,1	5,6	7,4	19,9	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,7	6,6	8,1	7,2	-0,1	0,0	-5,7	-2,8	22,2	15,3
2011 T1	7,0	2,2	3,4	9,6	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
T2	6,7	3,8	4,1	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,7	-2,6	23,5	18,1
T3	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,1	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
T4	5,7	5,4	2,7	4,7	6,4	8,6	-0,5	1,0	-7,3	-3,6	20,8	12,3
2011 Juillet	6,9	5,4	4,8	6,3	7,9	8,4	-1,2	-0,2	-8,2	-3,3	24,3	10,7
Août	6,6	5,6	4,1	6,1	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,7	25,6	11,5
Septembre	6,2	5,7	4,5	4,8	6,6	8,4	-1,4	0,0	-9,5	-4,6	28,3	11,4
Octobre	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	0,0	0,5	-6,6	-3,9	25,6	11,0
Novembre	5,5	5,2	1,9	4,7	6,1	9,0	-1,2	1,5	-8,0	-3,4	14,3	13,7
Décembre	5,7	5,7	0,9	5,0	6,5	8,7	0,9	1,9	-4,9	-2,1	18,4	13,1

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



Source : BCE

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

#### 4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

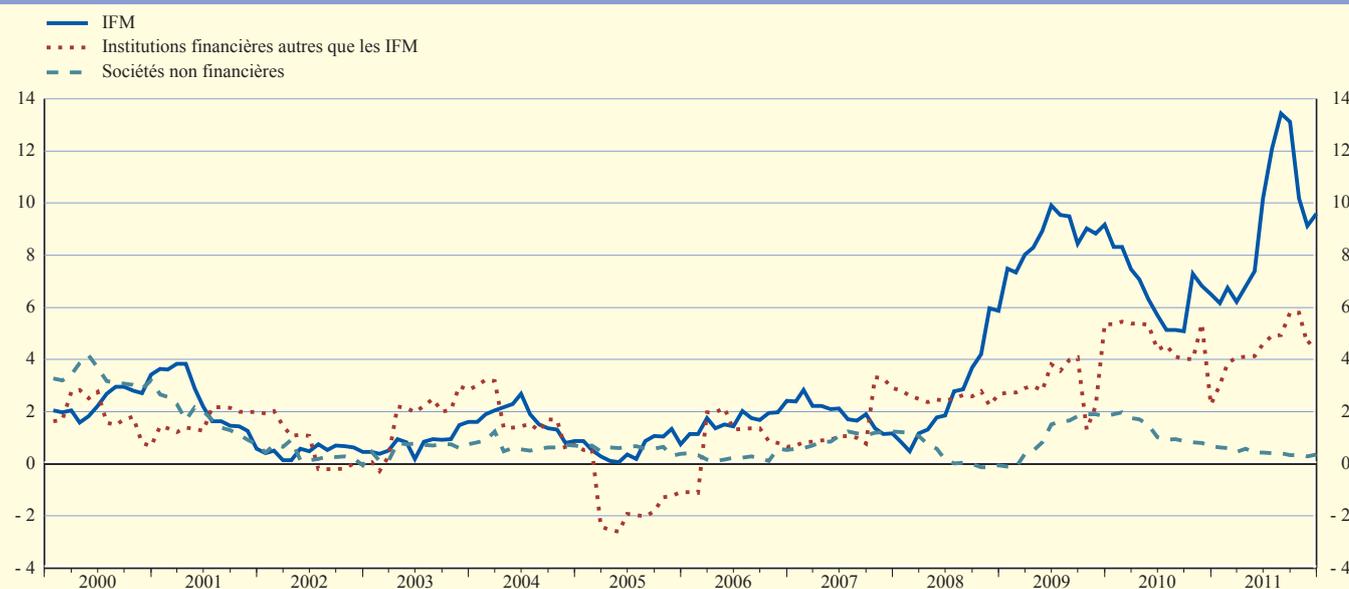
##### 1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Décembre	4 410,6	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3 493,7	1,8
2010 Janvier	4 242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3 385,4	1,9
Février	4 161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3 323,0	2,0
Mars	4 474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3 565,5	1,8
Avril	4 409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3 555,0	1,7
Mai	4 093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3 324,9	1,5
Juin	4 054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3 292,7	1,0
Juillet	4 256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3 398,3	0,9
Août	4 121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3 327,5	0,9
Septembre	4 345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3 531,6	0,9
Octobre	4 531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3 683,1	0,8
Novembre	4 413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3 658,9	0,8
Décembre	4 596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3 803,8	0,7
2011 Janvier	4 759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3 879,7	0,6
Février	4 845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3 931,9	0,6
Mars	4 767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3 912,5	0,5
Avril	4 891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4 022,8	0,6
Mai	4 777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3 945,4	0,4
Juin	4 722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3 880,5	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	0,4

#### G19 Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

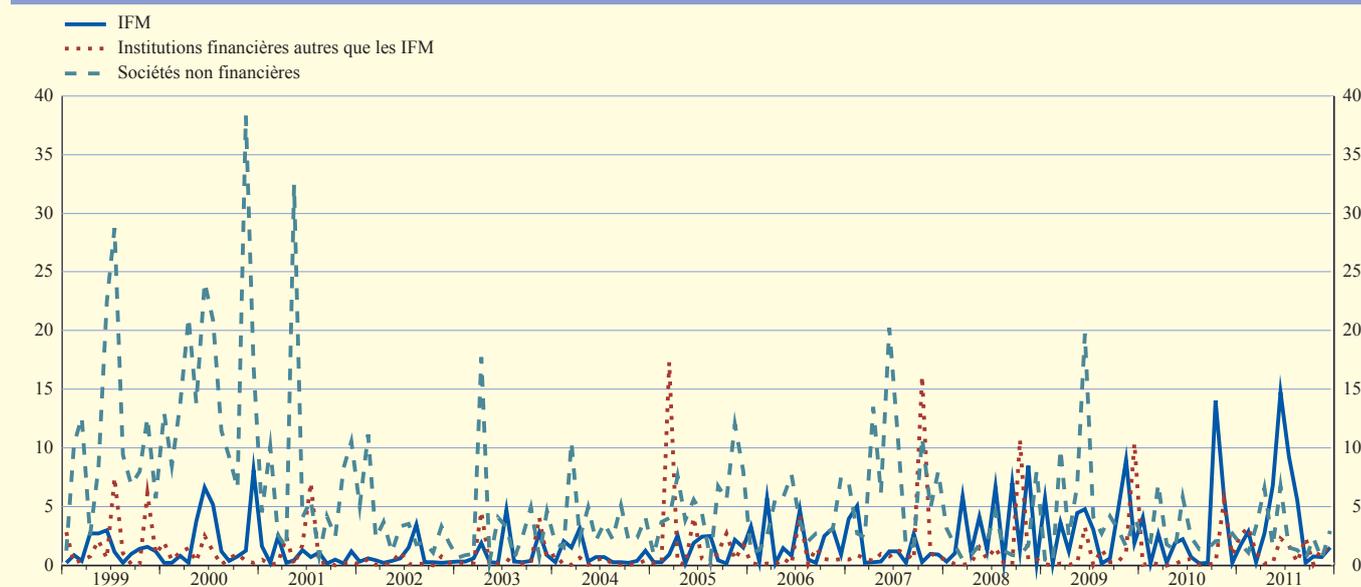
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques

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	Rembour- sements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Rembour- sements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Rembour- sements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Rembour- sements 11	Émissions nettes 12
2009 Décembre	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Janvier	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Février	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mars	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
Avril	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
Mai	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Juin	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Juillet	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
Août	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
Septembre	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Octobre	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Novembre	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Décembre	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Janvier	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Février	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mars	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Avril	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	5,6	1,0	4,6	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,9	1,0	1,9

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



Source : BCE

## 4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro <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 Février	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
Mars	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
Avril	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
Mai	0,49	2,52	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
Juin	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
Juillet	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
Août	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
Septembre	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
Octobre	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
Novembre	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,67	1,46	2,60	2,84	1,62
Décembre	0,54	2,78	3,20	3,06	1,81	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 Janvier	0,53	2,96	3,48	3,14	1,83	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,22

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit <sup>3)</sup>	Prêts à la consommation				Prêts au logement				Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes			
			Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>	Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>	Par périodes de fixation initiale du taux			
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		> à 10 ans	Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011 Février	8,09	16,81	5,37	6,13	7,83	7,30	2,95	3,83	4,06	3,92	3,89	3,36	4,63	4,30
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	8,40	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,93	3,96	4,22	4,93	4,02
Décembre	8,37	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	5,63	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,88	4,76	3,92

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

	Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts d'un montant ≤ à 250 000 euros par périodes de fixation initiale du taux					Autres prêts d'un montant > à 1 million d'euros par périodes de fixation initiale du taux						
		Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011 Février	4,12	3,98	4,20	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
Mars	4,12	4,02	4,38	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	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Août	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,64	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	4,60	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,55	3,78	3,89	3,60	3,71
Novembre	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,66	4,26	2,81	3,69	3,42	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	5,35	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80

Source : BCE

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

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

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

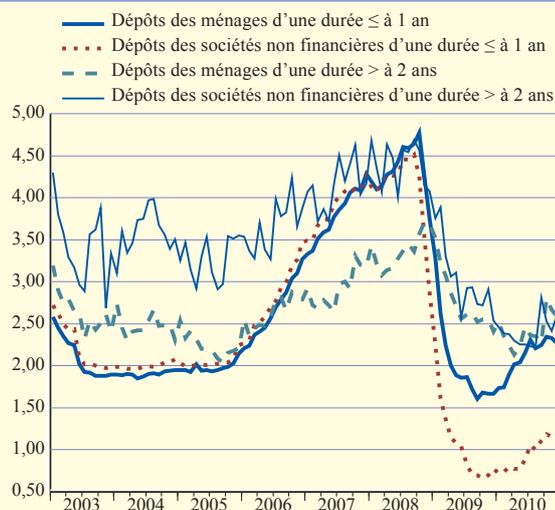
	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions
	Dépôts à vue <sup>2)</sup>	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)3)</sup>		Dépôts à vue <sup>2)</sup>	Dépôts à terme		
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Février	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,80	3,09	1,59
Mars	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65
Avril	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72
Mai	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
Juin	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Juillet	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Août	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
Septembre	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Octobre	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Novembre	0,55	2,70	2,80	1,80	1,96	0,67	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	2,77	1,83	1,96	0,61	2,09	3,16	2,47

**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 Février	3,67	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
Mars	3,71	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
Avril	3,82	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
Mai	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Juin	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Juillet	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Août	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Septembre	4,13	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,74
Octobre	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,87	3,74
Novembre	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,90	3,76
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	6,39	5,28	4,23	3,80	3,68

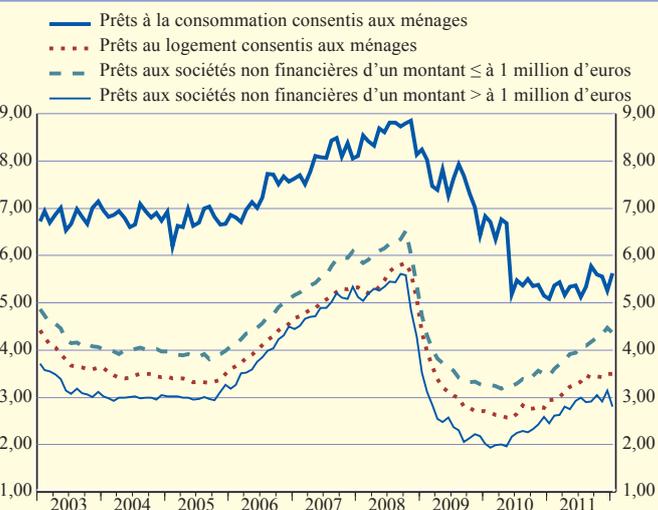
**G21 Nouveaux dépôts à terme**

(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
2010 T4	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 T1	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
T2	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
T3	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
T4	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2011 Février	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
Mars	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
Avril	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
Mai	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Juin	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Juillet	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Août	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Septembre	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Octobre	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Novembre	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Décembre	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Janvier	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
Février	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20

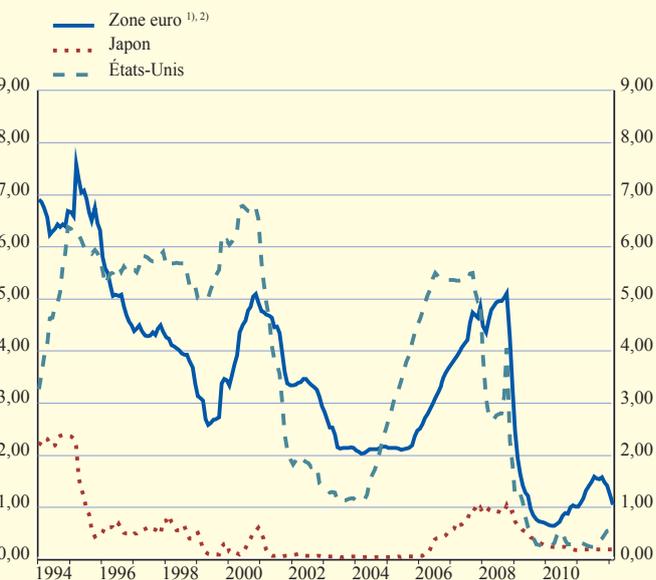
## G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro <sup>1), 2)</sup>

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



## G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE

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

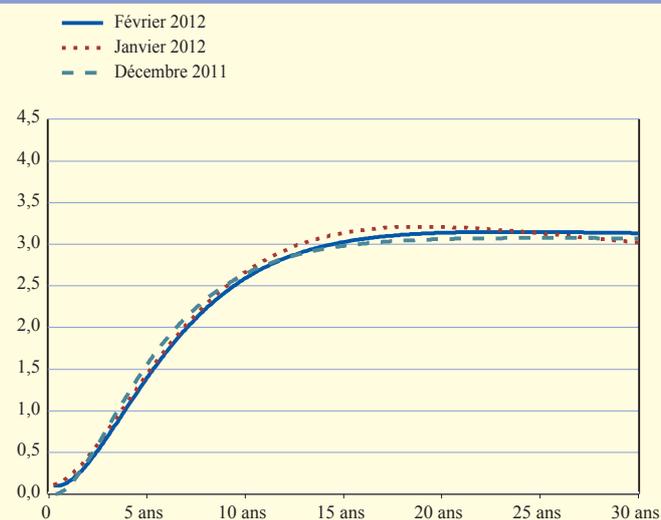
#### 4.7 Courbes des taux de la zone euro <sup>1)</sup>

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

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2010 T4	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 T1	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
T2	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
T3	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
T4	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 Février	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
Mars	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
Avril	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
Mai	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Juin	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Juillet	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
Août	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
Septembre	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Octobre	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
Novembre	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Décembre	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Janvier	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
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

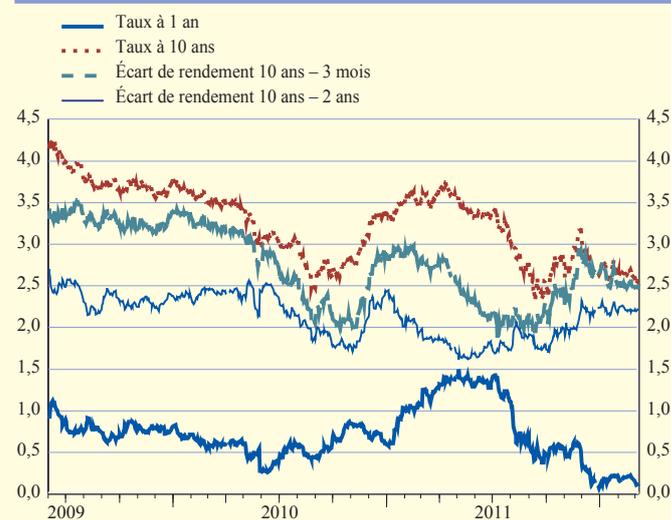
#### G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro <sup>2)</sup>

(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.

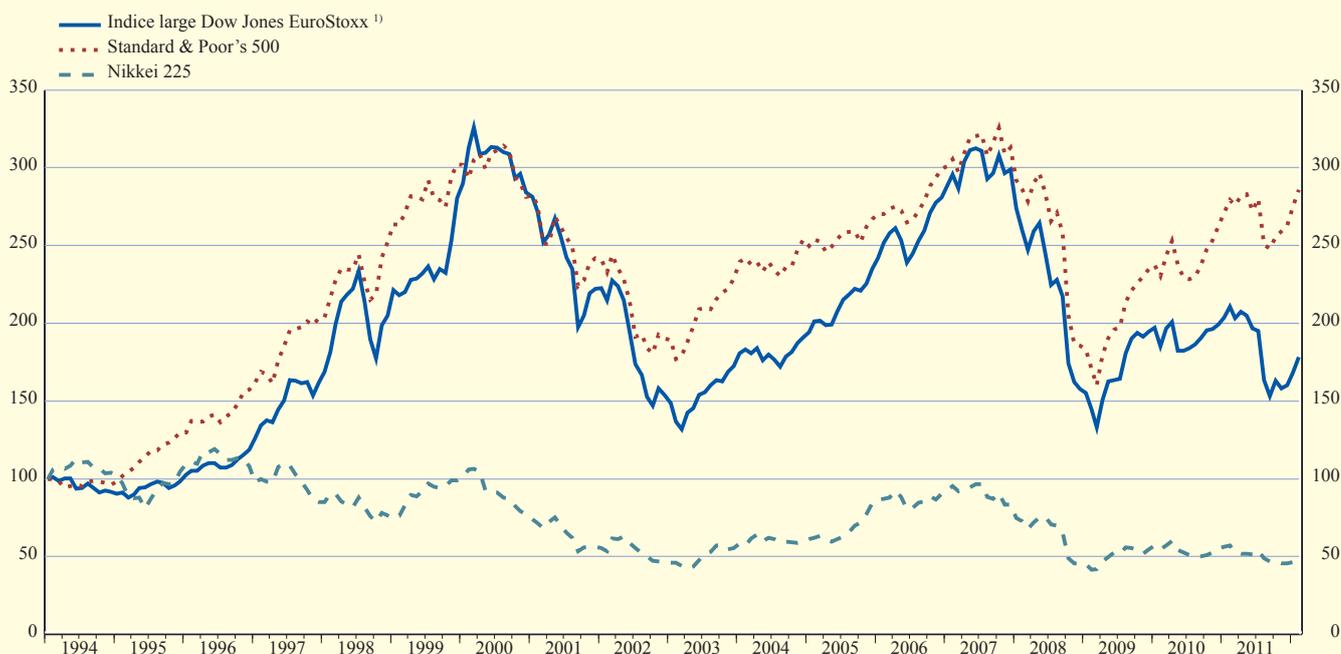
## 4.8 Indices boursiers

(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
2010 T4	273,4	2 817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1 204,6	9 842,4
2011 T1	285,5	2 932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1 302,5	10 285,3
T2	281,2	2 862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1 318,3	9 609,4
T3	236,0	2 381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1 225,3	9 246,3
T4	222,4	2 277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1 225,7	8 580,6
2011 Février	292,3	3 015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1 321,1	10 622,3
Mars	281,9	2 890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1 304,5	9 852,4
Avril	287,5	2 947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1 331,5	9 644,6
Mai	284,0	2 885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1 338,3	9 650,8
Juin	272,9	2 766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1 287,3	9 541,5
Juillet	270,5	2 743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1 325,2	9 996,7
Août	226,9	2 297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1 185,3	9 072,9
Septembre	212,6	2 124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1 173,9	8 695,4
Octobre	226,1	2 312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1 207,2	8 733,6
Novembre	219,2	2 239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1 226,4	8 506,1
Décembre	222,2	2 283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1 243,3	8 506,0
2012 Janvier	233,4	2 382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1 300,6	8 616,7
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

## 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 2011	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	
2010 T4	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,4	0,2	2,0	0,4	2,0	2,3	
2011 T1	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	0,0	6,3	0,5	2,4	3,3	
T2	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,9	1,1	0,4	0,5	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	0,7	1,0	0,9	0,9	1,5	0,3	2,9	3,5	
2011 Septembre	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,0	2,9	3,5	
Octobre	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,0	0,6	0,1	3,0	3,6	
Novembre	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,0	0,7	0,1	3,0	3,5	
Décembre	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5	
2012 Janvier	113,4	2,6	1,9	3,2	1,9	0,3	0,3	-0,4	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5	
Février <sup>3)</sup>		2,7												

	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 2011	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
2010 T4	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2011 T1	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
T2	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
T3	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,3	-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
2011 Août	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,5	-1,8	2,3	2,1
Septembre	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2
Octobre	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
Novembre	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,1	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

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			
% du total en 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,1
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,2	.
2010 T4	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9
2011 T1	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
T2	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
T3	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	1,0
T4	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,3	2,6	.
2011 Août	118,7	5,8	5,5	3,8	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-
Septembre	119,0	5,8	5,3	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	2,9	3,4	1,4	3,4	2,5	3,6	12,4	-	-
Décembre	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,6	3,1	2,3	3,2	9,4	-	-
2012 Janvier	120,1	3,7	3,3	1,9	1,6	1,3	3,0	2,4	3,0	9,2	-	-

### 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) : 2000 = 100)	Total	Déflateur du PIB				Exporta- tions <sup>6)</sup>	Importa- tions <sup>6)</sup>
		Pondération fondée sur les importations <sup>4)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>5)</sup>					Demande intérieure					
		Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Forma- tion brute de capital fixe		
% du total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	0,8	1,0	2,8	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,4	1,4	2,2	2,5	1,0	2,0	3,6	5,7
2010 T4	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,3	1,0	1,8	2,2	0,7	1,5	4,1	6,4
2011 T1	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,3	2,4	2,5	0,8	2,2	5,2	8,0
T2	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,3	1,4	2,2	2,5	1,0	1,9	3,7	5,7
T3	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,7	1,5	2,3	2,5	1,0	1,9	3,2	5,3
T4	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,9	1,5	2,2	2,5	1,4	2,0	2,7	4,5
2011 Septembre	79,8	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Octobre	78,9	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Novembre	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Décembre	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 Janvier	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Février	89,7	-7,5	-10,6	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-

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 : 2000 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup></b>												
2009	110,0	4,0	-0,6	8,9	5,4	5,3	-0,3	-2,7	-3,7	5,4	2,7	1,9
2010	109,1	-0,8	-1,4	-5,8	1,6	-1,9	-0,9	0,3	2,6	1,5	1,1	1,7
2010 T4	109,4	-0,3	-0,9	-4,0	0,0	-1,2	-0,2	0,9	2,8	2,2	1,3	1,8
2011 T1	109,7	0,3	0,5	-1,4	0,0	-1,3	1,8	3,0	4,4	3,1	0,8	2,0
T2	110,4	1,2	-0,5	0,6	0,1	0,0	3,2	3,6	3,5	3,4	0,6	3,3
T3	110,2	1,3	-1,8	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,2	3,3	2,9	0,8	2,9
<b>Rémunération par tête</b>												
2009	109,8	1,4	1,2	-0,6	5,5	1,4	1,3	0,8	-0,4	0,9	2,7	1,7
2010	111,5	1,6	1,5	3,6	1,0	1,3	2,5	2,0	3,5	1,3	0,8	1,1
2010 T4	112,4	1,6	2,7	3,7	1,0	1,5	3,0	1,4	3,4	1,7	0,8	0,5
2011 T1	113,4	2,4	4,4	4,4	4,5	2,0	2,1	2,0	2,4	2,7	1,2	1,2
T2	114,0	2,5	3,4	4,7	2,6	1,8	2,4	3,1	2,3	2,7	1,3	2,1
T3	114,2	2,4	3,4	3,2	2,9	2,3	2,7	2,9	3,6	2,7	1,6	2,1
<b>Productivité par personne employée <sup>2)</sup></b>												
2009	99,8	-2,5	1,9	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,7	3,4	-4,2	0,0	-0,2
2010	102,2	2,4	2,9	10,1	-0,6	3,3	3,5	1,8	1,0	-0,1	-0,3	-0,5
2010 T4	102,7	1,9	3,7	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,5	-0,5	-1,3
2011 T1	103,4	2,1	3,8	5,8	4,6	3,3	0,2	-1,0	-2,1	-0,4	0,4	-0,7
T2	103,3	1,2	4,0	3,8	2,4	1,7	-0,9	-0,5	-1,5	-0,7	0,8	-1,2
T3	103,6	1,0	5,3	2,9	3,6	0,6	-0,7	1,7	0,1	-0,2	0,8	-0,8
<b>Rémunération par heure travaillée</b>												
2009	112,1	3,3	2,2	3,9	7,3	2,7	1,8	2,7	1,4	2,5	3,0	3,1
2010	113,3	1,0	-0,1	1,1	1,2	1,1	1,9	1,7	2,5	0,6	0,7	1,8
2010 T4	114,3	1,6	1,2	1,4	1,8	2,0	3,4	2,2	3,2	1,5	1,0	1,2
2011 T1	114,7	1,8	-0,3	2,0	3,2	2,3	1,8	2,0	1,6	2,4	0,9	1,1
T2	115,7	2,5	2,1	3,9	3,1	2,4	2,7	3,5	4,5	2,9	1,1	1,9
T3	115,5	2,1	1,1	2,6	3,3	2,4	2,0	3,3	4,5	2,2	1,3	1,5
<b>Productivité horaire du travail <sup>2)</sup></b>												
2009	102,2	-0,8	2,8	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2
2010	104,1	1,9	2,8	7,5	-0,8	2,8	3,0	1,2	-0,5	-0,8	-0,5	0,1
2010 T4	104,8	1,9	3,3	5,7	1,5	3,1	3,7	0,8	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5
2011 T1	105,0	1,6	1,4	3,4	3,0	3,5	0,0	-1,1	-2,7	-0,5	0,1	-0,6
T2	105,2	1,3	4,9	2,8	2,5	2,1	-0,8	-0,2	0,3	-0,4	0,6	-1,1
T3	105,2	0,8	6,3	2,1	3,1	0,5	-1,6	1,9	0,6	-0,5	0,5	-1,7

**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		
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	1,7	
2011								2,0	
2011 T1	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	2,0	
T2	107,2	3,2	3,3	3,7	4,2	2,5	2,9	1,9	
T3	107,4	2,7	2,6	3,2	2,9	2,5	2,7	2,1	
T4								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	9 244,3	9 159,0	5 207,1	1 898,9	1 989,7	63,2	85,3	3 882,1	3 796,8
2009	8 930,1	8 812,0	5 127,3	1 986,8	1 741,4	-43,5	118,1	3 273,6	3 155,5
2010	9 160,9	9 046,1	5 261,6	2 013,7	1 751,0	19,8	114,9	3 747,8	3 632,9
2011	9 425,8	9 293,6	5 406,2	2 036,1	1 811,7	39,6	132,2	4 120,5	3 988,2
2010 T4	2 311,3	2 282,8	1 333,7	504,7	440,5	4,0	28,5	979,6	951,1
2011 T1	2 340,2	2 318,4	1 343,6	508,0	451,9	14,9	21,9	1 009,1	987,3
T2	2 353,6	2 325,5	1 346,9	509,2	453,8	15,6	28,2	1 023,9	995,8
T3	2 365,0	2 326,4	1 355,6	509,5	453,3	8,1	38,7	1 044,3	1 005,6
T4	2 362,9	2 321,0	1 358,6	510,4	451,9	0,1	41,9	1 042,1	1 000,2
<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	0,2	0,4	0,0	-0,3	-	-	1,5	1,5
2011 T1	0,8	0,5	0,1	0,1	1,7	-	-	1,3	0,7
T2	0,1	-0,2	-0,4	0,1	-0,1	-	-	1,2	0,4
T3	0,1	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	-	-	1,4	0,7
T4	-0,3	-0,7	-0,4	-0,2	-0,7	-	-	-0,4	-1,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,6	-12,1	-	-	-12,7	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,5	-0,5	-	-	11,3	9,6
2011	1,4	0,5	0,2	0,1	1,4	-	-	6,1	3,9
2010 T4	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	11,8	11,1
2011 T1	2,4	1,6	0,9	0,4	3,5	-	-	9,9	8,1
T2	1,6	0,7	0,3	0,3	1,5	-	-	6,3	4,2
T3	1,3	0,3	0,3	0,0	1,0	-	-	5,5	3,3
T4	0,7	-0,5	-0,6	-0,3	0,6	-	-	3,6	0,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2010 T4	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	-	-
2011 T1	0,8	0,5	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	-	-
T2	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
T3	0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
T4	-0,3	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	-	-
<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	-3,7	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,9	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,8	-	-
2011	1,4	0,5	0,1	0,0	0,3	0,1	1,0	-	-
2010 T4	2,0	1,5	0,6	0,0	0,3	0,7	0,5	-	-
2011 T1	2,4	1,6	0,5	0,1	0,7	0,3	0,8	-	-
T2	1,6	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,9	-	-
T3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	-	-
T4	0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0,1	-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	8 299,0	141,8	1 652,7	560,8	1 597,9	358,6	384,9	930,3	859,4	1 520,8	291,9	945,3
2009	8 037,1	125,5	1 465,2	537,0	1 517,6	360,5	427,3	904,2	817,8	1 581,9	300,1	893,0
2010	8 222,0	137,4	1 550,7	512,6	1 561,3	357,7	437,5	922,2	830,6	1 609,1	302,8	938,9
2011	8 455,2	143,9	1 633,0	519,3	1 615,9	355,0	435,5	959,6	853,8	1 630,4	308,7	970,6
2010 T4	2 073,9	35,2	395,7	127,2	395,5	89,0	108,6	234,4	209,8	402,3	76,2	237,4
2011 T1	2 098,4	37,0	402,9	130,7	402,5	88,6	107,6	235,5	210,9	405,9	76,9	241,8
T2	2 109,5	36,9	406,2	130,1	404,6	88,5	108,1	238,6	212,4	407,6	76,5	244,1
T3	2 121,4	35,6	412,0	129,8	405,6	88,8	109,7	240,4	213,7	408,2	77,5	243,6
T4	2 122,8	35,3	406,8	131,0	406,6	88,8	110,2	241,8	215,0	408,9	78,4	240,2
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2011	100,0	1,7	19,3	6,1	19,1	4,2	5,2	11,3	10,1	19,3	3,7	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>												
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>												
2010 T4	0,3	0,7	1,3	-1,2	0,4	0,9	-0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1
2011 T1	0,7	1,6	1,2	1,4	1,2	-1,0	1,2	-0,3	1,0	0,4	0,2	1,0
T2	0,1	0,4	0,4	-0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,8	0,1
T3	0,2	0,5	0,3	-0,6	0,1	0,3	0,8	0,1	0,4	0,1	0,8	-0,5
T4	-0,2	0,4	-2,0	-0,2	0,0	1,4	-0,2	0,4	0,0	0,1	0,5	-0,9
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2008	0,6	1,9	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	1,9	1,5	-1,4
2009	-4,3	-0,3	-13,4	-6,8	-5,4	0,7	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,0
2010	2,0	2,0	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,5	1,7	0,8	0,2	1,0
2011	1,5	1,7	3,3	-0,7	2,1	0,8	0,3	0,7	2,4	0,5	0,0	1,3
2010 T4	2,1	2,3	6,8	-2,9	3,0	2,7	-0,5	0,4	2,3	0,3	-0,3	1,2
2011 T1	2,2	1,3	5,5	0,7	3,6	0,9	-1,0	0,4	2,8	0,6	0,2	3,5
T2	1,6	2,3	3,9	-0,9	2,7	0,3	-0,6	0,3	2,5	0,7	-0,8	1,5
T3	1,4	3,2	3,3	-0,7	1,7	0,5	1,8	0,1	1,9	0,7	0,1	0,6
T4	0,8	2,8	-0,1	0,3	1,3	1,0	1,9	0,4	1,8	0,8	0,7	-0,2
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2010 T4	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 T1	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
T2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,5	-1,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,6	0,0	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2010 T4	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	-
2011 T1	2,2	0,0	1,0	0,0	0,7	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
T2	1,6	0,0	0,7	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	-
T3	1,4	0,1	0,6	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-
T4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

## 5.2 Production et demande

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 3. Production industrielle

	Total		Industrie hors construction								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	90,7	-14,8	-15,9	-16,0	-19,0	-20,9	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-6,8
2010	4,5	97,4	7,4	7,8	7,8	10,1	9,1	3,4	2,5	3,5	3,8	-7,2
2011	2,8	100,9	3,6	4,8	4,8	4,2	8,8	0,9	0,6	1,0	-4,8	-0,5
2011 T1	5,0	100,8	6,6	8,2	8,2	9,0	13,3	1,4	2,9	1,2	-2,3	-1,5
T2	2,5	101,1	4,1	5,4	5,4	4,3	9,4	2,2	1,1	2,4	-5,4	-4,4
T3	3,8	101,9	4,0	4,9	4,9	3,8	9,9	0,9	1,9	0,8	-3,2	2,1
T4	0,1	99,9	-0,2	0,9	1,0	0,0	3,7	-0,7	-3,1	-0,4	-8,3	2,2
2011 Juillet	4,4	102,1	4,3	5,2	5,3	4,2	11,8	-0,1	4,2	-0,7	-4,1	3,0
Août	5,4	103,2	6,0	7,0	7,1	5,4	13,1	2,8	3,0	2,8	-2,1	2,6
Septembre	2,0	100,4	2,2	2,9	2,9	2,2	6,0	0,3	-1,0	0,4	-3,4	0,9
Octobre	0,3	100,6	1,0	1,9	1,8	0,4	4,9	0,2	-3,1	0,8	-5,0	-2,0
Novembre	0,4	100,2	0,1	1,1	1,2	-0,2	4,9	-1,6	-3,0	-1,3	-6,5	1,3
Décembre	-0,5	99,0	-2,0	-0,2	-0,2	-0,3	1,1	-0,9	-3,2	-0,6	-12,5	8,6
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>												
2011 Juillet	1,5	-	1,5	1,4	1,6	0,8	3,5	0,1	7,0	-0,5	0,1	1,9
Août	0,5	-	1,1	1,2	1,2	0,7	1,6	0,9	-2,5	1,4	0,9	1,0
Septembre	-2,2	-	-2,7	-2,5	-2,8	-1,8	-3,8	-1,6	-3,6	-1,5	-2,0	-1,4
Octobre	-0,1	-	0,2	0,1	0,2	-0,6	1,0	0,6	-1,2	0,7	-0,7	-0,9
Novembre	0,2	-	-0,4	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-1,4	0,1	-1,6	-0,2	2,0
Décembre	-1,3	-	-1,2	-1,0	-1,0	-1,5	-1,7	0,2	0,0	0,0	-1,9	-1,9

### 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	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	-2,5	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	925	3,3
2010	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,4	8,5	114,7	8,8	1,6	100,9	-0,5	-0,9	0,0	-1,4	0,0	-3,2	838	-1,1
2011 T1	111,9	18,5	113,9	13,7	2,1	101,4	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,2	867	-3,1
T2	114,1	11,6	114,6	9,8	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,4	825	-1,8
T3	110,8	5,3	115,8	8,8	1,7	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,3	824	2,9
T4	108,8	-0,5	114,4	3,7	0,9	100,3	-1,1	-1,1	-1,0	-4,1	-0,2	-3,7	836	-1,7
2011 Août	112,9	5,9	117,1	10,3	2,0	101,4	-0,1	0,1	0,4	-1,1	-1,3	-3,0	823	6,1
Septembre	107,4	1,5	114,1	6,6	1,5	100,8	-1,2	-0,1	-1,8	-8,4	-0,4	-4,1	833	1,3
Octobre	108,9	1,4	114,2	4,8	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-1,0	-4,1	-0,4	-4,3	822	-0,6
Novembre	106,9	-2,4	114,7	3,8	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,3	-1,2	-3,9	828	-3,3
Décembre	110,5	-0,6	114,2	2,5	-0,1	99,9	-1,3	-1,3	-1,0	-3,9	0,9	-2,9	857	-1,1
2012 Janvier	.	.	.	.	0,8	100,2	0,0	-0,9	1,1	.	.	.	752	-13,3
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>														
2011 Septembre	-	-4,9	-	-2,6	-0,2	-	-0,6	0,0	-1,1	-5,4	-0,1	-0,4	-	1,2
Octobre	-	1,4	-	0,1	0,2	-	-0,1	0,0	0,2	3,4	0,2	-0,3	-	-1,3
Novembre	-	-1,8	-	0,5	-0,1	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,4	-0,9	-0,4	-	0,6
Décembre	-	3,3	-	-0,4	-0,3	-	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	1,1	-0,5	-	3,6
2012 Janvier	-	.	-	.	0,1	-	0,3	0,5	0,5	.	.	.	-	-12,2

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	80,4	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2010 T4	105,3	2,4	-9,8	-0,7	16,3	79,0	-10,8	-5,6	-9,2	21,4	-7,1
2011 T1	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
T2	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
T3	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
T4	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,8	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2011 Septembre	94,6	-6,0	-12,3	6,0	0,2	-	-19,3	-8,9	-27,3	30,0	-11,0
Octobre	94,4	-6,6	-13,5	6,5	0,2	79,6	-20,1	-9,1	-28,7	32,7	-10,0
Novembre	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2
Décembre	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 Janvier	93,4	-7,0	-16,4	6,5	1,9	80,0	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6
Février	94,4	-5,8	-14,2	6,0	2,9	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7

	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
2010 T4	-27,6	-36,5	-18,8	0,6	0,5	7,2	8,4	8,4	6,1	7,7	11,5
2011 T1	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
T2	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
T3	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
T4	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2011 Septembre	-29,8	-37,2	-22,4	-9,9	-11,1	14,4	-4,1	-0,3	-3,7	0,3	2,4
Octobre	-27,3	-33,6	-21,1	-9,9	-12,3	13,7	-3,8	-0,2	-3,8	-0,7	3,9
Novembre	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
Décembre	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,6	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
Février	-24,5	-31,3	-17,7	-14,3	-14,6	16,9	-11,2	-0,9	-6,8	-1,0	5,1

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>													
2010	146 433	125 205	21 228	5 087	23 079	10 302	35 740	3 959	4 142	1 289	17 595	34 497	10 743
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2010	100,0	85,5	14,5	3,5	15,8	7,0	24,4	2,7	2,8	0,9	12,0	23,6	7,3
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2008	0,8	1,0	-0,3	-1,8	0,2	-2,2	0,9	1,0	0,3	1,3	3,3	1,2	1,2
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,8	-0,8	0,1	-2,7	-2,5	1,4	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,2	-3,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	1,8	1,1	0,7
2010 T4	0,1	0,2	-0,7	-1,4	-1,2	-3,9	0,2	-0,6	-1,0	-0,2	2,8	0,8	1,0
2011 T1	0,2	0,4	-0,9	-2,5	-0,2	-3,8	0,3	0,7	0,0	2,5	3,2	0,3	1,0
T2	0,4	0,6	-0,8	-1,6	0,1	-3,2	0,9	1,2	-0,1	1,9	3,2	-0,1	0,4
T3	0,3	0,5	-1,1	-2,0	0,4	-4,1	1,1	1,2	0,1	0,0	2,1	-0,1	0,9
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2010 T4	0,1	0,2	-0,3	-0,3	0,1	-1,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,4
2011 T1	0,1	0,1	0,0	-1,6	0,2	-1,2	0,0	1,0	0,5	1,7	0,9	-0,2	0,4
T2	0,2	0,3	-0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,9	-0,1	-0,1
T3	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,0	-1,6	0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,2
<b>Heures travaillées</b>													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2010	231 190	185 633	45 556	10 516	36 433	18 211	60 091	6 363	6 521	1 974	26 791	49 145	15 145
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2010	100,0	80,3	19,7	4,5	15,8	7,9	26,0	2,8	2,8	0,9	11,6	21,3	6,6
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2008	0,8	1,2	-0,7	-2,1	-0,4	-2,5	1,0	1,6	1,6	1,3	3,5	1,6	1,6
2009	-3,4	-3,6	-2,8	-3,1	-8,9	-8,3	-2,9	-1,3	-1,5	-3,7	-3,8	1,1	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-3,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	2,5	1,3	0,1
2010 T4	0,1	0,3	-0,5	-1,0	1,0	-4,4	-0,1	-1,0	-1,3	0,9	2,8	0,6	0,3
2011 T1	0,8	1,0	-0,1	-0,2	2,1	-2,3	0,1	0,9	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8
T2	0,3	0,6	-0,7	-2,5	1,0	-3,4	0,5	1,2	-0,4	0,0	2,9	0,1	0,2
T3	0,6	0,8	-0,3	-2,9	1,1	-3,7	1,2	2,1	-0,2	-0,4	2,5	0,1	1,8
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2010 T4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,7	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-0,2	0,3
2011 T1	0,6	0,7	0,2	-0,7	0,7	0,2	0,5	1,4	1,1	1,0	1,5	0,3	0,7
T2	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,1	-1,1	0,2	0,3	-0,5	-1,7	0,3	0,0	-0,7
T3	0,1	0,2	0,1	-1,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,1	1,4
<b>Heures travaillées par personne employée</b>													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2010	1 579	1 483	2 146	2 067	1 579	1 768	1 681	1 607	1 575	1 531	1 523	1 425	1 410
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2008	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,7	1,3	0,0	0,2	0,4	0,4
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,9	-4,1	-1,6	-1,2	-0,5	-1,6	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
2010	0,5	0,5	0,5	0,2	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	0,6	0,1	-0,6
2010 T4	0,0	0,1	0,1	0,4	2,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,2	-0,7
2011 T1	0,5	0,6	0,7	2,4	2,3	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	-0,2
T2	-0,1	0,0	0,1	-0,9	0,9	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-1,8	-0,3	0,2	-0,1
T3	0,3	0,2	0,8	-0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	0,9
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2010 T4	3,1	3,6	1,5	-2,7	4,6	0,6	3,0	3,9	4,0	2,4	6,0	3,3	2,0
2011 T1	0,6	0,8	-0,8	-1,7	0,5	0,3	0,4	1,0	1,9	0,7	0,2	1,7	0,6
T2	-2,2	-3,0	1,3	4,2	2,7	0,6	-2,0	-4,1	-4,1	-3,8	-3,9	-3,5	-1,4
T3	-1,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	0,3	-1,5	0,6	-1,6	-1,3	-0,3

Sources : Calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

## 5.3 Marché du travail

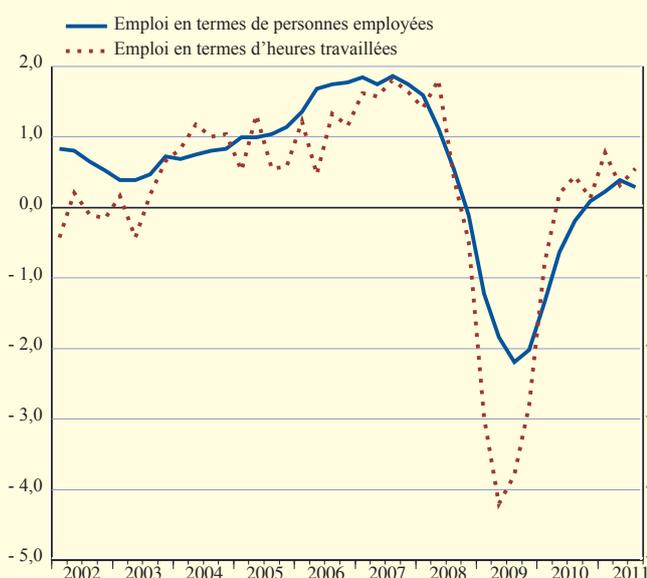
(données cvs, sauf indication contraire)

### 2. Chômage et taux d'emplois vacants <sup>1)</sup>

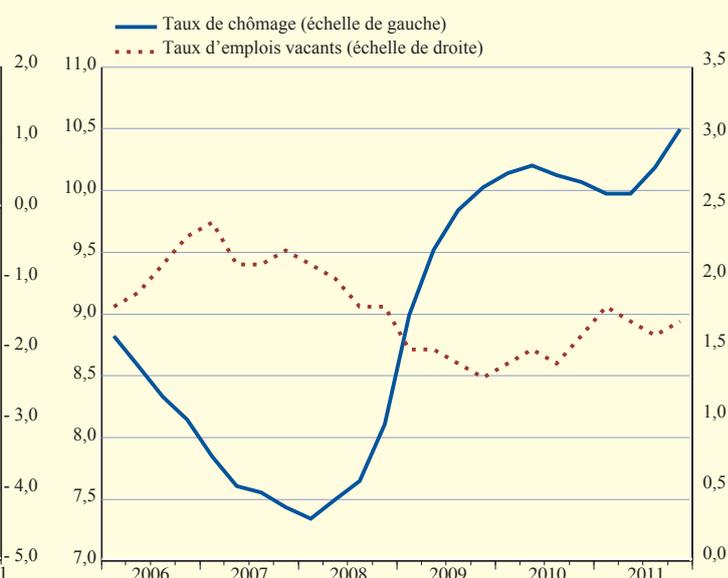
	Chômage										Taux d'emplois vacants <sup>2)</sup>
	Total		Par âge <sup>3)</sup>				Par sexe <sup>4)</sup>				En % du total des emplois
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % 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	11,971	7,6	9,295	6,6	2,676	16,0	6,045	7,0	5,927	8,5	1,9
2009	15,052	9,6	11,768	8,4	3,285	20,3	8,147	9,4	6,905	9,8	1,4
2010	15,927	10,1	12,655	8,9	3,271	20,9	8,594	10,0	7,333	10,3	1,5
2011	16,030	10,2	12,817	9,0	3,213	20,9	8,535	9,9	7,495	10,5	1,7
2010 T4	15,830	10,1	12,633	8,9	3,197	20,6	8,466	9,8	7,364	10,4	1,6
2011 T1	15,690	10,0	12,509	8,8	3,181	20,6	8,344	9,7	7,345	10,3	1,8
T2	15,731	10,0	12,560	8,8	3,170	20,6	8,372	9,7	7,358	10,3	1,7
T3	16,092	10,2	12,884	9,0	3,208	20,8	8,534	9,9	7,557	10,5	1,6
T4	16,607	10,5	13,313	9,3	3,294	21,4	8,890	10,3	7,717	10,8	1,7
2011 Août	16,045	10,2	12,860	9,0	3,185	20,7	8,504	9,9	7,540	10,5	-
Septembre	16,272	10,3	13,032	9,1	3,240	21,0	8,639	10,0	7,633	10,6	-
Octobre	16,437	10,4	13,174	9,2	3,263	21,2	8,784	10,2	7,653	10,7	-
Novembre	16,644	10,5	13,327	9,3	3,317	21,5	8,883	10,3	7,761	10,8	-
Décembre	16,740	10,6	13,437	9,4	3,303	21,5	9,002	10,4	7,738	10,8	-
2012 Janvier	16,925	10,7	13,611	9,5	3,314	21,6	9,118	10,5	7,807	10,9	-

### 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	
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

#### 2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes							Dépenses en capital			Pour mémoire : dépenses primaires <sup>3)</sup>		
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Prestations sociales		Investissements	Transferts en capital	Effectués par les institutions de l'UE			
							Subventions	Versées par les institutions de l'UE						
													8	9
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,9	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,4	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

#### 3. Zone euro – déficit/excédent, déficit/excédent primaire et consommation des administrations publiques

	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques <sup>4)</sup>							
	Total	Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (négatif)	Consommation collective	Consommation individuelle
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1
2003	-3,1	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,6

#### 4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-2,5

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives au déficit à l'excédent des pays

1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations faisant intervenir le budget de l'UE sont incluses et consolidées. Les opérations entre administrations des États membres ne sont pas consolidées.

2) Les 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				Autres créanciers <sup>3)</sup>
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents <sup>2)</sup>			Autres secteurs	
						Total	IFM	Autres institutions financières		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,5	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,1	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8

**2. Zone euro – dette par émetteurs, échéances et devises**

	Total	Émis par <sup>4)</sup>				Échéance			Durée résiduelle			Devises	
		Administration centrale	Administrations d'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
2001	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,1	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,5	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,3	69,3	8,3	5,9	1,9	13,1	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	84,5	0,8

**3. Pays de la zone euro**

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État

## 6.3 Variation de la dette <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

### 1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

	Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs			
		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	Autres créanciers <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3

### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+) <sup>7)</sup>	Ajustement dette-déficit <sup>8)</sup>											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
2002	2,1	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,2	-2,9	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,7	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-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	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,3	1,7	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3

Source : BCE

- 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.
- Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal)
- Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances
- Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- Y compris les produits des ventes de licences UMTS
- Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB
- Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés)
- Hors produits financiers dérivés

**6.4 Recettes, dépenses et déficit/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	T3	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
	T4	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006	T1	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
	T2	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	40,9
	T3	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
	T4	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,5
2007	T1	42,3	41,9	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
	T2	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
	T3	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
	T4	49,2	48,6	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,6
2008	T1	42,5	42,2	10,9	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
	T2	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
	T3	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009	T1	42,5	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
	T2	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
	T3	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
	T4	48,4	47,6	13,0	13,6	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,5
2010	T1	42,2	42,0	10,1	12,1	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
	T2	45,1	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
	T3	42,9	42,5	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
	T4	48,3	47,5	13,1	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,2
2011	T1	42,8	42,5	10,5	12,4	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,5
	T2	45,0	44,7	12,0	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,1
	T3	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,4	0,8	0,3	0,3	39,6

**2. Zone euro – dépenses et déficit/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			
								Subventions						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	T3	45,8	42,3	10,0	4,8	3,0	24,6	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
	T4	49,6	45,0	11,3	5,8	2,7	25,2	21,6	1,3	4,6	2,9	1,7	-1,0	1,8
2006	T1	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,4
	T2	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
	T3	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
	T4	49,4	44,3	10,8	5,8	2,7	25,1	21,3	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,5	2,2
2007	T1	44,9	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,7	0,3
	T2	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
	T3	44,6	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
	T4	49,2	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008	T1	45,5	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
	T2	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
	T3	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
	T4	51,3	46,4	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,5	0,3
2009	T1	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
	T2	50,6	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,4	-2,4
	T3	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
	T4	54,4	49,3	11,8	6,5	2,6	28,4	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,9	-3,3
2010	T1	50,5	46,7	10,7	5,2	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,3	1,5	-8,3	-5,5
	T2	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,6
	T3	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
	T4	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011	T1	48,7	45,7	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,9	-2,9
	T2	48,6	45,4	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,6	-0,5
	T3	47,8	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,1	2,3	0,8	-4,1	-1,1

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

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 17. Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations entre le budget de l'UE et les entités n'appartenant pas au secteur des administrations publiques ne sont pas incluses. Autrement, et hormis les différents délais de transmission des données, les données trimestrielles sont cohérentes avec les données annuelles. Les données ne sont pas corrigées des variations saisonnières.
- 2) Les 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>

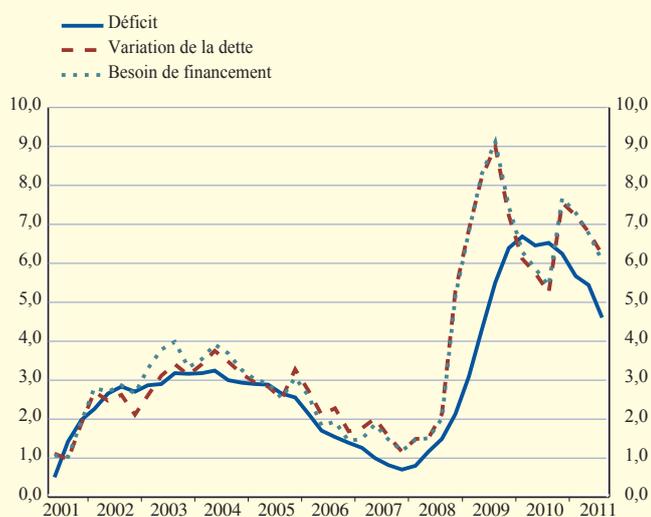
	Total	Instruments financiers			
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme
	1	2	3	4	5
2008 T4	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 T1	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
T2	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0
T3	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
T4	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 T1	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
T2	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0
T3	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1
T4	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 T1	86,3	2,4	15,1	7,7	61,0
T2	87,2	2,4	14,9	7,8	62,0
T3	86,8	2,4	15,1	8,0	61,4

### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/ excédent (+)	Ajustement dette-déficit							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
2008 T4	9,2	-2,5	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 T1	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
T2	9,1	-5,4	3,7	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,9	9,5
T3	5,0	-7,2	-2,3	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7
T4	2,4	-5,9	-3,5	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,5	2,6
2010 T1	8,1	-8,3	-0,1	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	8,5
T2	7,6	-4,5	3,2	3,2	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
T3	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0
T4	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,6	11,3
2011 T1	6,8	-5,9	0,9	0,9	2,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	7,0
T2	6,0	-3,6	2,3	2,9	2,9	0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,8	5,7
T3	0,8	-4,1	-3,3	-4,2	-3,8	-0,7	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,3

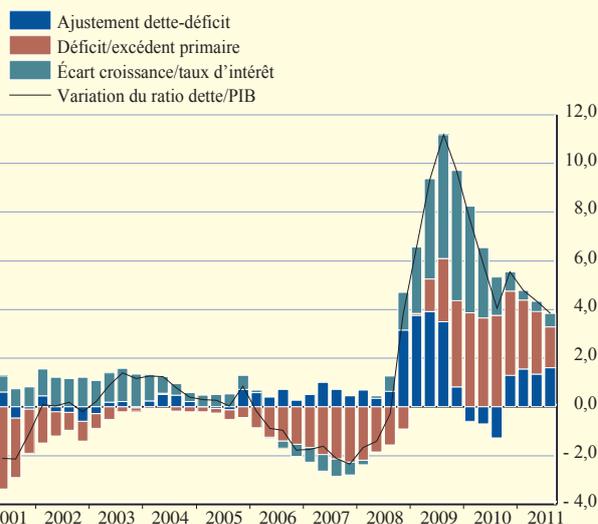
### G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette

(somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



### 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.

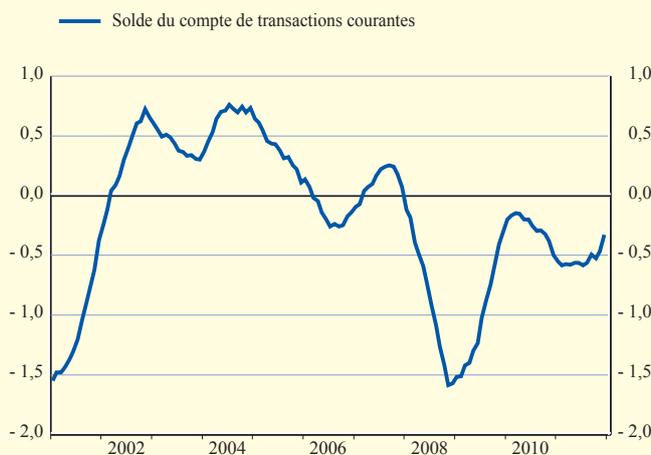


# BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

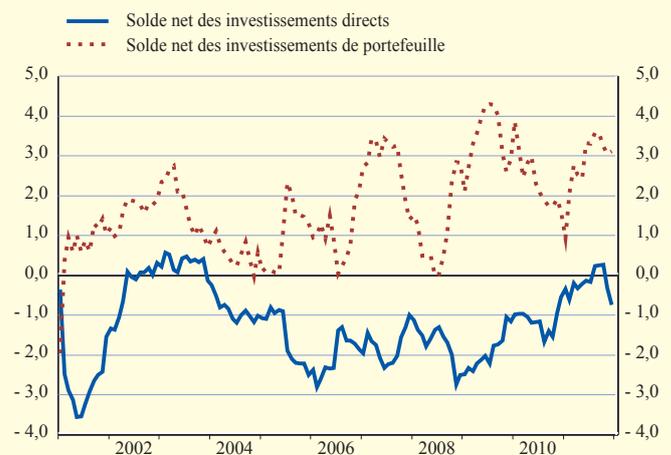
## 7.1 État récapitulatif de la balance des paiements <sup>1)</sup> (flux nets en milliards d'euros)

	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	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2011	-31,5	6,0	59,6	7,5	-104,5	9,8	-21,6	9,3	-69,8	293,4	-23,4	-180,9	-10,1	12,4
2010 T4	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 T1	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
T2	-21,0	-3,0	17,9	-14,0	-21,8	0,6	-20,4	18,4	-29,0	150,2	1,6	-108,9	4,5	2,0
T3	-1,2	3,1	21,0	4,2	-29,5	1,8	0,6	9,8	-16,5	37,7	-15,4	0,3	3,8	-10,4
T4	20,8	18,9	13,7	7,1	-18,8	5,1	25,9	-34,7	-14,4	-23,0	-7,3	16,8	-6,8	8,8
2010 Décembre	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011 Janvier	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
Février	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
Mars	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
Avril	-4,9	-3,9	4,2	1,7	-6,9	-0,1	-5,0	-4,0	-29,8	13,6	2,6	3,6	6,0	8,9
Mai	-15,9	0,3	5,6	-15,3	-6,6	0,4	-15,5	15,4	-5,0	45,1	-2,3	-19,4	-3,1	0,2
Juin	-0,2	0,5	8,1	-0,4	-8,3	0,3	0,1	7,0	5,8	91,5	1,2	-93,2	1,6	-7,1
Juillet	1,4	3,8	7,4	1,2	-11,0	-0,1	1,3	-3,8	-17,2	-24,6	-0,8	40,1	-1,2	2,5
Août	-3,6	-4,2	5,5	3,4	-8,3	2,0	-1,5	1,4	7,7	25,6	-6,5	-28,7	3,4	0,1
Septembre	1,0	3,6	8,1	-0,3	-10,3	-0,1	0,9	12,2	-7,0	36,7	-8,1	-11,0	1,6	-13,1
Octobre	2,6	1,7	5,3	3,2	-7,6	1,5	4,1	-5,0	-7,6	-26,4	-0,9	31,0	-1,1	0,9
Novembre	1,9	6,7	3,0	1,8	-9,5	2,2	4,1	-6,7	-8,0	1,5	0,6	-0,5	-0,2	2,5
Décembre	16,3	10,5	5,4	2,1	-1,7	1,4	17,7	-23,0	1,3	2,0	-7,1	-13,7	-5,4	5,3
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2011 Décembre	-31,5	6,0	59,6	7,5	-104,5	9,8	-21,6	9,3	-69,8	293,4	-23,4	-180,9	-10,1	12,4
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2011 Décembre	-0,3	0,1	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,2	0,1	-0,7	3,1	-0,2	-1,9	-0,1	0,1

**G32 Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes**  
(données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



**G33 Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille**  
(flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

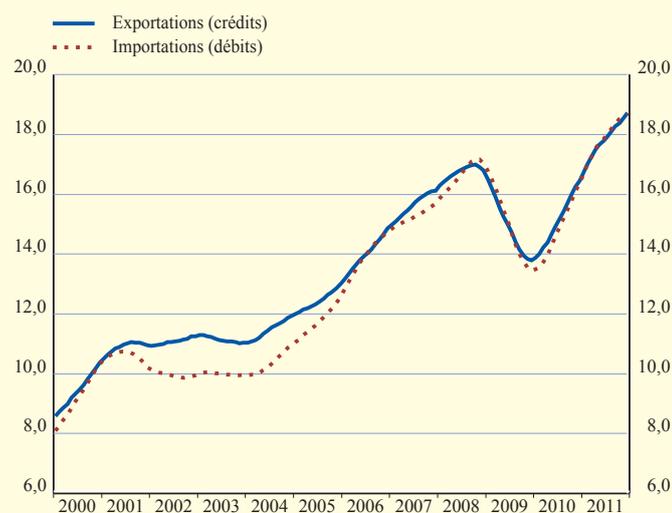
1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

## 7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

### 1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

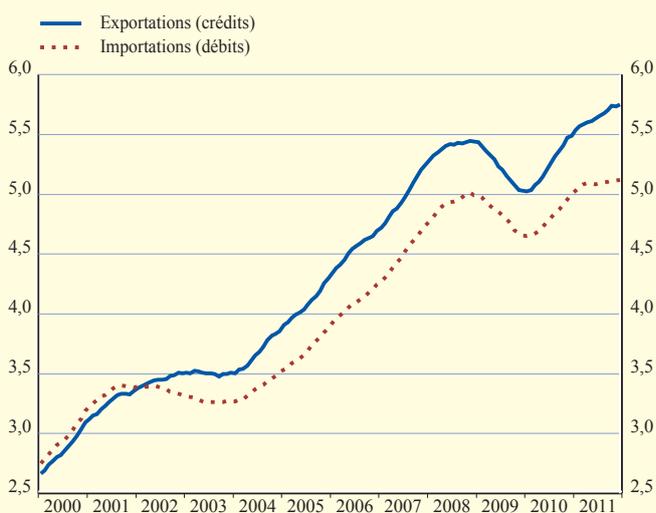
	Compte de transactions courantes										Compte de capital				
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants			Crédit	Débit	
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Transferts de fonds des travailleurs migrants 11	12	Transferts de fonds des travailleurs migrants 13	14	15	
2009	2 292,4	2 318,3	-25,9	1 302,5	1 266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4
2010	2 617,1	2 659,3	-42,2	1 560,0	1 547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7
2011	2 879,8	2 911,3	-31,5	1 768,6	1 762,5	542,7	483,1	480,1	472,6	88,4	.	193,0	.	23,3	13,4
2010 T4	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9
2011 T1	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6
T2	719,5	740,4	-21,0	438,7	441,8	134,1	116,2	127,7	141,8	18,9	1,6	40,7	5,6	3,7	3,1
T3	723,1	724,2	-1,2	444,5	441,4	146,1	125,1	115,8	111,6	16,6	1,8	46,1	5,7	5,2	3,4
T4	752,8	731,9	20,8	461,9	443,0	139,6	125,9	123,1	116,0	28,2	.	47,0	.	9,4	4,4
2011 Octobre	243,6	241,0	2,6	152,4	150,7	46,6	41,4	37,0	33,8	7,6	.	15,2	.	2,4	0,9
Novembre	247,7	245,8	1,9	159,5	152,9	43,3	40,3	39,1	37,3	5,8	.	15,3	.	3,1	0,9
Décembre	261,4	245,1	16,3	150,0	139,5	49,6	44,2	47,0	45,0	14,8	.	16,5	.	3,9	2,5
<i>données cvs</i>															
2011 T2	713,5	726,8	-13,3	437,0	441,9	133,5	118,7	121,2	118,2	21,9	.	47,9	.	.	.
T3	727,5	729,2	-1,7	443,4	441,5	138,0	120,5	122,1	118,7	23,9	.	48,4	.	.	.
T4	729,0	734,4	-5,5	450,7	442,3	136,9	122,7	120,3	121,6	21,0	.	47,9	.	.	.
2011 Octobre	241,2	247,8	-6,6	147,0	151,0	46,4	41,1	39,1	40,0	8,7	.	15,7	.	.	.
Novembre	244,9	245,8	-0,9	152,7	147,6	45,1	40,4	41,8	41,2	5,3	.	16,6	.	.	.
Décembre	242,8	240,8	2,0	150,9	143,6	45,5	41,2	39,5	40,4	7,0	.	15,6	.	.	.
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>															
2011 Décembre	2 877,3	2 907,9	-30,6	1 765,5	1 761,4	542,0	482,6	480,3	471,1	89,5	.	192,8	.	.	.
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>															
2011 Décembre	30,5	30,9	-0,3	18,7	18,7	5,8	5,1	5,1	5,0	1,0	.	2,0	.	.	.

### 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	
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 T3	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
T4	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 T1	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
T2	5,8	3,3	121,9	138,5	57,8	9,7	38,5	10,7	5,7	4,8	12,3	46,3	25,2	31,0	20,9	17,8
T3	5,8	4,0	110,0	107,6	47,7	18,0	34,8	17,9	6,5	4,8	9,0	18,4	25,1	32,2	21,8	17,3

**3. Ventilation géographique**

(flux cumulés)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro						Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE									
		1	2	3	4	5	6									
<b>T4 2010 à T3 2011</b>																
		Crédit														
<b>Compte de transactions courantes</b>	2 832,7	936,1	52,2	89,6	430,4	304,4	59,4	55,0	39,0	136,7	40,2	62,0	107,1	218,5	354,4	883,9
Biens	1 728,3	553,6	33,4	59,4	224,2	236,3	0,2	29,1	20,0	110,8	30,5	38,2	78,7	117,7	193,9	555,9
Services	538,9	168,3	11,0	15,1	104,1	31,5	6,6	8,7	8,4	17,5	7,1	13,3	17,9	55,0	78,5	164,3
Revenus	474,4	152,6	6,7	13,4	91,4	32,7	8,3	16,8	9,8	7,8	2,4	9,7	9,9	37,6	76,0	151,7
Revenus d'investissements	450,7	146,0	6,6	13,3	89,9	32,1	4,0	16,8	9,8	7,8	2,4	9,6	9,9	26,3	74,2	148,0
Transferts courants	91,2	61,6	1,2	1,7	10,6	3,8	44,4	0,4	0,7	0,6	0,2	0,9	0,6	8,2	6,0	12,0
<b>Compte de capital</b>	21,0	17,8	0,0	0,0	1,1	0,4	16,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,8
		Débit														
<b>Compte de transactions courantes</b>	2 881,6	878,1	44,6	86,1	373,5	269,8	104,2	-	31,8	-	-	93,9	-	185,6	367,4	-
Biens	1 735,7	479,6	29,6	51,7	179,6	218,6	0,0	31,1	14,4	213,5	27,9	52,9	126,4	96,0	140,5	553,5
Services	482,5	137,8	7,9	12,9	81,8	35,0	0,2	5,2	6,4	13,0	5,9	9,5	10,1	43,0	98,8	152,8
Revenus	469,6	144,4	6,4	20,0	100,5	11,7	5,8	-	9,2	-	-	31,0	-	39,2	121,6	-
Revenus d'investissements	455,5	136,3	6,3	19,9	99,0	5,3	5,8	-	9,0	-	-	30,8	-	38,8	120,3	-
Transferts courants	193,8	116,4	0,7	1,5	11,6	4,4	98,1	1,5	1,8	3,6	0,7	0,5	0,7	7,4	6,6	54,6
<b>Compte de capital</b>	15,0	1,6	0,0	0,1	0,9	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,6	1,2	10,3
		Net														
<b>Compte de transactions courantes</b>	-48,9	58,0	7,7	3,5	56,8	34,6	-44,7	-	7,2	-	-	-32,0	-	32,9	-13,0	-
Biens	-7,4	74,0	3,8	7,7	44,6	17,7	0,2	-2,0	5,6	-102,7	2,6	-14,8	-47,7	21,7	53,5	2,4
Services	56,4	30,5	3,1	2,2	22,3	-3,5	6,3	3,5	2,0	4,5	1,2	3,8	7,7	12,1	-20,3	11,6
Revenus	4,7	8,2	0,3	-6,5	-9,1	21,0	2,6	-	0,7	-	-	-21,3	-	-1,6	-45,6	-
Revenus d'investissements	-4,8	9,7	0,3	-6,6	-9,1	26,8	-1,7	-	0,8	-	-	-21,2	-	-12,5	-46,2	-
Transferts courants	-102,6	-54,7	0,5	0,1	-1,0	-0,6	-53,7	-1,1	-1,1	-3,1	-0,5	0,4	-0,1	0,7	-0,5	-42,6
<b>Compte de capital</b>	6,0	16,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	16,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-8,5

Source : BCE

## 7.3 Compte financier

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

### 1. État récapitulatif du compte financier

	Total <sup>1)</sup>			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	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	154,1	169,9	-15,7	4 287,2	3 403,0	4 341,3	6 781,9	0,2	4 675,9	4 985,4	459,6
2010	15 234,8	16 461,7	-1 226,9	166,3	179,7	-13,4	4 798,2	3 714,8	4 907,5	7 442,9	-61,6	5 002,9	5 304,0	587,8
2011 T1	15 135,4	16 377,3	-1 241,9	163,7	177,1	-13,4	4 801,9	3 739,5	4 811,3	7 469,7	-31,6	4 977,1	5 168,1	576,6
T2	15 278,0	16 592,6	-1 314,6	163,9	178,1	-14,1	4 905,2	3 801,7	4 762,6	7 641,6	-48,6	5 077,8	5 149,4	581,0
T3	15 432,1	16 725,3	-1 293,2	164,5	178,3	-13,8	4 960,3	3 850,3	4 574,8	7 511,6	-46,0	5 296,3	5 363,3	646,7
<b>Variation des encours</b>														
2007	1 608,0	1 858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1 470,7	1 291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 T2	142,7	215,4	-72,7	6,0	9,1	-3,1	103,3	62,2	-48,7	171,9	-17,0	100,7	-18,7	4,4
T3	154,0	132,7	21,4	6,6	5,6	0,9	55,1	48,7	-187,8	-129,9	2,6	218,5	214,0	65,7
<b>Flux</b>														
2008	429,9	551,3	-121,3	19,3	24,6	-5,2	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-6,1	-5,4	-0,7	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	21,7	23,6	-1,9	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011	381,7	391,0	-9,3	16,6	17,1	-0,5	237,1	167,4	-60,3	233,1	23,4	171,4	-9,5	10,1
2011 T2	198,2	216,6	-18,4	8,4	9,2	-0,8	55,9	26,9	33,0	183,2	-1,6	115,3	6,4	-4,5
T3	114,7	124,5	-9,8	4,9	5,3	-0,4	40,7	24,1	-64,6	-27,0	15,4	127,0	127,3	-3,8
T4	-148,4	-183,1	34,7	-6,1	-7,6	1,4	51,2	36,8	-55,9	-78,8	7,3	-157,8	-141,1	6,8
2011 Août	62,4	63,8	-1,4	.	.	.	-6,3	1,4	-54,1	-28,5	6,5	119,7	90,9	-3,4
Septembre	49,2	61,4	-12,2	.	.	.	21,5	14,5	-9,8	26,9	8,1	31,0	19,9	-1,6
Octobre	-62,9	-67,9	5,0	.	.	.	18,3	10,6	-36,0	-62,5	0,9	-47,1	-16,1	1,1
Novembre	-47,5	-54,1	6,7	.	.	.	13,2	5,2	-23,2	-21,7	-0,6	-37,1	-37,6	0,2
Décembre	-38,1	-61,1	23,0	.	.	.	19,7	21,0	3,4	5,3	7,1	-73,7	-87,4	5,4
<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	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
<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	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
<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	-1 002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
<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	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
<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	-	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010	3,5	3,4	-	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 T2	3,8	3,8	-	.	.	.	3,7	4,5	3,1	6,3	.	4,9	-0,2	2,3
T3	3,8	3,9	-	.	.	.	3,5	5,2	0,8	5,2	.	7,2	1,2	0,8
T4	2,5	2,4	-	.	.	.	5,0	4,5	-1,4	3,1	.	3,5	-0,1	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 T2	4 905,2	3 775,8	281,0	3 494,8	1 129,4	14,5	1 114,9	3 801,7	2 896,3	85,4	2 810,9	905,4	9,5	895,8
T3	4 960,3	3 807,6	283,5	3 524,1	1 152,7	13,2	1 139,5	3 850,3	2 952,7	86,5	2 866,2	897,6	8,5	889,2
<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	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2011 T2	55,9	51,2	9,4	41,8	4,7	-2,6	7,3	26,9	24,8	1,7	23,2	2,1	-1,5	3,6
T3	40,7	27,7	2,2	25,5	13,0	-1,7	14,7	24,1	41,2	1,3	39,9	-17,0	-0,8	-16,2
T4	51,2	44,8	0,0	44,8	6,4	1,0	5,5	36,8	17,3	1,2	16,2	19,5	-0,1	19,6
2011 Août	-6,3	-5,9	1,4	-7,3	-0,4	0,1	-0,5	1,4	16,2	0,2	16,0	-14,8	-0,3	-14,5
Septembre	21,5	10,9	0,8	10,1	10,6	-0,2	10,9	14,5	11,4	0,5	11,0	3,1	0,0	3,1
Octobre	18,3	14,1	0,1	14,0	4,2	0,2	4,0	10,6	5,1	0,1	5,1	5,5	-0,1	5,6
Novembre	13,2	16,2	-0,8	17,0	-3,0	0,3	-3,2	5,2	2,1	0,7	1,4	3,1	0,0	3,1
Décembre	19,7	14,5	0,7	13,8	5,2	0,5	4,7	21,0	10,1	0,4	9,7	10,9	0,0	10,9
<b>Taux de croissance</b>														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 T2	3,7	3,4	5,6	3,2	4,9	-12,7	5,2	4,5	5,0	8,0	5,0	2,9	-47,9	3,9
T3	3,5	2,9	5,9	2,7	5,4	-24,0	5,9	5,2	5,2	6,6	5,2	5,5	-52,3	6,7
T4	5,0	5,5	5,7	5,5	3,2	-19,7	3,5	4,5	5,4	5,9	5,4	1,6	-31,6	2,1

### G36 Position extérieure de la zone euro

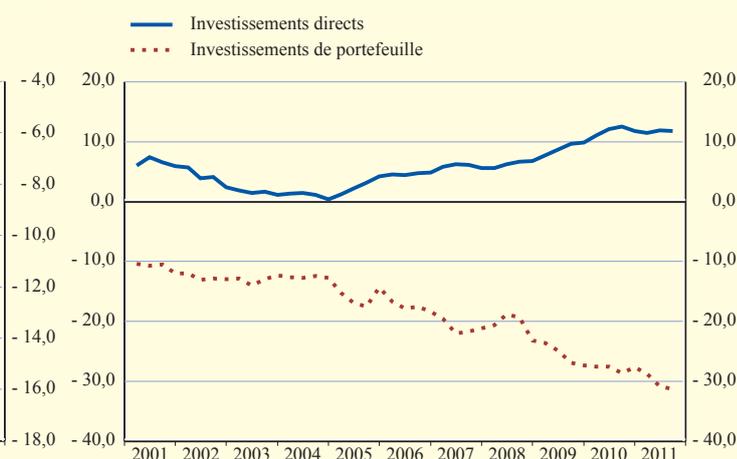
(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE

### G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



## 7.3 Compte financier

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

### 3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total		Actions				Titres de créance									
	1	2	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Adminis-trations publiques	Obligations				Instruments du marché monétaire				
								Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	
																Adminis-trations publiques
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 T2	4 762,6	1 838,4	94,4	3,5	1 744,0	41,6	2 552,7	761,1	17,6	1 791,6	91,3	371,6	278,8	45,7	92,8	0,4
T3	4 574,8	1 621,8	76,4	3,4	1 545,4	38,6	2 551,7	749,4	17,7	1 802,4	93,9	401,3	301,8	54,9	99,5	0,5
<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	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9
2011 T2	33,0	18,0	3,2	0,1	14,8	-2,3	28,0	-4,4	0,4	32,4	-1,2	-12,9	-12,3	4,8	-0,5	-0,5
T3	-64,6	-53,3	-12,9	0,0	-40,4	-1,9	-19,9	-21,6	-0,2	1,6	0,1	8,6	8,2	3,5	0,4	0,0
T4	-55,9	-26,6	-4,0	-0,3	-22,6	.	-27,4	-26,5	0,6	-0,9	.	-1,9	-7,0	-0,8	5,1	.
2011 Août	-54,1	-38,3	-11,1	0,0	-27,2	.	-10,6	-7,1	0,2	-3,5	.	-5,2	-7,2	6,6	2,1	.
Septembre	-9,8	-11,9	-2,3	0,0	-9,6	.	-14,9	-7,9	-0,1	-7,0	.	17,1	23,0	0,4	-5,9	.
Octobre	-36,0	-6,5	-3,2	-0,1	-3,2	.	-12,6	-6,7	0,6	-5,9	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.
Novembre	-23,2	-14,1	-0,7	0,0	-13,4	.	-12,1	-14,6	0,4	2,5	.	3,0	0,6	-1,1	2,4	.
Décembre	3,4	-6,0	-0,1	-0,2	-6,0	.	-2,8	-5,3	-0,4	2,5	.	12,2	14,9	6,6	-2,7	.
<b>Taux de croissance</b>																
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 T2	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,4	-14,1	3,6	-12,4	9,7	12,2	125,5	-0,8	-4,4	9,2	13,8	93,4
T3	0,8	0,3	-7,3	-8,7	0,7	-15,7	0,6	-15,2	9,1	8,8	133,2	5,9	0,7	0,9	28,8	-7,4
T4	-1,4	-3,6	-15,3	-17,6	-3,0	.	-0,6	-8,3	16,3	2,9	.	4,3	1,9	23,2	12,1	.

### 4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total		Actions				Titres de créance							
	1	2	Total	IFM	Non-IFM	Adminis-trations publiques	Obligations				Instruments du marché monétaire			
							Total	IFM	Non-IFM	Adminis-trations publiques	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM
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 T2	7 641,6	3 123,9	637,8	2 486,1	3 965,7	1 166,9	2 798,8	1 785,7	551,9	140,3	411,6	359,9		
T3	7 511,6	2 795,1	618,2	2 176,8	4 153,2	1 223,1	2 930,2	1 848,7	563,3	139,3	424,0	376,6		
<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	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3		
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8		
2011 T2	183,2	-20,1	-7,3	-12,7	175,2	44,6	130,5	97,9	28,2	21,6	6,6	-0,2		
T3	-27,0	-31,3	-11,3	-19,9	11,0	14,6	-3,7	-16,8	-6,6	-10,3	3,7	17,9		
T4	-78,8	-6,9	8,8	-15,8	-24,3	-16,6	-7,7	.	-47,6	-6,6	-41,0	.		
2011 Août	-28,5	-8,9	9,5	-18,4	-4,5	1,8	-6,3	.	-15,2	-5,6	-9,6	.		
Septembre	26,9	-18,2	-1,7	-16,5	34,6	6,2	28,4	.	10,6	1,0	9,5	.		
Octobre	-62,5	-10,0	2,1	-12,2	-39,2	-23,8	-15,4	.	-13,3	-4,8	-8,5	.		
Novembre	-21,7	-5,8	9,8	-15,6	-2,5	-4,1	1,7	.	-13,5	7,4	-20,8	.		
Décembre	5,3	8,9	-3,1	12,0	17,4	11,3	6,0	.	-20,9	-9,3	-11,7	.		
<b>Taux de croissance</b>														
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5		
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7		
2011 T2	6,3	5,9	1,1	7,2	5,5	9,9	3,6	7,5	17,1	150,5	-1,3	3,3		
T3	5,2	2,8	-2,9	4,4	6,7	10,3	5,2	8,6	8,7	60,5	-1,0	5,9		
T4	3,1	0,9	-0,5	1,2	4,9	6,5	4,3	.	4,7	54,1	-5,0	.		

Source : BCE

## 7.3 Compte financier

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

## 5. Autres investissements : avoirs

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Encours (position extérieure)</b>															
2009	4 675,9	30,2	29,8	0,4	2 834,7	2 804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1 688,9	201,4	1 344,7	402,6
2010	5 002,9	32,6	32,0	0,7	2 972,3	2 939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1 831,8	214,4	1 468,5	428,6
2011 T2	5 077,8	40,5	40,3	0,2	3 042,6	2 992,9	49,7	147,3	7,5	99,4	19,2	1 847,5	223,6	1 478,2	441,1
T3	5 296,3	42,4	42,1	0,3	3 206,2	3 148,7	57,5	142,7	7,4	94,6	17,5	1 905,0	229,0	1 516,0	454,6
<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	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2011 T2	115,3	4,6	4,6	0,0	60,8	54,2	6,6	0,9	0,0	0,5	2,4	49,0	-1,1	47,9	17,2
T3	127,0	-2,8	-2,9	0,1	82,7	68,2	14,4	-6,6	-0,1	-6,5	-1,6	53,7	4,2	36,8	16,9
T4	-157,8	-8,7	.	.	-171,1	.	.	16,5	.	.	12,9	5,5	.	.	9,2
2011 Août	119,7	0,5	.	.	105,9	.	.	-3,6	.	.	-3,0	16,8	.	.	2,4
Septembre	31,0	-3,3	.	.	4,1	.	.	2,8	.	.	3,2	27,4	.	.	13,9
Octobre	-47,1	-3,4	.	.	-72,7	.	.	6,7	.	.	7,6	22,3	.	.	20,0
Novembre	-37,1	-3,4	.	.	-47,4	.	.	9,4	.	.	6,8	4,3	.	.	6,7
Décembre	-73,7	-1,9	.	.	-51,0	.	.	0,3	.	.	-1,5	-21,0	.	.	-17,5
<b>Taux de croissance</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 T2	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,7	18,1	-3,2	27,5	3,7	6,5	6,0	6,2	13,5
T3	7,2	45,4	45,7	62,4	6,0	5,1	84,3	16,2	-3,6	25,0	9,1	8,0	7,4	7,6	13,3
T4	3,5	-7,2	.	.	1,3	.	.	2,1	.	.	45,9	7,6	.	.	10,8

## 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 T2	5 149,4	278,0	275,1	2,8	3 325,3	3 269,4	55,9	187,1	0,0	181,3	5,8	1 359,0	209,5	1 000,2	149,3
T3	5 363,3	315,2	312,3	2,9	3 403,7	3 340,5	63,3	210,8	0,0	204,9	5,9	1 433,6	214,0	1 044,5	175,0
<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	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2011 T2	6,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,6	0,0	12,3	0,3	4,5	-1,1	3,9	1,7
T3	127,3	29,8	29,8	0,0	21,3	5,7	15,6	23,4	0,0	23,3	0,1	52,8	3,2	30,4	19,1
T4	-141,1	90,3	.	.	-259,6	.	.	4,9	.	.	.	23,4	.	.	.
2011 Août	90,9	7,0	.	.	57,9	.	.	-2,5	.	.	.	28,6	.	.	.
Septembre	19,9	8,6	.	.	-17,3	.	.	19,0	.	.	.	9,7	.	.	.
Octobre	-16,1	-7,4	.	.	-34,0	.	.	2,8	.	.	.	22,6	.	.	.
Novembre	-37,6	-2,8	.	.	-38,8	.	.	-0,2	.	.	.	4,2	.	.	.
Décembre	-87,4	100,6	.	.	-186,8	.	.	2,2	.	.	.	-3,4	.	.	.
<b>Taux de croissance</b>															
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 T2	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	89,4	.	96,4	-12,6	4,2	8,1	1,2	18,6
T3	1,2	25,9	25,6	.	-4,4	-5,4	72,7	102,8	.	110,0	-9,8	3,3	9,6	0,1	18,3
T4	-0,1	51,4	.	.	-9,2	.	.	45,2	.	.	.	7,8	.	.	.

Source : BCE

## 7.3 Compte financier

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

### 7. Avoirs de réserve <sup>1)</sup>

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Alloca-tions de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
							Auprès des autorités monétaires et de la BRI	Auprès des banques	Total	Actions	Obliga-tions	Instru-ments du marché monétaire					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Encours (position extérieure)</b>																	
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 T1	576,6	351,5	346,987	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
T2	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
T3	646,6	416,3	346,989	52,9	26,0	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
2011 Décembre	667,1	422,1	346,846	54,0	30,1	160,9	5,3	7,8	148,1	-	-	-	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 Janvier	702,4	459,1	346,845	53,5	29,7	159,8	4,7	9,0	146,4	-	-	-	-0,2	0,2	95,5	-79,3	55,5
<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	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-
2011 T2	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
T3	-3,8	0,0	-	0,2	2,3	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
T4	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<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	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 T2	2,3	0,0	-	-2,4	49,9	4,5	-36,6	5,3	7,3	1,9	12,4	-16,1	-	-	-	-	-
T3	0,8	0,0	-	-2,1	65,5	-3,1	-29,3	-36,8	3,0	1,9	9,9	-42,1	-	-	-	-	-
T4	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 8. Dette extérieure brute

	Total	Par instruments					Par secteurs (hors investissements directs)				
		Prêts, monnaie fiduciaire et dépôts	Instruments du marché monétaire	Obligations	Crédits commerciaux	Autres engagements	Investissements directs : prêts intragroupes	Adminis-trations publiques	Eurosystème	IFM (hors Eurosystème)	Autres secteurs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours (position extérieure)</b>											
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 T1	10 855,2	4 735,4	502,8	3 760,6	207,6	225,1	1 423,7	2 232,3	272,3	4 588,4	2 338,5
T2	11 108,1	4 726,0	551,9	3 965,7	209,5	213,8	1 441,0	2 332,7	278,0	4 632,5	2 423,9
T3	11 526,7	4 902,2	563,3	4 153,2	214,1	247,1	1 446,8	2 436,1	315,2	4 766,1	2 562,5
<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	116,4	51,8	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 T1	117,5	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3
T2	119,4	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,0
T3	123,0	52,3	6,0	44,3	2,3	2,6	15,4	26,0	3,4	50,9	27,3

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
Instrument 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>T4 2010 à T3 2011</b>	<b>Flux cumulés</b>														
<b>Investissements directs</b>	-24,1	23,4	2,6	-11,2	13,6	18,4	0,0	-27,8	8,7	7,6	-16,6	-46,1	-13,3	-0,1	39,9
À l'étranger	166,3	49,5	4,1	-6,5	31,0	21,0	0,0	-4,1	8,9	1,7	4,8	31,1	-2,9	0,0	77,3
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	107,0	34,2	3,5	-3,4	13,1	21,0	0,0	-1,6	3,2	1,5	4,4	24,4	-18,1	0,0	59,1
Autres opérations	59,3	15,4	0,6	-3,1	17,9	0,0	0,0	-2,5	5,7	0,3	0,4	6,7	15,2	0,0	18,2
Dans la zone euro	190,4	26,1	1,5	4,7	17,4	2,5	0,0	23,7	0,2	-5,9	21,3	77,2	10,4	0,1	37,3
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	145,5	37,3	1,0	2,5	34,0	-0,2	0,0	29,0	0,2	0,3	4,2	40,7	7,2	0,0	26,7
Autres opérations	44,9	-11,2	0,5	2,2	-16,6	2,8	0,0	-5,3	0,0	-6,2	17,2	36,5	3,2	0,1	10,7
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	41,6	26,9	4,2	18,9	-18,6	1,8	20,5	-4,9	5,5	-3,2	-6,6	23,7	-17,3	3,3	14,3
Actions	4,4	-2,7	-0,1	1,5	-3,6	-0,8	0,4	4,0	4,3	2,2	-7,0	0,8	0,5	-0,4	2,7
Titres de créance	37,2	29,6	4,4	17,5	-15,0	2,6	20,1	-8,9	1,2	-5,4	0,5	22,8	-17,8	3,7	11,6
Obligations	14,2	19,1	5,2	10,0	-15,4	3,1	16,2	-9,6	1,0	-4,2	2,6	6,9	-23,9	3,8	18,5
Instrument du marché monétaire	23,0	10,5	-0,8	7,5	0,4	-0,4	3,9	0,7	0,1	-1,2	-2,1	15,9	6,1	-0,1	-6,9
<b>Autres investissements</b>	294,5	-3,3	2,0	-12,8	61,7	-4,0	-50,2	1,3	-1,4	-3,0	17,0	184,8	178,0	-52,3	-26,6
Avoirs	354,3	88,2	3,7	13,6	70,3	0,7	-0,2	1,4	9,1	-2,8	37,0	74,3	111,0	-11,9	48,1
Administrations publiques	21,4	8,3	0,8	-0,6	7,0	1,0	0,1	0,8	0,0	2,2	0,7	7,0	0,9	0,5	1,0
IFM	189,7	27,4	2,2	10,9	18,7	-3,0	-1,4	0,4	6,8	-6,8	17,8	57,6	82,2	-12,5	16,8
Autres secteurs	143,2	52,5	0,7	3,3	44,6	2,7	1,1	0,2	2,3	1,9	18,5	9,6	27,9	0,1	30,3
Engagements	59,8	91,4	1,7	26,5	8,6	4,7	50,0	0,1	10,5	0,3	20,1	-110,5	-67,1	40,3	74,7
Administrations publiques	108,7	62,3	0,0	0,0	38,0	0,0	24,3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	15,7	1,1	30,5	0,1
IFM	-95,7	-2,3	-0,1	23,4	-47,4	2,6	19,3	-1,6	7,8	0,7	13,9	-120,1	-70,9	9,8	67,0
Autres secteurs	46,8	31,4	1,8	3,1	17,9	2,1	6,5	1,7	2,7	-0,2	7,0	-6,0	2,7	-0,1	7,5

Source : BCE

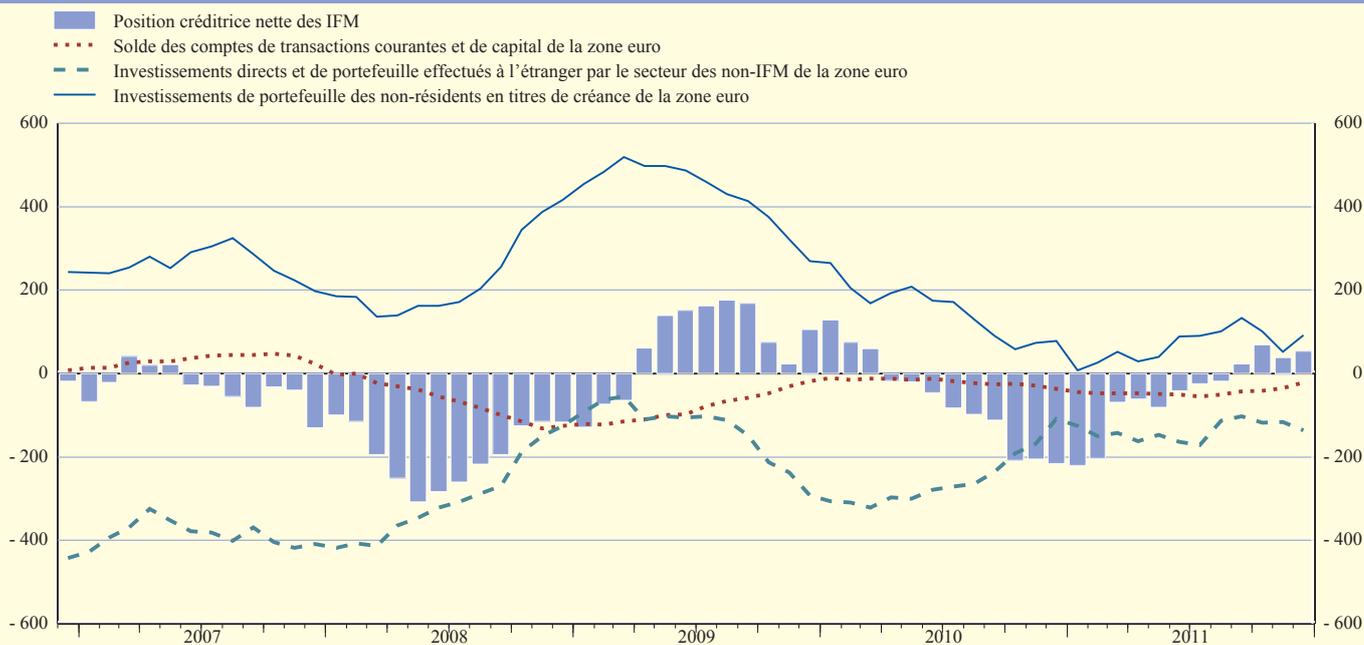
## 7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros)

		Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM										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	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0	
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4	
2011	53,8	-21,6	-225,1	166,5	49,2	-62,1	32,9	91,6	-139,1	172,6	-23,4	12,4	
2010	T4	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	
2011	T1	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	
	T2	5,7	-20,4	-49,2	26,8	-14,8	-31,8	-12,7	137,1	-49,9	17,1	1,6	
	T3	5,8	0,6	-40,2	23,7	40,4	-2,0	-19,9	0,0	-47,2	76,2	-15,4	
	T4	-27,0	25,9	-50,3	35,8	22,6	-4,3	-15,8	-48,7	-22,0	28,2	-7,3	
2010	Décembre	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	
2011	Janvier	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	
	Février	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	
	Mars	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	
	Avril	-25,6	-5,0	-42,3	18,1	-7,4	-14,6	-2,7	18,9	-7,6	5,3	2,6	
	Mai	-5,3	-15,5	-4,7	0,0	-1,4	-18,5	-15,4	69,1	-32,2	15,5	-2,3	
	Juin	36,7	0,1	-2,2	8,6	-6,0	1,3	5,4	49,1	-10,1	-3,7	1,2	
	Juillet	-18,2	1,3	-26,9	8,1	3,6	-16,4	14,9	-22,1	-3,7	21,4	-0,8	
	Août	8,6	-1,5	7,8	1,5	27,2	1,4	-18,4	-15,9	-13,2	26,1	-6,5	
	Septembre	15,4	0,9	-21,0	14,1	9,6	13,0	-16,5	37,9	-30,2	28,7	-8,1	
	Octobre	-39,1	4,1	-17,9	10,7	3,2	0,5	-12,2	-23,9	-29,0	25,4	-0,9	
	Novembre	-38,0	4,1	-13,8	4,5	13,4	-5,0	-15,6	-19,2	-13,7	4,0	0,6	
	Décembre	50,0	17,7	-18,5	20,6	6,0	0,2	12,0	-5,6	20,7	-1,2	-7,1	
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2011	Décembre	53,8	-21,6	-225,1	166,5	49,2	-62,1	32,9	91,6	-139,1	172,6	-23,4	

## G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE

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

## 7.5 Échanges de biens

 1. Valeurs et volumes par groupes de produits <sup>1)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :		
			Biens 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	1 533,4	765,6	311,3	420,1	1 269,4	1 547,6	946,6	230,0	348,5	1 018,4	247,4
2011	12,7	12,2	1 735,7				1 422,1	1 740,5				1 093,9	
2011 T1	21,5	24,0	427,1	214,5	86,1	116,1	350,1	436,0	276,3	59,8	91,8	277,7	75,6
T2	13,0	12,8	429,2	216,0	86,9	116,2	350,7	436,2	280,8	58,8	89,7	275,1	78,8
T3	9,5	9,5	436,8	219,1	87,4	118,8	358,9	439,9	282,0	58,9	91,5	275,3	81,8
T4	8,4	4,2	442,5				362,3	428,4				265,7	
2011 Juillet	5,1	7,5	141,9	71,4	28,3	38,4	116,5	145,5	93,7	19,5	29,9	90,6	27,6
Août	13,9	12,6	148,1	74,2	29,9	40,4	122,6	149,8	95,9	20,3	31,1	94,9	27,3
Septembre	9,9	8,5	146,8	73,5	29,2	40,0	119,8	144,5	92,4	19,2	30,6	89,8	26,8
Octobre	5,8	7,9	143,7	72,5	27,8	39,5	116,9	143,2	91,2	19,6	30,4	89,1	26,8
Novembre	10,1	3,9	149,3	74,0	30,9	40,2	121,7	143,3	91,5	19,5	29,8	89,0	26,8
Décembre	9,3	0,8	149,5				123,7	142,0				87,6	
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2009	-16,4	-13,6	119,6	115,0	119,0	128,1	115,9	109,8	101,0	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	14,9	10,7	136,8	132,5	138,5	143,7	133,9	120,9	113,0	131,1	143,3	127,8	100,9
2010 T4	15,1	10,3	142,9	137,6	149,7	148,4	139,5	123,8	116,5	134,5	145,4	132,1	102,9
2011 T1	13,3	7,7	146,1	141,2	149,7	152,6	143,1	125,2	117,8	133,0	145,1	133,9	98,7
T2	8,2	2,6	146,8	140,9	152,3	154,3	144,0	123,8	116,7	133,7	143,3	134,1	94,6
T3	5,2	2,6	148,1	142,2	152,1	155,4	146,3	124,7	117,6	134,5	142,9	133,5	100,4
2011 Juin	0,2	-4,5	142,4	137,8	147,4	147,2	140,0	119,9	113,3	126,5	140,2	129,3	93,6
Juillet	1,3	1,4	144,6	139,1	147,8	150,8	142,5	124,5	117,9	134,1	141,1	132,2	101,9
Août	9,1	4,6	150,6	144,1	156,5	158,6	149,6	126,6	119,2	138,7	143,9	137,4	100,4
Septembre	5,5	1,9	149,1	143,5	152,0	156,7	146,6	123,1	115,8	130,8	143,8	130,8	99,0
Octobre	0,2	0,4	144,8	139,8	144,7	153,4	141,4	121,2	113,7	133,5	141,1	129,0	98,1
Novembre	4,8	-4,6	151,3	144,6	158,6	156,5	148,0	121,0	113,8	131,1	138,1	129,4	97,0

 2. Prix <sup>2)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) <sup>3)</sup>							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice 2005 : = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufacturés	Total (indice 2005 : = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	
		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	105,4	3,8	4,8	1,4	2,2	26,3	3,8	108,9	9,9	9,7	1,5	2,9	27,5	5,9
2011	110,0	4,4	5,8	1,4	2,2	23,3	4,3	118,6	9,0	4,6	-0,1	3,8	26,5	4,0
2011 T2	110,0	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,6	8,4	4,6	-0,7	3,3	25,6	3,5
T3	110,4	3,9	4,9	0,9	1,8	25,5	3,9	118,7	8,0	3,0	-1,5	2,9	26,8	2,8
T4	110,6	3,7	3,8	1,8	2,3	20,3	3,6	119,7	7,4	0,4	0,6	3,4	24,3	2,6
2011 Août	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,2	7,3	2,6	-1,4	2,6	24,3	2,6
Septembre	110,6	4,0	4,7	1,1	1,9	27,2	4,0	119,3	8,5	2,5	-1,1	3,3	29,1	2,9
Octobre	110,4	4,1	4,4	1,7	2,4	24,4	4,0	119,3	8,8	1,5	0,5	4,0	28,6	3,4
Novembre	110,6	3,9	3,8	1,8	2,4	22,3	3,8	119,8	8,1	0,8	0,5	3,4	27,1	2,8
Décembre	110,8	3,1	3,1	1,8	2,2	14,6	3,1	120,1	5,5	-1,0	0,7	2,8	18,0	1,6
2012 Janvier	111,9	3,1	2,3	1,9	2,5	17,7	3,1	122,2	5,5	-1,2	1,0	2,4	17,9	1,7

Source : Eurostat

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

## 7.5 Échanges de biens

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

### 3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
		Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE					Chine	Japon				
															1
<b>Exportations (FAB)</b>															
2010	1 533,4	30,1	52,6	194,7	208,6	63,4	92,7	47,4	180,6	356,0	94,8	34,6	104,9	73,4	18,0
2011	1 735,7	.	.	.	.	79,9	108,6	56,6	197,5	405,5	115,3	39,4	111,0	84,5	.
2010 T3	397,2	7,6	13,4	50,0	53,8	17,1	23,9	12,1	47,8	92,2	24,0	8,9	26,8	19,0	4,1
T4	404,9	8,2	14,1	50,2	56,3	17,4	24,7	13,3	46,2	93,3	25,5	9,0	27,5	19,2	3,9
2011 T1	427,1	8,0	15,0	53,1	59,2	18,7	25,9	15,3	49,9	99,5	28,9	9,3	28,0	20,1	0,3
T2	429,2	8,2	15,4	52,1	60,2	20,0	26,5	14,3	48,1	98,5	27,3	9,5	27,1	21,0	3,6
T3	436,8	8,3	15,6	53,4	60,9	20,6	28,2	13,6	48,5	101,6	28,6	10,2	27,6	21,3	2,9
T4	442,5	.	.	.	.	20,5	28,0	13,4	51,0	105,9	30,5	10,5	28,3	22,1	.
2011 Juillet	141,9	2,8	5,2	17,2	19,8	6,6	9,0	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	1,3
Août	148,1	2,8	5,3	18,4	20,8	7,0	9,5	4,5	17,1	34,6	9,9	3,5	9,2	7,3	0,2
Septembre	146,8	2,8	5,1	17,9	20,3	7,1	9,7	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,4	7,0	1,4
Octobre	143,7	2,8	4,7	17,7	19,9	6,5	9,4	4,4	15,7	34,4	10,2	3,6	9,3	6,9	1,3
Novembre	149,3	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,3	4,3	17,4	35,4	10,2	3,5	9,5	7,3	1,8
Décembre	149,5	.	.	.	.	7,0	9,3	4,7	17,9	36,0	10,1	3,4	9,5	7,9	.
<i>part en pourcentage du total des exportations</i>															
2011	100,0	.	.	.	.	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	.
<b>Importations (CAF)</b>															
2010	1 547,6	27,4	47,3	147,8	195,6	112,7	73,4	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-50,0
2011	1 740,5	.	.	.	.	137,6	80,2	34,8	139,0	546,3	216,8	52,4	128,5	90,2	.
2010 T3	400,7	6,9	12,5	37,5	50,1	28,2	18,7	7,8	34,3	130,4	55,6	13,2	29,7	19,4	-10,9
T4	407,6	7,0	12,5	38,6	52,5	30,2	18,3	8,3	34,1	128,5	54,2	13,1	32,6	21,0	-14,5
2011 T1	436,0	7,2	13,2	40,9	55,7	35,4	18,9	9,0	35,4	136,2	54,9	13,7	35,8	21,5	-17,4
T2	436,2	7,5	13,3	40,8	56,3	35,1	19,6	8,9	34,1	139,6	55,9	12,7	30,6	21,9	-15,3
T3	439,9	7,4	13,9	42,2	57,2	32,5	21,8	8,5	34,4	138,4	54,3	13,2	30,9	23,4	-11,8
T4	428,4	.	.	.	.	34,6	19,9	8,4	35,1	132,1	51,6	12,8	31,2	23,4	.
2011 Juillet	145,5	2,4	4,5	14,0	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,7	18,1	4,5	9,6	7,7	-5,3
Août	149,8	2,4	4,8	14,1	19,1	10,1	7,9	2,9	11,6	47,3	19,0	4,5	10,8	8,1	-2,4
Septembre	144,5	2,5	4,6	14,2	19,3	10,5	7,3	2,8	11,8	44,4	17,2	4,3	10,5	7,6	-4,0
Octobre	143,2	2,5	4,1	13,6	19,0	11,7	6,8	2,8	11,9	44,6	17,5	4,3	10,4	7,7	-6,4
Novembre	143,3	2,6	4,3	13,9	19,5	11,7	6,6	2,8	11,7	43,8	17,0	4,3	10,3	7,7	-6,0
Décembre	142,0	.	.	.	.	11,2	6,5	2,9	11,6	43,7	17,2	4,3	10,5	8,0	.
<i>part en pourcentage du total des importations</i>															
2011	100,0	.	.	.	.	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,5	3,0	7,4	5,2	.
<b>Solde</b>															
2010	-14,2	2,7	5,3	46,9	13,1	-49,3	19,3	16,5	50,8	-138,6	-113,8	-16,8	-14,4	-1,8	68,0
2011	-4,8	.	.	.	.	-57,8	28,4	21,8	58,5	-140,8	-101,4	-13,0	-17,5	-5,8	.
2010 T3	-3,6	0,6	0,9	12,5	3,7	-11,2	5,2	4,4	13,6	-38,1	-31,6	-4,3	-2,9	-0,4	15,0
T4	-2,7	1,2	1,5	11,6	3,7	-12,8	6,3	5,0	12,0	-35,2	-28,7	-4,1	-5,1	-1,8	18,5
2011 T1	-8,9	0,8	1,8	12,2	3,5	-16,7	7,0	6,3	14,5	-36,7	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	17,7
T2	-7,0	0,7	2,0	11,3	3,9	-15,1	6,9	5,4	14,0	-41,1	-28,6	-3,2	-3,5	-0,9	18,9
T3	-3,1	1,0	1,8	11,3	3,7	-11,9	6,4	5,0	14,1	-36,8	-25,7	-3,1	-3,3	-2,2	14,7
T4	14,1	.	.	.	.	-14,1	8,1	5,0	15,9	-26,2	-21,1	-2,4	-3,0	-1,4	.
2011 Juillet	-3,6	0,4	0,6	3,2	1,1	-5,4	2,3	1,7	4,6	-13,6	-9,0	-1,2	-0,7	-0,7	6,7
Août	-1,7	0,3	0,6	4,3	1,7	-3,2	1,6	1,6	5,5	-12,8	-9,1	-1,0	-1,6	-0,8	2,6
Septembre	2,2	0,3	0,6	3,7	1,0	-3,4	2,5	1,7	4,0	-10,4	-7,6	-0,8	-1,0	-0,6	5,4
Octobre	0,5	0,3	0,6	4,1	0,9	-5,3	2,6	1,6	3,8	-10,2	-7,3	-0,7	-1,1	-0,9	7,7
Novembre	6,1	0,2	0,4	4,3	0,9	-4,7	2,7	1,6	5,8	-8,3	-6,8	-0,8	-0,9	-0,4	7,7
Décembre	7,5	.	.	.	.	-4,2	2,8	1,8	6,3	-7,7	-7,1	-0,9	-1,0	-0,1	.

Source : Eurostat



## TAUX DE CHANGE

### 8.1 Taux de change effectifs <sup>1)</sup>

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUM dans l'industrie manufacturière)	Taux réel (sur la base des CUM dans l'ensemble de l'économie)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	110,6	109,2	104,3	104,8	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,7	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	-	-	-	112,1	97,6
2010 T4	103,4	101,0	97,9	95,8	107,1	96,8	111,3	97,5
2011 T1	102,7	100,1	97,1	94,7	105,7	95,4	110,7	96,7
T2	105,2	102,6	99,3	97,0	108,9	97,8	113,5	99,0
T3	103,5	100,7	97,6	95,0	107,7	95,5	112,5	97,8
T4	102,1	99,4	96,2	-	-	-	111,6	97,0
2011 Février	102,4	99,7	96,9	-	-	-	110,6	96,4
Mars	104,1	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1
Avril	105,9	103,4	100,0	-	-	-	114,0	99,6
Mai	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
Juin	105,0	102,3	99,0	-	-	-	113,4	98,8
Juillet	104,0	101,1	98,1	-	-	-	112,4	97,7
Août	103,9	100,9	97,9	-	-	-	112,9	98,1
Septembre	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,5
Octobre	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,9
Novembre	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,3
Décembre	100,8	98,1	95,0	-	-	-	110,3	95,7
2012 Janvier	98,9	96,4	93,0	-	-	-	108,0	93,7
Février	99,6	97,1	93,5	-	-	-	108,4	94,0
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>							
2012 Février	0,7	0,7	0,5	-	-	-	0,3	0,3
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>							
2012 Février	-2,7	-2,7	-3,5	-	-	-	-2,0	-2,5

### 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 T2	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
T3	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
T4	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2011 Août	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
Septembre	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
Octobre	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
Novembre	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
Décembre	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 Janvier	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
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
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2012 Février	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	-5,4	-4,4	0,2	-0,3	0,6	0,4	-2,1
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2012 Février	0,0	3,2	-0,3	-0,7	0,0	7,2	6,5	2,5	0,4	-1,1	2,2	7,2
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Couronne islandaise <sup>1)</sup>	Roupie indienne <sup>2)</sup>	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14 443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12 041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 T2	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12 364,41	4,9490	117,41	4,3451	
T3	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12 181,09	5,0174	109,77	4,2666	
T4	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12 111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2011 Août	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12 249,95	5,0841	110,43	4,2822	
Septembre	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12 118,49	5,0788	105,75	4,2456	
Octobre	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12 150,54	5,0253	105,06	4,2963	
Novembre	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12 214,99	5,0521	105,02	4,2756	
Décembre	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11 965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 Janvier	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11 709,25	4,9141	99,33	4,0151	
Février	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	-	65,0589	11 913,82	4,9474	103,77	3,9978	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2012 Février	-0,6	-1,5	0,9	2,3	2,4	-	-1,5	1,7	0,7	4,5	-0,4	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2012 Février	-9,0	-0,2	-2,2	-7,3	-3,5	-	4,9	-2,1	-0,9	-8,0	-3,8	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des États-Unis	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1 772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1 531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 T2	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1 559,23	1,2514	43,592	1,4391	
T3	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1 532,60	1,1649	42,574	1,4127	
T4	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1 542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2011 Août	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1 542,01	1,1203	42,875	1,4343	
Septembre	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1 544,04	1,2005	41,902	1,3770	
Octobre	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1 578,17	1,2295	42,997	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	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2012 Février	-2,3	-1,8	-1,6	0,4	-2,5	0,5	-2,0	0,7	-0,3	-0,3	2,5	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2012 Février	2,7	-11,6	-3,4	-5,3	-1,3	-4,8	3,2	-2,6	-7,0	-3,1	-3,1	

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 T3	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
T4	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2011 Novembre	2,6	2,9	2,5	4,0	4,4	4,3	4,4	3,5	1,1	4,8
Décembre	2,0	2,8	2,4	3,9	3,5	4,1	4,5	3,2	0,4	4,2
2012 Janvier	1,9	3,8	2,8	3,4	3,4	5,6	4,1	2,8	0,7	3,6
<b>Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB</b>										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
<b>Dettes publique brute en pourcentage du PIB</b>										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
<b>Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2011 Août	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
Septembre	5,30	3,00	2,07	5,60	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
Octobre	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
Novembre	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
Décembre	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
2012 Janvier	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	1,47
<b>Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2011 Août	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
Septembre	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
Octobre	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
Novembre	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
Décembre	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
2012 Janvier	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
<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	.	1,0	.	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,8
2011 T2	2,2	2,0	1,5	5,1	6,4	1,7	4,6	1,9	4,8	0,5
T3	1,6	1,2	0,0	5,7	6,7	1,5	4,2	4,4	4,4	0,4
T4	1,6	.	0,7	5,3	5,4	1,5	4,3	.	1,2	0,7
<b>Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB</b>										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-3,0	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-4,2	6,5	-3,1
2011 T2	1,3	-5,9	7,1	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-7,5	6,6	-1,4
T3	12,0	-5,6	8,5	2,4	6,0	4,2	-3,6	-4,3	9,2	-4,4
T4	-3,5	.	6,1	.	-3,1	.	-0,5	-1,7	6,1	.
<b>Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	68,5	210,0	416,9
2010	102,7	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	75,8	188,9	413,9
2011 T1	98,0	55,2	185,4	158,0	85,5	137,3	68,3	73,3	187,1	417,0
T2	96,2	55,4	181,4	154,6	85,8	137,0	68,7	76,6	188,2	417,5
T3	93,5	57,5	182,7	151,4	82,6	146,3	72,4	76,2	196,0	434,4
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>										
2010	5,9	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	2,2	-3,5	-1,9	1,7
2011	.	.	0,1	.	.	.	.	.	-0,9	0,8
2011 T2	-0,4	0,6	-0,9	2,5	-1,1	5,9	0,1	-1,2	-1,0	0,7
T3	2,7	0,4	0,5	2,2	-0,9	6,2	2,0	-1,0	-0,9	1,7
T4	.	.	1,1	.	.	.	.	.	0,4	1,3
<b>Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)</b>										
2010	10,3	7,3	7,5	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,1	6,8	7,6	.	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	.
2011 T3	11,0	6,6	7,5	14,7	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
T4	11,0	6,7	7,8	.	14,3	10,8	10,0	7,5	7,5	.
2011 Novembre	11,0	6,7	7,8	.	14,3	10,7	10,0	7,6	7,5	8,4
Décembre	11,2	6,8	7,9	.	14,3	10,9	10,1	7,5	7,5	.
2012 Janvier	11,5	6,9	7,9	.	.	10,9	10,1	7,2	7,6	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE

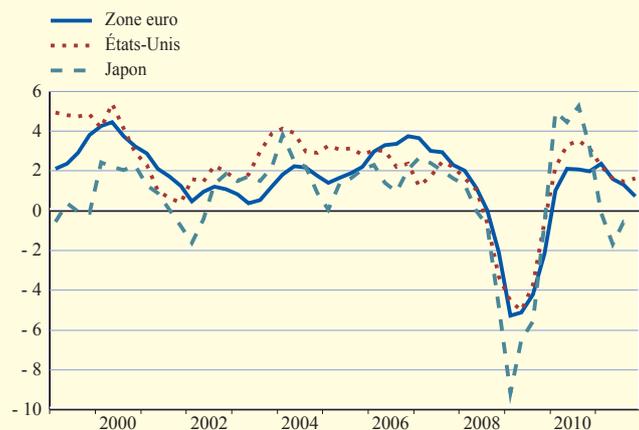
## 9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup>	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) <sup>2)</sup>	Agrégat monétaire large <sup>3)</sup>	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois <sup>4)</sup>	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans <sup>4)</sup> ; fin de période	Taux de change <sup>5)</sup> des monnaies nationales pour un euro	Solde budgétaire déficit (-)/ excédent (+) (en % du PIB)	Dette publique brute <sup>6)</sup> (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,0	1,7	4,9	9,0	7,2	0,34	2,10	1,3920	.	.
2010 T4	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,1	0,29	3,57	1,3583	-10,5	82,4
2011 T1	2,1	1,3	2,2	6,6	9,0	4,6	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,2
T2	3,4	1,0	1,6	4,4	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
T3	3,8	0,5	1,5	4,2	9,1	9,1	0,30	2,18	1,4127	-9,7	84,9
T4	3,3	1,3	1,6	4,5	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	.	.
2011 Octobre	3,5	-	-	4,6	8,9	9,4	0,41	2,37	1,3706	-	-
Novembre	3,4	-	-	4,2	8,7	9,6	0,48	2,30	1,3556	-	-
Décembre	3,0	-	-	4,7	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 Janvier	2,9	-	-	4,7	8,3	10,2	0,57	1,97	1,2905	-	-
Février	.	-	-	.	.	.	0,50	2,15	1,3224	-	-
Japon											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,4	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	-3,6	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2010 T4	-0,3	-2,5	3,2	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 T1	-0,5	0,4	-0,1	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
T2	-0,4	1,6	-1,7	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
T3	0,1	0,6	-0,5	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
T4	-0,3	.	-0,6	-2,9	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2011 Octobre	-0,2	-	-	0,0	4,5	2,8	0,19	1,04	105,06	-	-
Novembre	-0,5	-	-	-4,2	4,5	3,0	0,20	1,10	105,02	-	-
Décembre	-0,2	-	-	-4,4	4,6	3,2	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 Janvier	0,1	-	-	-1,2	.	3,1	0,20	0,98	99,33	-	-
Février	.	-	-	.	.	.	0,20	1,01	103,77	-	-

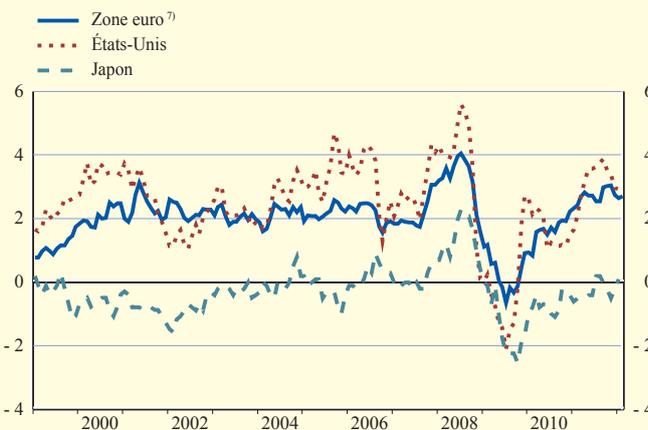
### G41 PIB en volume

(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 7 mars 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.

Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des*

13 JO L 172 du 12.7.2000

14 JO L 179 du 9.7.2002

15 JO L 354 du 30.11.2004

16 JO L 159 du 20.6.2007

*paiements* du FMI : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE (qui, mise à part la BCE, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que, pour certaines rubriques, vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux et des organisations internationales. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives

aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements* du FMI.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates

ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie Statistics du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du Bulletin mensuel de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés

(ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

## TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises

entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-40 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Croatie, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation, des indices de prix à la production, des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier ainsi que dans l'ensemble de l'économie.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *The effective exchange rates of the euro*, L. Buldorini, S. Makrydakis et C. Thimann, Étude n° 2 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, février 2002, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies.

## ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. En conséquence, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute incluent les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.



## ANNEXES

# CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME <sup>1</sup>



### 14 JANVIER, 4 FÉVRIER 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 4 MARS 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 12 octobre 2010, notamment le retour à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication s'effectuera le 28 avril 2010.

### 8 AVRIL, 6 MAI 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 10 MAI 2010

Le Conseil des gouverneurs adopte plusieurs mesures pour faire face aux graves tensions sur les marchés financiers. En particulier, il décide d'intervenir sur les marchés obligataires tant publics que privés de la zone euro (Programme pour les marchés de titres – *Securities Markets Programme*) et d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de

refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois effectuées en mai et juin 2010.

### 10 JUIN 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. En outre, le Conseil des gouverneurs décide d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois dont l'adjudication s'effectuera au troisième trimestre 2010.

### 8 JUILLET, 5 AOÛT 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 2 SEPTEMBRE 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 11 janvier 2011, notamment l'adoption d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois.

<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 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 %.

# LE SYSTÈME TARGET (DE TRANSFERTS EXPRESS AUTOMATISÉS TRANSEUROPEËNS À RÈGLEMENT BRUT EN TEMPS RÉEL)



TARGET2<sup>1</sup> est essentiel pour la réalisation du marché monétaire intégré de la zone euro, une condition préalable à la conduite efficace de la politique monétaire unique. Il contribue en outre à l'intégration des marchés financiers de la zone euro. Plus de 4 400 banques commerciales ainsi que 23 banques centrales nationales utilisent TARGET2 pour initier des paiements pour leur compte propre ou celui de leurs clients. Si l'on prend en compte les filiales et les succursales, près de 60 000 banques dans le monde (et donc l'ensemble de leurs clients) sont accessibles *via* TARGET2. TARGET2 est utilisé pour effectuer des paiements de montant élevé urgents, notamment les paiements visant à faciliter les règlements dans d'autres systèmes de transferts de fonds interbancaires — système *Continuous Linked Settlement* (CLS) ou EURO 1, par exemple — et pour régler des transactions sur le marché monétaire ainsi que des opérations sur titres et de change. Il est également utilisé pour des paiements de clientèle de montant plus faible. TARGET2 effectue un règlement définitif intrajournalier et permet aux fonds portés au crédit d'un participant de devenir immédiatement disponibles pour d'autres paiements.

## FLUX DE PAIEMENT DANS TARGET2

Au quatrième trimestre 2011, TARGET2 a réglé 22 935 865 paiements pour une valeur totale de 169 681 milliards d'euros, soit une moyenne quotidienne de 358 373 opérations pour une valeur de 2 651 milliards. La plus forte activité de ce trimestre a été enregistrée le 30 décembre, avec 484 267 paiements traités. Avec une part de marché de 58 % en volume et de 91 % en valeur, TARGET2 a maintenu sa position dominante sur le marché des paiements de montant élevé en euros. La stabilité de la part de marché de TARGET2 confirme le vif intérêt des banques pour le règlement en monnaie de banque centrale, tout particulièrement en période de turbulences sur les marchés. La part moyenne des paiements interbancaires s'est établie à 40 % en volume et 94 % en valeur. La valeur moyenne d'un paiement interbancaire traité dans le système est ressortie à 17,2 millions d'euros, et celle d'un paiement de clientèle à 0,8 million. 67 % des paiements étaient d'un montant inférieur

à 50 000 euros et 11,3 % d'un montant supérieur à 1 million. En moyenne, 323 paiements traités quotidiennement avaient une valeur supérieure à 1 milliard d'euros.

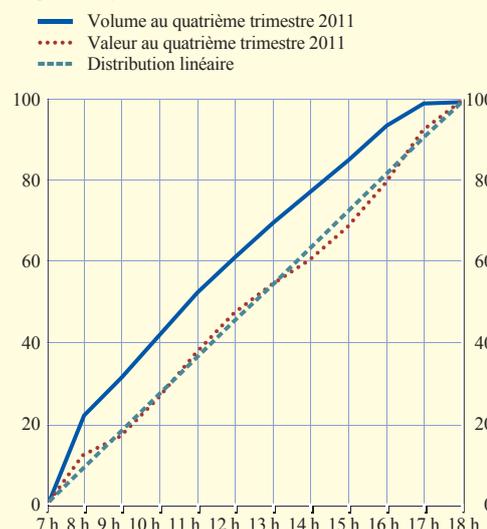
## CONFIGURATION INTRAJOURNAIÈRE DES PAIEMENTS EN VOLUME ET EN VALEUR

Le graphique illustre la distribution intrajournalière de l'activité de TARGET2, c'est-à-dire le pourcentage des volumes et des valeurs traités quotidiennement aux différents moments de la journée, au quatrième trimestre 2011. En volume, la courbe est très supérieure à celle de la distribution linéaire, 70 % du volume étant déjà échangé à 13 h (heure d'Europe centrale) et 99,6 % une heure avant la fermeture du système. À 13 h (heure d'Europe centrale), 54 % des montants échangés au sein de TARGET2 étaient déjà réglés, ce chiffre atteignant 89 % une heure avant la fermeture du système. En valeur, la courbe est très proche de la distribution linéaire. Cela indique que l'activité a été uniformément répartie au cours de la journée et que la liquidité a circulé correctement entre les

1 TARGET2, lancé en 2007, est la deuxième génération du système TARGET.

### Configuration intrajournalière

(en pourcentage)



Source : BCE

participants, assurant ainsi le bon déroulement des opérations TARGET2.

#### DISPONIBILITÉ ET PERFORMANCE DE TARGET2

Au quatrième trimestre 2011, la disponibilité globale de TARGET2 a atteint 100 %. Les incidents retenus pour le calcul de la disponibilité de TARGET2 sont ceux qui bloquent complètement le traitement des paiements durant au moins dix minutes pendant les jours d'ouverture du système entre 7 h et 18 h 45.

Un incident a néanmoins entraîné un ralentissement du service, sans toutefois affecter la disponibilité globale du système. Par conséquent, 99,96 % des paiements ont été traités, en moyenne, en moins de cinq minutes, satisfaisant toujours totalement aux exigences définies pour le système. À trois reprises, la fermeture de TARGET2 a été reportée d'une heure (le 11 novembre, le 30 novembre et le 5 décembre). Ces extensions ont été liées à des difficultés techniques rencontrées par différents systèmes exogènes essentiels.

**Tableau 1 Instructions de paiement traitées par TARGET2 et EURO I : volume de transactions**

(nombre de paiements)	2010 T4	2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4
<b>TARGET2</b>					
Total	22 790 133	21 856 960	22 410 209	22 362 663	22 935 865
Moyenne quotidienne	349 305	341 515	355 718	338 828	358 373
<b>EURO 1 (ABE)</b>					
Total	15 445 811	14 829 518	15 372 628	15 482 902	16 637 217
Moyenne quotidienne	230 124	231 711	244 010	234 589	259 957

**Tableau 2 Instructions de paiement traitées par TARGET2 et EURO I : valeur des transactions**

(montants en milliards d'euros)	2010 T4	2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4
<b>TARGET2</b>					
Total	150 795	146 071	142 356	154 829	169 681
Moyenne quotidienne	2 285	2 282	2 260	2 346	2 651
<b>EURO 1 (ABE)</b>					
Total	15 563	15 261	15 222	16 322	17 215
Moyenne quotidienne	241	238	242	247	269



## 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 : Mars 2012

