1. Économie mondiale et zone euro

Sur fond d'apaisement de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ce sont surtout les fluctuations des anticipations quant à l'orientation de la politique monétaire américaine qui ont influencé les évolutions sur les marchés financiers mondiaux en 2013. La reprise économique qui s'est dessinée dans les économies avancées est restée discrète, notamment en raison de la consolidation budgétaire aux États-Unis. La progression de l'activité s'est essoufflée dans les économies émergentes, où elle a été affectée à la fois par le tarissement des entrées de capitaux et par des facteurs conjoncturels, mais aussi par une tendance à la baisse de leur croissance potentielle. Dans la zone euro, le PIB a reculé de 0,4 % en 2013, vu le faible niveau qu'il affichait au début de l'année. Le redressement survenu par après s'est opéré à des vitesses variables dans les différents États membres, la récession s'atténuant dans les pays sous programme d'ajustement. Ces derniers ont poursuivi la correction des déséquilibres macroéconomiques, budgétaires et financiers mis au jour par la crise financière. La situation sur le marché du travail a continué de se détériorer dans la zone euro, et l'inflation s'est nettement ralentie, revenant à 1,4 % en moyenne annuelle. Dans ce contexte, la BCE a continué d'offrir aux banques toutes les liquidités dont elles avaient besoin en échange de garanties suffisantes, pour pallier les inégalités qui ont persisté entre les pays quant à l'accès des établissements de crédit au financement de marché. Face à la langueur persistante de l'activité économique, à la faiblesse des tensions sous-jacentes sur les prix et à l'atonie des développements monétaires, le Conseil des gouverneurs a décidé de procéder à deux réductions du taux des opérations principales de refinancement, respectivement en mai et en novembre, qui ont ramené celui-ci à 0,25 %. Il a également mis en place une politique d'orientations prospectives, annonçant dès juillet qu'il prévoyait que les taux directeurs de la BCE resteraient bas pendant une période prolongée.

1.1 Économie mondiale

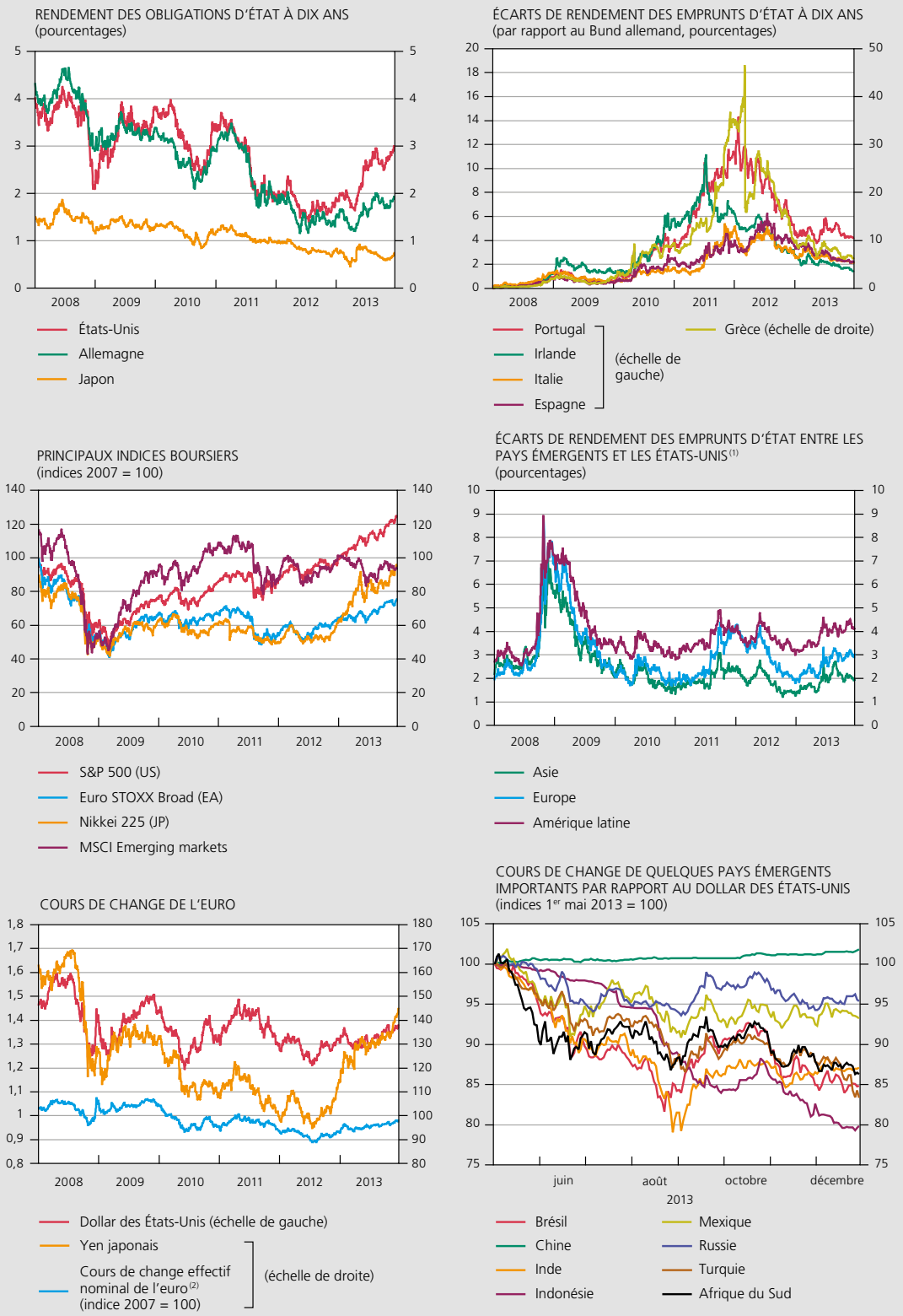
Marchés financiers : atténuation de la crise de la zone euro et nouvelle volatilité liée à l'amélioration des perspectives économiques

Après avoir été à l'origine de profondes tensions financières, alimentées par la crainte de la possible réversibilité de l'euro qu'induirait la sortie d'un État de la zone, qui ont atteint leur paroxysme durant l'été de 2012, la crise de la dette souveraine dans la zone euro a continué de s'apaiser au cours de l'année sous revue. Un regain d'appétence pour le risque et l'atténuation des incertitudes de nature systémique ont soutenu les marchés dans les économies avancées, poursuivant la tendance qui s'était dessinée de plus en plus clairement au second semestre de 2012. À l'époque, le calme était progressivement revenu, grâce à l'annonce et à la mise en place par la BCE des opérations monétaires sur titres (outright monetary transactions – OMT), ainsi qu'à d'autres décisions adoptées à l'échelon européen, comme l'accord sur le mécanisme de surveillance unique (MSU) des établissements de crédit, qui constitue la première étape concrète sur la voie de l'union bancaire.

Sur fond de regain de la confiance en une solution à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, la perception des perspectives de l'activité économique dans les principales régions, de même que les attentes qui en découlent quant à l'orientation des politiques économiques, ont de plus en plus dominé les développements sur les marchés financiers. Ce sont surtout les fluctuations des anticipations quant à l'orientation de la politique monétaire américaine qui ont exercé une

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX

(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice EMBI+, écarts de rendement pour des emprunts d'échéance similaire, en dollars des États-Unis.

(2) Cours de change moyen pondéré de l'euro par rapport aux devises des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

incidence considérable, non seulement aux États-Unis, mais aussi dans la zone euro. En revanche, les évolutions sur les marchés financiers des pays émergents se sont fortement écartées de celles observées dans les économies avancées, la possible inflexion des injections de liquidités de la Réserve fédérale étant susceptible d'entraîner un tarissement des entrées de capitaux dans les économies émergentes. Cette divergence est apparue dans un environnement de ralentissement général de la croissance économique dans ces pays, alors que l'activité s'est progressivement renforcée dans les économies avancées, fût-ce avec une intensité variable.

Dans les économies avancées, la dynamique de l'activité et de la demande s'est révélée quelque peu décevante au début de 2013, ce qui a pesé sur le sentiment des marchés financiers. Celui-ci s'est toutefois amélioré à partir de mai, à mesure que les indicateurs publiés corroboraient le raffermissement de l'activité aux États-Unis. Le rendement des emprunts du Trésor américain à long terme a sensiblement grimpé, sous l'effet, notamment, de la publication de chiffres favorables, mais surtout des discussions relatives à une suppression progressive du programme d'achat de titres par la Réserve fédérale. En juin, à l'issue de la réunion du Federal Open Market Committee (FOMC), le président de la Réserve fédérale a confirmé la possibilité de réduire le rythme des achats de titres dans l'hypothèse où l'économie continuerait de se redresser comme prévu. Ce signal, qui sonnait le glas de l'octroi abondant et peu onéreux de liquidités par la Réserve fédérale, a surpris les opérateurs de marché. Ces derniers ont par ailleurs également commencé à tenir compte d'un relèvement plus rapide et plus important du taux directeur. Ainsi, aux États-Unis, le rendement des emprunts publics à dix ans a pratiquement doublé entre les mois de mai et d'août, pour s'établir à quelque 3 % au début de septembre, soit un niveau qui n'avait plus été atteint depuis deux ans.

Les effets de l'annonce de la possibilité d'une diminution des achats de titres par la Réserve fédérale ne se sont pas cantonnés aux États-Unis. De fait, le rendement des emprunts publics à long terme notés AAA a aussi commencé à croître dans la zone euro, en dépit de la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE d'abaisser son taux d'intérêt directeur de 25 points de base au début de mai. Cette ascension ne s'est que brièvement interrompue en juillet, lorsque le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de publier des orientations prospectives (« forward guidance ») concernant ses taux d'intérêt directeurs. Dans l'ensemble, l'augmentation du rendement a été moins marquée dans la zone euro, si bien que le différentiel négatif de celui-ci par rapport aux États-Unis s'est nettement creusé.

La vague de hausse des rendements des emprunts publics à long terme aux États–Unis et dans la zone euro a pris fin, au moins temporairement, à la mi-septembre, et ceux-ci se sont même quelque peu repliés lorsque la décision de la Réserve fédérale de laisser inchangé le volume de ses achats de titres a considérablement altéré l'attente d'une atténuation progressive du caractère accommodant de la politique monétaire aux États-Unis. Le mouvement de remontée des taux a toutefois repris en novembre aux États-Unis, des chiffres d'emploi meilleurs que prévu ayant ravivé les anticipations d'une atténuation à brève échéance de l'assouplissement quantitatif. Par la suite, la banque centrale américaine a décidé en décembre d'une première diminution du montant des achats de titres à partir de janvier 2014 et que des réductions supplémentaires interviendraient dans le courant de l'année. Au total, le rendement des emprunts publics américains à dix ans s'est élevé à quelque 3 % à la fin de décembre, contre 1,8 % au début de l'année sous revue. Dans la zone euro, le rendement des obligations à long terme les mieux notées s'est stabilisé en novembre, après la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE d'abaisser de 25 points de base le taux directeur, avant de se redresser en décembre.

Au Japon, à l'instar de ce qui a été observé aux États-Unis et dans la zone euro, le rendement des emprunts publics à long terme est d'abord retombé à un très bas niveau durant les premiers mois de 2013, à la perspective d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Une certaine volatilité s'est fait jour en avril, lorsque la Banque du Japon a apporté de profondes modifications au cadre de sa politique monétaire. Le rendement des emprunts publics à long terme y a ensuite fortement remonté en mai, à la suite d'une révision à la hausse des anticipations d'inflation, avant d'amorcer un recul en juillet. Après un léger rebond en décembre, il est revenu à 0,7 % à la fin de l'année, soit quasiment le niveau auquel il s'établissait à l'entame de celle–ci.

Dans le contexte de l'accroissement de l'appétence pour le risque et de l'amenuisement de l'incertitude, les indices boursiers des économies avancées ont continué de grimper vivement en 2013. Ce mouvement a été plus prononcé aux États-Unis – où les indices ont atteint des sommets historiques – que dans la zone euro ; il n'a été que faiblement influencé par la volatilité suscitée au printemps par l'incertitude quant à l'orientation de la politique monétaire américaine. Au contraire, le sentiment sur les marchés des actions a été porté au second semestre par les orientations prospectives communiquées en juillet par le Conseil des gouverneurs de la BCE ainsi que par la décision adoptée en septembre par la Réserve fédérale de laisser inchangé le volume de ses achats de titres. Étant

donné qu'elle confirmait la perception favorable du marché quant à la reprise de l'économie américaine et que la banque centrale américaine avait indiqué simultanément que la pression à la baisse sur les taux à long terme et les conditions financières accommodantes seraient maintenues pour une période prolongée, l'annonce, en décembre, de la réduction prochaine des achats de titres n'a pas infléchi la hausse des cours boursiers. Au Japon, l'expansion boursière a été encore nettement plus rapide qu'aux États-Unis et qu'en Europe, principalement au cours des cinq premiers mois de l'année. Les cours y ont d'abord été soutenus par l'annonce de nouvelles mesures de politique monétaire, avant de l'être par les anticipations favorables du marché quant aux perspectives de croissance, par les mesures visant à lutter contre la déflation, ainsi que par la prompte dépréciation du yen et, en corollaire, par la réévaluation des prévisions de bénéfices pour le secteur exportateur. Au total, les cours boursiers japonais ont gagné quelque 60 % dans le courant de 2013.

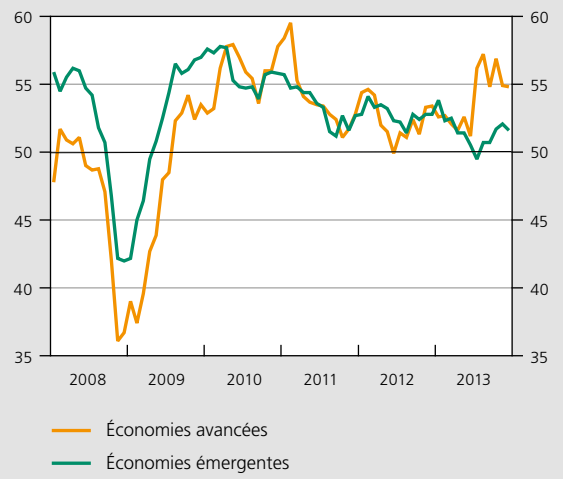
L'orientation favorable des marchés financiers dans les économies avancées en 2013 n'a pas empêché l'apparition d'épisodes ponctuels de nervosité, souvent dus à des facteurs spécifiques aux pays. Aux États-Unis, les marchés ont réagi aux vagues d'incertitude provoquées par les impasses générées par les procédures budgétaires. Dans la zone euro, les écarts entre le rendement des emprunts publics dans les pays où la crise avait révélé des situations fragiles, d'une part, et en Allemagne, d'autre part, ont continué de se resserrer durant l'année sous revue. Les négociations et l'annonce de l'accord relatif au programme d'assistance financière à Chypre conclu en avril ont toutefois marqué un arrêt provisoire de la détente de ces différentiels, eu égard aux craintes qui se sont fait jour quant aux conséquences éventuelles que cet accord, ou d'autres de même nature, pourrait avoir pour d'autres pays. La notification par la Réserve fédérale d'un éventuel ralentissement du rythme de ses achats de titres a également induit un élargissement temporaire des spreads, en raison de la volatilité accrue sur les marchés financiers. Par la suite, les différentiels par rapport au Bund allemand ont néanmoins globalement continué de se réduire. Au Portugal, en revanche, le rendement des titres publics a atteint un nouveau pic en juillet, sous l'effet de la crise politique ; il lui a ensuite fallu quelque temps pour renouer avec la tendance baissière des écarts de taux. Dans l'ensemble, les effets de contagion au sein de la zone euro sont demeurés plutôt limités et de courte durée au cours de l'année sous revue.

Sur fond d'amélioration du sentiment des investisseurs vis-à-vis de la zone en 2013, l'euro a poursuivi le mouvement d'appréciation amorcé à la mi-2012. Il a ainsi en partie neutralisé la dépréciation qu'il avait accusée durant la crise de la dette publique. Sa valeur extérieure a fluctué en fonction des attentes changeantes des marchés quant aux perspectives relatives de la zone euro vis-à-vis d'autres grandes économies avancées, ainsi que des évolutions des anticipations de taux et de l'incertitude entachant la politique économique en dehors de la zone euro. Dans l'ensemble, le cours de change nominal effectif de l'euro a atteint à la fin de l'année un niveau supérieur de quelque 5 % à celui observé un an plus tôt. L'euro s'est apprécié de 4,5 % par rapport au dollar des États-Unis et de 27 % par rapport au yen japonais, ce dernier mouvement s'inscrivant dans la tendance à la dépréciation entamée par la monnaie japonaise à la mi-2012.

En revanche, les évolutions sur les marchés financiers des pays émergents ont été très différentes de celles recensées dans les économies avancées. Ainsi, les cours boursiers ont commencé à s'y replier dès le début de l'année sous revue, alors que le ralentissement de la croissance semblait déjà s'y dessiner. L'annonce d'une éventuelle inflexion de l'injection de liquidités aux États-Unis a soumis les actifs des pays émergents à de fortes pressions lorsque les investisseurs ont réduit leurs positions, donnant ainsi lieu à une fuite des capitaux. Les cours boursiers se sont donc fortement repliés, et les écarts entre les rendements des titres publics des pays émergents et ceux des emprunts du Trésor américain se sont considérablement creusés à la mi-2013, même s'ils n'ont atteint que la moitié du niveau enregistré durant la crise financière de 2008. Dans

GRAPHIQUE 2 CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE

(indices de diffusion, données corrigées des variations saisonnières, indices PMI de la production dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services)



Source : Thomson Reuters Datastream.

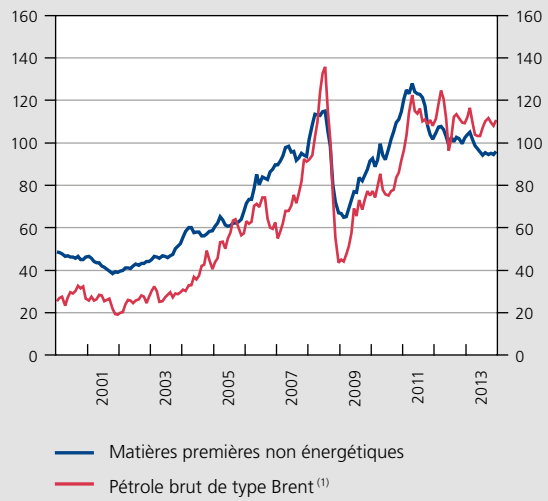
le même temps, les cours de change des monnaies des principaux pays émergents se sont inscrits en net recul par rapport au dollar des États-Unis, à l'exception du renminbi chinois, qui a poursuivi son ascension graduelle. Dans l'ensemble, ce sont les devises des pays affichant les données fondamentales les plus faibles et un important besoin de financement extérieur, tels que le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Turquie ou l'Afrique du Sud, qui ont perdu le plus de terrain. À partir de septembre, une certaine reprise a été perceptible sur les marchés des actifs des pays émergents, et leurs cours de change se sont redressés, dans un contexte de publication de chiffres plus encourageants pour l'économie chinoise et d'apaisement des inquiétudes suscitées par l'éventualité d'une diminution des injections de liquidités par la Réserve fédérale.

Matières premières et commerce international affectés par le ralentissement des économies émergentes

Les économies émergentes s'étant érigées en acteurs de premier plan de la demande de matières premières et du commerce mondial au cours des dernières décennies, le relâchement de leur croissance n'est pas resté sans effet à ces égards. Ainsi, selon l'indice HWWI, les cours en dollars des matières premières ont baissé de 2 % en moyenne en 2013, perpétuant ainsi le mouvement amorcé au printemps de 2011.

GRAPHIQUE 3 PRIX DES PRODUITS DE BASE

(données mensuelles ; dollars des États-Unis ; indices 2010 = 100, sauf mention contraire)



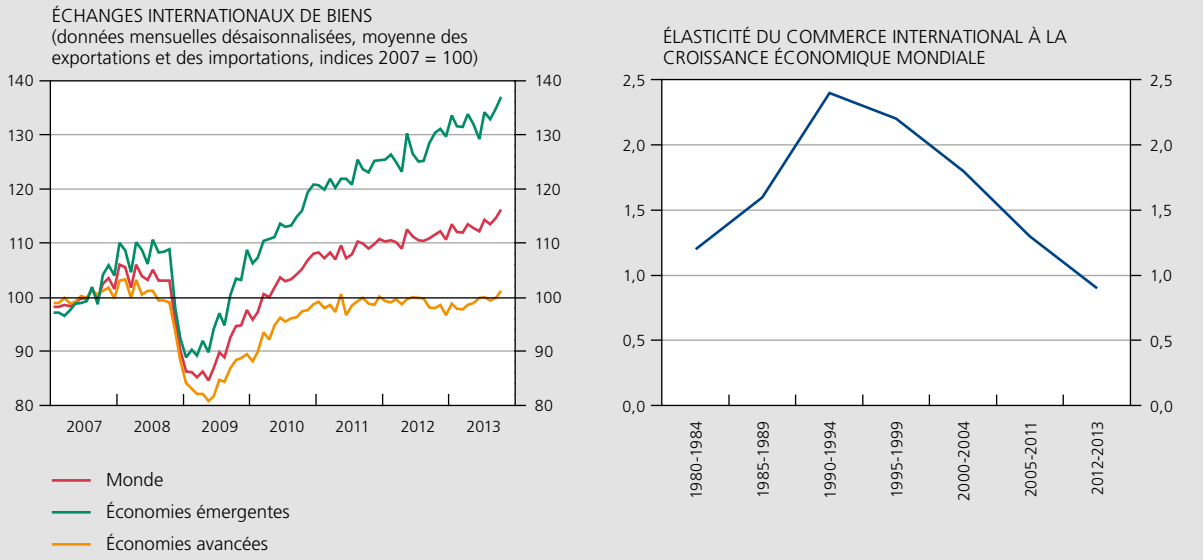
Sources : HWWI, Thomson Reuters Datastream.
(1) Prix du baril.

Le repli des cours des matières premières a été assez généralisé, mais son ampleur a varié selon les matières premières considérées. En moyenne, ce sont les prix des matières premières non énergétiques qui ont affiché la contraction la plus significative, et plus particulièrement ceux des matières premières alimentaires, qui ont chuté de 10,9 %. Cette baisse des cours a débuté pendant l'automne de 2012 et s'est poursuivie sur l'ensemble de l'année sous revue, essentiellement grâce à de meilleures récoltes. Plus sensibles à la conjoncture, les prix des matières premières industrielles ont reculé de 2,7 % en moyenne par rapport à 2012, reflétant l'évolution de l'activité économique et des perspectives, principalement dans les pays émergents.

Les cours des matières premières énergétiques ont diminué en moyenne de 1,4 %, les cotations du pétrole brut de type Brent ayant elles baissé de 2,7 %. Après avoir été soutenus temporairement en février par des conditions météorologiques défavorables dans l'hémisphère Nord, les prix ont augmenté sensiblement à partir de juin, en raison de l'incertitude géopolitique accrue planant sur la situation en Afrique du Nord et au Moyen-Orient. Ils ont ainsi atteint 116 dollars le baril au début de septembre. L'accord visant à démanteler les armes chimiques de la Syrie sous la surveillance des Nations Unies, de même que le rapprochement entre l'Iran et les États-Unis, ont ensuite occasionné une détente relative, de sorte que le cours est retombé à quelque 111 dollars. Tout comme les années précédentes, d'autres matières premières énergétiques importantes ont évolué de manière divergente. Ce découplage est partiellement imputable à l'accroissement de la production de pétrole et de gaz naturel non conventionnels aux États-Unis. Ce facteur a distendu plusieurs liens historiques entre les prix des différents types de biens énergétiques, d'autant que, dans plusieurs régions, la fixation des prix du gaz naturel a été disjointe de celle du pétrole.

Pour sa part, l'expansion du commerce international de biens et de services est restée modeste en 2013, à 2,7 %, soit le même taux qu'en 2012. La vive hausse du commerce international de biens enregistrée à la fin de 2012 s'est prolongée au premier trimestre, sous l'impulsion des pays émergents. Au cours du trimestre suivant, sa croissance s'est nettement ralentie à la suite du repli temporaire subi par ces pays. Dans le même temps, le commerce international des pays avancés s'est renforcé, retrouvant, à partir de l'été, un niveau comparable aux chiffres en vigueur avant le déclenchement de la crise financière. À cet effet s'est ajouté, au troisième trimestre, celui d'une reprise du commerce international dans les économies émergentes. Par conséquent, nonobstant le ralentissement observé en

GRAPHIQUE 4 ÉCHANGES INTERNATIONAUX DE BIENS



Sources : FMI, CPB.

moyenne en 2013, le volume des échanges de ces pays a été, en octobre, supérieur d'environ 40 % à celui d'avant la crise.

La dynamique modérée du commerce international de biens ces dernières années est en tout état de cause le reflet de l'atonie de la croissance économique. Depuis la mi-2011, l'élasticité du commerce international, c'est-à-dire la croissance du commerce international rapportée à celle de l'activité, est par ailleurs demeurée assez faible au regard des niveaux historiques. Cette élasticité a en effet été d'à peine 1, alors que, dans le passé, elle atteignait en moyenne le double. Cette contraction pourrait notamment être attribuée à la demande limitée de biens de consommation durables et de biens d'investissement dans les pays avancés, ces composantes des dépenses présentant un taux d'importation relativement élevé. L'accès plus difficile au financement du commerce et le renforcement des barrières aux échanges pourraient également avoir joué un rôle, certes limité. Outre ces facteurs, de nature conjoncturelle, il n'est pas exclu que d'autres déterminants, plus structurels, jouent également un rôle à cet égard, tel un ralentissement du rythme d'expansion de l'activité et des échanges des économies émergentes. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen du commerce extérieur de ces pays est revenu de 12 % pendant les cinq années antérieures à la récession mondiale à 4,5 % en 2012-2013.

Croissance modérée de l'activité mondiale et rééquilibrage entre les économies avancées et les économies émergentes

Au niveau mondial, le PIB a progressé de 3 % en 2013, soit un taux légèrement en deçà de celui de l'année précédente, et plus nettement inférieur à celui de 2011. L'amélioration du climat conjoncturel ne s'est guère reflétée dans les chiffres de croissance annuelle moyenne des économies avancées, soit parce qu'elle a été trop tardive ou trop hésitante, soit parce qu'elle a été contrecarrée par les effets de la consolidation budgétaire ou des ajustements structurels. En particulier, à l'inverse de ce qui a été observé dans les autres principales économies, l'activité dans la zone euro s'est, en moyenne, de nouveau affichée en recul en 2013, même si la contraction s'est quelque peu ralentie.

États-Unis

Comme l'année précédente, l'économie américaine a continué de montrer des signes de robustesse en 2013, soutenus par une politique monétaire toujours très accommodante, des conditions de financement favorables et des progrès constants dans la correction d'un certain nombre de déséquilibres structurels qui avaient pesé précédemment. Cette dynamique a toutefois été considérablement freinée par la politique budgétaire et par l'incertitude que celle-ci a suscitée.

TABLEAU 1 PIB DES PRINCIPALES ÉCONOMIES[1]

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

				p.m. Contribution à la croissance du PIB mondial[1]	*p.m. Part du PIB mondial*[1]	
	2011	2012	2013	*2013*	*2007*	*2012*
Pays avancés	1,7	1,4	1,3	*0,7*	*56,1*	*50,4*
dont :						
États-Unis	1,8	2,8	1,9	*0,4*	*21,5*	*19,5*
Japon	–0,4	1,4	1,7	*0,1*	*6,3*	*5,5*
Zone euro	1,6	–0,7	–0,4	*–0,1*	*15,7*	*13,5*
Royaume-Uni	1,1	0,3	1,3	*0,0*	*3,3*	*2,8*
Pays émergents	6,2	4,9	4,7	*2,3*	*43,9*	*49,6*
dont :						
Europe centrale et orientale	5,4	1,4	2,5	*0,1*	*3,5*	*3,4*
Asie émergente	7,8	6,4	6,5	*1,6*	*19,7*	*25,0*
dont :						
Chine	9,3	7,7	7,7	*1,1*	*10,8*	*14,7*
Amérique latine et Caraïbes	4,6	3,0	2,6	*0,2*	*8,4*	*8,7*
Monde[1]	3,9	3,1	3,0	*3,0*	*100,0*	*100,0*
Monde hors zone euro	4,3	3,7	3,5	*3,1*	*84,3*	*86,5*
p.m. Commerce mondial[2]	*6,1*	*2,7*	*2,7*			

Sources : CE, FMI, OCDE.
(1) Pour les régions hors zone euro selon les définitions du FMI et calculées sur la base des parités de pouvoir d'achat.
(2) Moyenne des exportations et des importations de biens et de services.

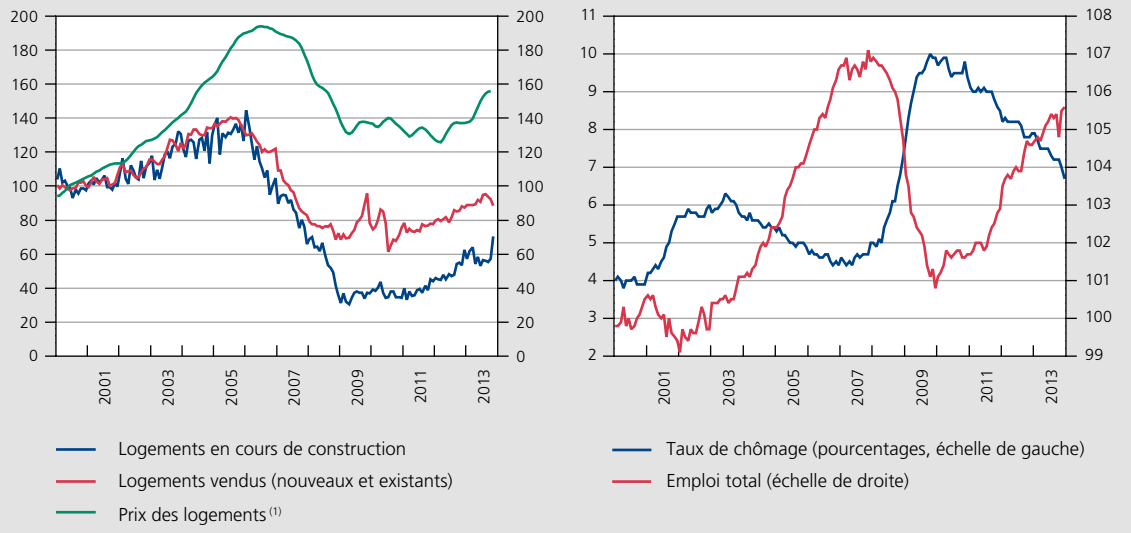
Ainsi, la progression annuelle moyenne du PIB est revenue à 1,9 %, un taux qui est nettement inférieur à celui de 2,8 % enregistré en 2012. Cette forte décélération résulte pour une large part d'un point de départ faible, dû à la stagnation de l'activité à la fin de 2012, tandis que la croissance trimestrielle s'est accélérée en cours d'année, atteignant 1 % au troisième trimestre de 2013. L'expansion de l'activité a été portée par les moteurs traditionnels de la demande intérieure privée finale, et en particulier par les dépenses de consommation des ménages et par les investissements en logements. En revanche, la contribution des dépenses des administrations publiques a été négative, à hauteur de 0,4 point de pourcentage.

Les dépenses de consommation des ménages ont été étayées par le nouveau gonflement de leur patrimoine net, découlant, principalement, de la vive hausse des valeurs boursières et des prix des logements au cours de l'année écoulée. L'amélioration de la situation et des perspectives sur le marché du travail a également participé au renforcement de la consommation privée. L'emploi a en effet continué de se raffermir, et le chômage est retombé à 6,7 % en décembre, soit un niveau qui reste toutefois sensiblement supérieur à celui d'avant la crise. Il n'est par ailleurs pas exclu que le recul du chômage surestime l'embellie sur le marché du travail, notamment parce que le taux de participation s'est réduit, partiellement sous l'effet de facteurs conjoncturels. Nonobstant les progrès engrangés sur le marché du travail, la majoration du revenu disponible des ménages est restée très modérée, la remontée des revenus nets du travail ayant été largement bridée par l'alourdissement de la pression fiscale en début d'année.

Les investissements en logements ont constitué le deuxième grand moteur de la croissance durant l'année sous revue. Ils ont été portés notamment par la faiblesse persistante des taux d'intérêt, en dépit de leur remontée amorcée au printemps. En outre, la perspective d'une poursuite du renchérissement des logements et l'augmentation du nombre de familles ont été autant de stimulants pour la construction

GRAPHIQUE 5 APERÇU DES MARCHÉS AMÉRICAINS DU LOGEMENT ET DU TRAVAIL

(indices 2000 = 100, sauf mention contraire)



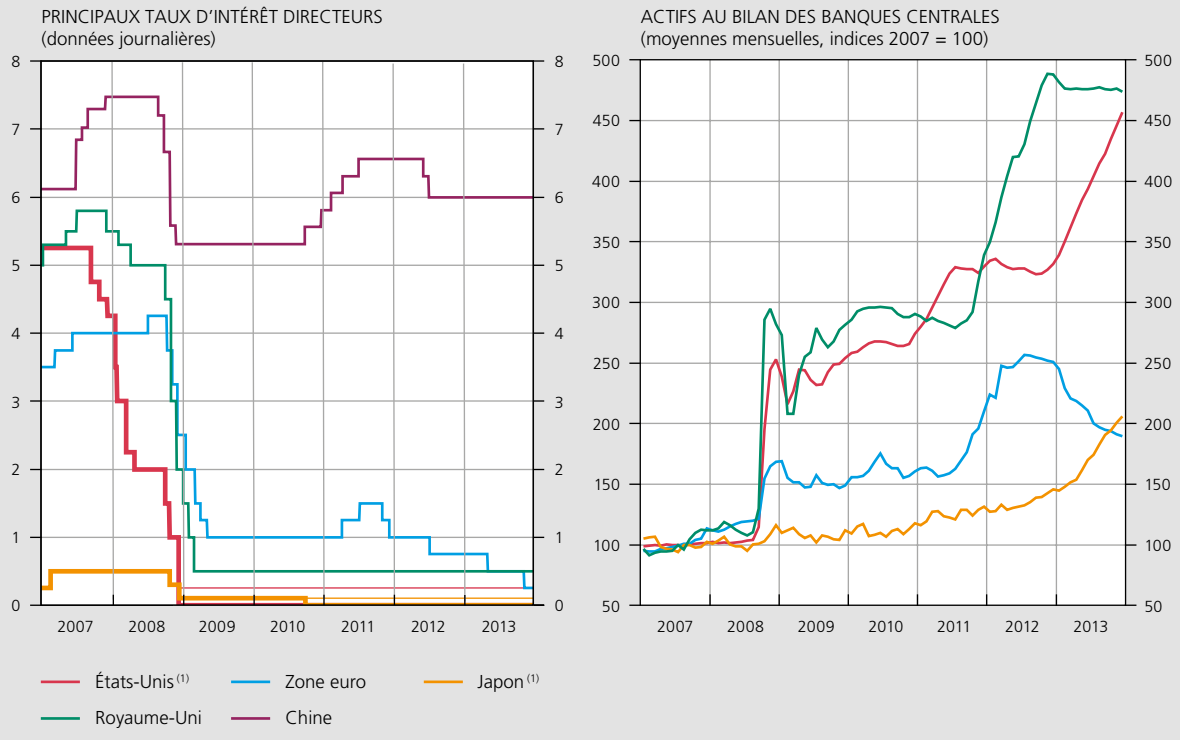
Sources : Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream.
(1) Indice Case-Shiller de 20 régions métropolitaines.

résidentielle. Pour leur part, les investissements des entreprises ont également continué de soutenir l'expansion économique, mais dans une bien moindre mesure qu'en 2012. Après la forte croissance observée les deux années précédentes, alimentée en partie par la demande de rattrapage en matière de bâtiments d'exploitation et de biens d'équipement au terme de la grande récession, leur dynamique s'est nettement essoufflée, entre autres en raison de l'incertitude quant à l'impact de la politique des pouvoirs publics sur les perspectives économiques.

Au cours de l'année sous revue, les dépenses publiques ont constitué le principal frein à la croissance économique. Outre l'effet direct des dépenses publiques de consommation ou d'investissement sur l'activité, l'incidence négative à court terme de la politique budgétaire a été démultipliée par la hausse, déjà évoquée, de la pression fiscale, mais aussi par les répercussions défavorables sur la confiance des entreprises et des ménages qu'a eues l'incertitude entourant cette politique pendant une grande partie de 2013. En début d'année, la conclusion d'un accord entre l'administration et le Congrès, l'American Tax Relief Act, a certes permis de sensiblement assouplir le resserrement budgétaire appelé à entrer automatiquement en vigueur au début de 2013, conformément à la législation (« fiscal cliff »). En outre, la décision sur la compression d'un certain nombre de dépenses publiques a été reportée au début de mars. Aucun arrangement n'a toutefois finalement pu être trouvé à cette date, de sorte que ces dépenses ont été fortement rabotées, de manière systématique et linéaire, jusqu'à l'exercice budgétaire 2021 (« sequester »). Après l'été, la politique budgétaire a de nouveau occupé le devant de la scène. À la fin de septembre, le Congrès américain n'a pas pu trouver de consensus sur le prolongement de la « spending authority » du gouvernement fédéral, qui lui permet de procéder à certaines dépenses discrétionnaires. De ce fait, certains services fédéraux non essentiels ont, pour la première fois depuis 1996, dû fermer leurs portes (« government shutdown »). Il fallait par ailleurs relever le plafond de la dette fédérale pour le 17 octobre. Un accord a finalement été trouvé in extremis, qui a permis de suspendre ce plafond jusqu'au 7 février 2014. Parallèlement, l'habilitation du gouvernement fédéral en matière de dépenses a été prorogée jusqu'au 15 janvier 2014. Cette décision a mis un terme à la fermeture des services publics. Enfin, à la mi-décembre, un accord a été conclu pour les budgets 2014 et 2015. Le durcissement de la politique budgétaire et l'amélioration conjoncturelle ont entraîné une contraction significative du déficit public au cours de l'année sous revue, qui est revenu de 9,3 à 6,5 % du PIB. La dette publique a cependant poursuivi son ascension, atteignant 104,1 % du PIB.

Compte tenu de l'incidence particulièrement négative de la politique budgétaire sur la croissance, la Réserve fédérale a continué de mener une politique monétaire très accommodante durant l'ensemble de l'année sous revue. Ainsi, son taux directeur est demeuré au sein de la fourchette comprise entre 0 et 0,25 % prévalant depuis la fin de 2008. Elle a par ailleurs confirmé son intention de maintenir le taux à ce niveau exceptionnellement bas, du moins aussi longtemps que le taux de chômage resterait supérieur à 6,5 % et pour autant que les perspectives d'inflation demeurent ancrées. À l'issue de sa réunion de décembre, la Réserve fédérale a précisé que le taux directeur serait vraisemblablement maintenu au niveau bas en cours à ce moment pendant encore un certain temps après que le chômage sera revenu sous la barre des 6,5 %. Le principal changement observé sur le plan de la politique monétaire durant l'année sous revue réside dans le fait que le centre d'intérêt des orientations prospectives s'est porté sur le programme d'achat de titres, dont l'ampleur était fixée depuis la fin de 2012 à 85 milliards de dollars des États-Unis par mois. Dans le courant de mai, le président Bernanke a laissé entendre lors d'une séance d'audition que le montant mensuel des achats de titres pourrait être revu à la baisse lors de l'une des prochaines réunions du FOMC si la situation sur le marché du travail continuait de s'améliorer dans un contexte de stabilité de l'inflation. Ce message a revêtu une importance particulière pour les marchés financiers, leur rappelant que la Réserve fédérale pourrait mettre un terme à sa politique particulièrement accommodante. À l'issue de la réunion du mois de juin du FOMC, le président Bernanke a fourni des indices plus concrets quant à une éventuelle suppression progressive du programme d'achat de titres. D'après le scénario avancé, ces achats pourraient être réduits dès la fin de 2013, avant d'être ensuite suspendus vers la mi-2014, cette trajectoire étant susceptible d'être adaptée à la hausse comme à la baisse, en fonction des circonstances économiques et financières. Après avoir laissé inchangé le montant des achats pendant trois réunions consécutives, la banque centrale américaine a décidé, lors de la réunion du FOMC de décembre, de le ramener à 75 milliards de dollars par mois à partir de janvier 2014, en raison de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. En outre, elle a annoncé que ce démantèlement se poursuivrait dans le courant de l'année.

GRAPHIQUE 6 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS ET ACTIFS AU BILAN DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES



Sources : Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Banque populaire de Chine, Réserve fédérale, Thomson Reuters Datastream, BCE.
(1) En ce qui concerne les taux directeurs, le trait est dédoublé lorsque la banque centrale s'est donné pour objectif une fourchette, le dessus de celle-ci étant indiqué par une ligne plus fine de la même couleur.

Royaume-Uni

Affichant une progression du PIB de 1,3 %, le Royaume-Uni a enregistré en 2013 une reprise plus vive qu'escompté et dont la capacité de s'auto-alimenter va croissant. Néanmoins, au troisième trimestre, le niveau du PIB était encore inférieur de 2 % à celui atteint avant le début de la grande récession.

L'expansion de l'activité s'est progressivement accélérée en cours d'année, et sa base s'est élargie. Soutenues par la sensible amélioration sur le front de l'emploi depuis 2012, par l'accroissement du patrimoine des ménages – sous l'influence de la remontée des cours des actions et des prix des biens immobiliers –, ainsi que par l'assouplissement des conditions de crédit, les dépenses de consommation des ménages ont constitué, comme en 2012, le principal moteur de la progression du PIB, et ce en dépit de la hausse limitée du revenu disponible réel. La croissance a en outre été portée par une reprise des investissements en logements induite par des décisions des pouvoirs publics. Le programme Funding for Lending, instauré en 2012 à l'initiative de la Banque d'Angleterre et du Trésor, de même que le programme Help to Buy, lancé par les autorités publiques, ont joué un rôle important à cet égard. Des craintes d'une possible surchauffe rapide du marché immobilier s'étant fait jour, la Banque d'Angleterre et le Trésor ont décidé de mettre un terme dès février 2014 au financement de prêts hypothécaires par le programme Funding for Lending. Enfin, le raffermissement du PIB a également été stimulé par une contribution positive de la formation des stocks et, contrairement à ce qui s'était passé en 2012, des exportations nettes de biens et de services.

En août, après que le gouvernement lui eut ouvert la voie au printemps en adaptant son mandat, la Banque d'Angleterre a encore assoupli sa politique déjà largement accommodante, caractérisée par un taux directeur particulièrement faible de 0,5 % et par un important portefeuille de titres, en instaurant des orientations prospectives conditionnelles. En conséquence, le taux directeur ne serait pas relevé et le volume du portefeuille de titres acquis sur le marché ne serait pas réduit aussi longtemps que le taux de chômage resterait supérieur à 7 % et pour autant qu'une série de conditions en matière de stabilité des prix et de stabilité financière soient réunies. En procédant de la sorte, la Banque d'Angleterre a indiqué qu'elle ne durcirait sa politique monétaire que si la reprise économique était suffisamment avancée pour pouvoir se poursuivre de manière endogène. En matière de politique budgétaire, le gouvernement a maintenu le plan de consolidation à moyen terme qu'il avait élaboré en 2010. Le besoin de financement des administrations publiques s'est toutefois accru, passant de 6,1 à 6,4 % du PIB, le transfert du fonds de pension du Royal Mail vers le secteur des administrations publiques effectué en 2012 ayant cette année-là temporairement flatté le solde budgétaire. La dette publique a quant à elle continué de s'alourdir, s'établissant à 94,3 % du PIB.

Japon

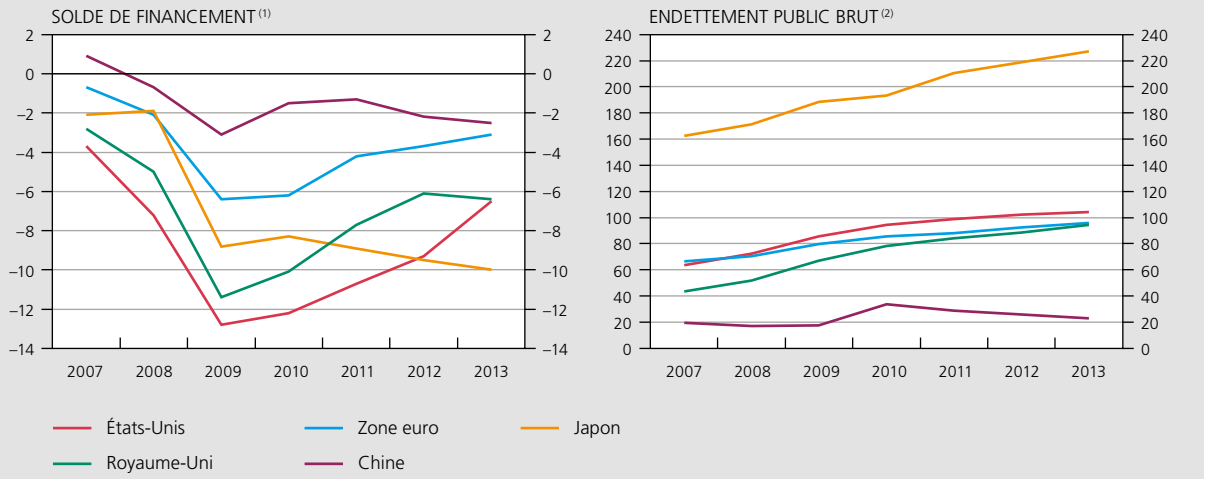
Après que ces dernières années avaient été marquées par la volatilité, 2013 a vu une reprise induite par les pouvoirs publics, qui a permis à l'économie nippone de progresser de 1,7%. À la fin du troisième trimestre, le niveau du PIB n'avait cependant pas encore dépassé celui d'avant la grande récession.

Le redressement a été porté par la demande intérieure, et en particulier par la consommation privée, qui a tiré profit de la flambée des cours des actions et d'une embellie sur le marché du travail. Les investissements publics ont également constitué un important moteur de la croissance, sous l'impulsion de la nouvelle politique expansive du gouvernement. Alors que pendant les deux années précédentes, l'évolution du PIB en base trimestrielle avait été très volatile et avait fait de fréquentes incursions en territoire négatif, un vigoureux rebond, de 1 % en moyenne, a été observé durant les deux premiers trimestres de l'année. Celui-ci est toutefois retombé à 0,3 % au troisième trimestre, sous l'influence d'une contribution extrêmement négative des exportations nettes. Stimulée en partie par la dépréciation du yen, en sus du renforcement de l'activité et de l'orientation annoncée de la politique monétaire, l'inflation annuelle moyenne est redevenue positive pour la première fois depuis 2008. En novembre 2013, l'inflation totale s'établissait à 1,5 %, et l'inflation sous-jacente à 1,2 %.

L'expansion de l'économie japonaise a été alimentée principalement par une série de mesures annoncées dès le début de l'année par le gouvernement dirigé par le Premier ministre Abe. Ces mesures, dites « Abenomics », visent à mettre un terme à la longue période de déflation et à raffermir durablement la croissance économique ; elles reposent sur trois piliers. Le premier est une politique budgétaire stimulante à court terme. Ainsi, dès le début de l'année sous revue, un programme de relance d'un montant équivalant à 2 % du PIB a été promulgué pour la période 2013-2014, auquel des mesures supplémentaires à concurrence de 1,1 % du PIB ont été ajoutées en septembre en vue de compenser le relèvement de 5 à 8 % du taux de TVA en avril 2014. Le déficit de financement des administrations publiques a continué de se creuser au cours de

GRAPHIQUE 7 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, conformément aux règles fixées pour la procédure concernant les déficits publics excessifs (EDP), y compris les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, tels les contrats d'échange (swaps).

(2) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, il s'agit de l'endettement brut consolidé, c'est-à-dire déduction faite des dettes qui ont pour contrepartie des actifs au sein même du secteur des administrations publiques.

l'année sous revue, passant de 9,5 à 10 % du PIB, en conséquence, notamment, de ces mesures budgétaires de relance. La dette des administrations publiques s'est encore alourdie, atteignant 227,2 % du PIB. À moyen terme, les pouvoirs publics japonais ont confirmé qu'ils poursuivraient les objectifs de réduire de moitié, d'ici à l'exercice fiscal 2015, le déficit primaire par rapport au niveau de 2010 et de concrétiser un excédent d'ici à 2020. Il semble toutefois que des mesures complémentaires s'imposeront ces prochaines années pour garantir la soutenabilité à moyen terme des finances publiques. Le deuxième pilier consiste en une politique monétaire très souple. La Banque du Japon a décidé en avril d'amplifier radicalement ses octrois de liquidités afin de lutter contre la déflation, espérant ainsi parvenir à une inflation de 2 % à un horizon de deux ans, au travers d'un assouplissement monétaire à la fois quantitatif et qualitatif. À cet effet, elle doublera la base monétaire au cours de cette période, essentiellement en achetant des obligations du secteur public. Quant au troisième pilier, il prend la forme de réformes structurelles visant à accélérer la croissance économique à moyen terme. Un ensemble de mesures ont déjà été annoncées durant l'été, mais des dispositions additionnelles devront être prises pour améliorer le fonctionnement des marchés et pour renforcer durablement le potentiel de croissance de l'économie.

Économies émergentes

La décélération de la croissance du PIB mondial en 2013 s'explique dans une large mesure par le ralentissement plutôt généralisé observé dans les économies émergentes. Depuis 2012, celles-ci ont vu leur croissance mollir à la suite de la suppression graduelle des mesures de relance et en raison de l'atonie de la demande extérieure. Cette dernière a initialement reflété la faiblesse des importations des économies avancées, et en particulier de la zone euro, que la crise de la dette avait fait replonger dans la récession. Plus récemment, c'est cependant surtout l'essoufflement de la croissance dans quelques grandes économies émergentes qui a entraîné des effets de contagion négatifs. Par ailleurs, les conditions financières se sont durcies dans les économies émergentes après que la banque centrale américaine avait fait part de son intention de restreindre ses achats de titres. Comme on l'a évoqué plus haut, cette nouvelle a provoqué, principalement dans les économies émergentes souffrant de fondamentaux faibles – tels de graves déficits du compte courant, une inflation élevée ou une grande dépendance à l'égard des entrées d'investissements de portefeuille – une augmentation des coûts de financement, des dépréciations des cours de change et des sorties de capitaux. Abstraction faite de ces facteurs

de nature plutôt cyclique, nombre d'économies émergentes ont également vu reculer leur croissance potentielle (cf. encadré 1).

Même si l'**Asie émergente** a continué d'être la région affichant les taux de croissance les plus robustes, une hausse du PIB de 6,5 % en moyenne en 2013 représente néanmoins une vive contraction par rapport à la période antérieure à la crise. La croissance y a surtout pâti de la volatilité accrue des flux de capitaux et de l'apathie de la demande extérieure. Plus particulièrement, c'est la demande moins dynamique de la Chine qui a entraîné des effets de contagion négatifs dans le reste de l'Asie, en raison de la fragmentation accrue des chaînes de production régionales et de l'intensification des relations commerciales intrarégionales. À 2,6 %, la croissance de l'**Amérique latine et des Caraïbes** a accusé une nouvelle décélération, imputable, dans une large mesure, à des goulets d'étranglement structurels ainsi qu'à une baisse des cours des matières premières, dont certains pays de cette zone sont de grands exportateurs. Le tassement de la croissance qui s'était amorcé en 2012 dans les pays exportateurs de pétrole s'est poursuivi, essentiellement à la suite du repli de la production de pétrole sous le coup d'une demande extérieure vacillante et de dysfonctionnements de l'offre intérieure. Les **pays d'Europe centrale et orientale** ont en revanche affiché un redressement, à 2,5 %, de leur croissance en 2013, grâce à un assouplissement de leur politique monétaire, à un accès plus aisé aux financements extérieurs et à la lente reprise économique qu'ont enregistrée d'importants partenaires commerciaux au sein de la zone euro.

En **Chine**, la croissance du PIB, à 7,7 %, est demeurée stable comparativement à 2012. Le premier semestre de 2013 s'est caractérisé par un moindre dynamisme de l'activité économique, attribuable, en partie, à la faiblesse temporaire des investissements en début d'année. Leur rebond par la suite a toutefois été insuffisant pour compenser le recul des exportations nettes et la modestie de la consommation. Au second semestre, la croissance s'est légèrement accélérée, grâce, notamment, à la mise en œuvre d'un mini-programme de relance en juillet, et la consommation s'est elle aussi légèrement raffermie. Le marché de l'immobilier a été marqué par de sensibles hausses des prix, principalement concentrées dans les grandes villes.

En vue de soutenir la croissance, la banque centrale chinoise a mené une politique monétaire accommodante au premier semestre de 2013. L'inflation est demeurée largement en deçà de l'objectif de 3,5 %. La très vive progression des crédits et la qualité des conditions d'octroi ont néanmoins continué de susciter l'inquiétude, les financements émanant de plus en plus souvent du secteur bancaire parallèle. Cette situation a incité la banque centrale chinoise à envoyer un signal d'avertissement aux marchés en mettant un terme aux octrois de liquidités en juin. Les taux d'intérêt interbancaires ont ainsi brièvement dépassé les 10 % avant de retrouver leurs niveaux antérieurs, d'environ 4 %. La croissance des crédits s'est depuis lors elle aussi atténuée. Par ailleurs, la Banque populaire de Chine a enregistré des avancées sur la voie de la libéralisation des taux d'intérêt du marché puisqu'elle a supprimé en juillet le taux plancher sur les crédits. Elle a toutefois maintenu le taux plafond sur les dépôts.

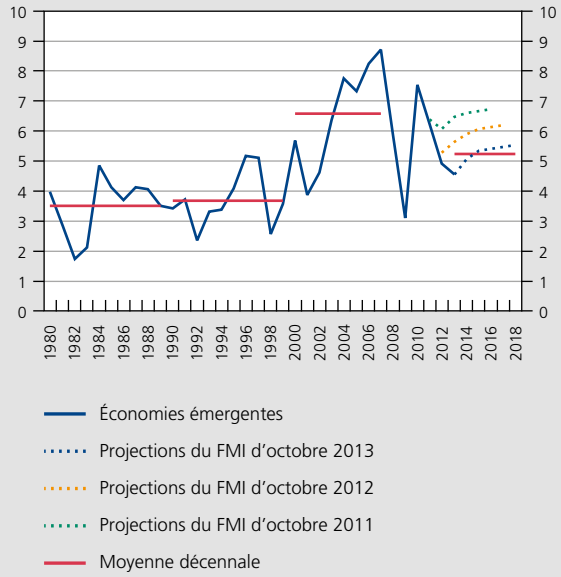
Grâce à une maîtrise des dépenses des administrations publiques et à une augmentation des recettes fiscales à la suite de la reprise de l'activité économique en cours d'année, le déficit budgétaire du pouvoir central, à 2,5 % du PIB, est demeuré proche de celui de 2012. La dette publique s'est contractée de quelque 3 points de pourcentage par rapport à 2012, revenant à 22,9 % du PIB.

Encadré 1 – Ralentissement de la croissance dans les économies émergentes

La dernière décennie s'est caractérisée par une croissance extrêmement vive dans les économies émergentes, que l'éclatement de la crise a toutefois soudainement interrompue. Grâce, notamment, à des mesures de relance, elles sont néanmoins pour la plupart parvenues à renouer rapidement avec leur trajectoire de développement antérieure : la croissance moyenne réelle de leur PIB est passée de 3 % en 2009 à 7,5 % en 2010. Mais, dès 2012, elle s'est affichée en net recul, retombant à 4,9 %, puis à 4,7 % en 2013. Pour les prochaines années, la plupart des projections tablent également sur une progression relativement modérée dans nombre d'économies émergentes.

RÉCENT RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

(pourcentages de variation du PIB en volume par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)



Source : FMI.

C'est ainsi que, pour la période 2013-2018, le FMI ne s'attend qu'à une croissance moyenne de 5,2 %, ce qui représenterait un repli par rapport au taux de 6,6 % observé entre 2000 et 2007. Ce tassement résulte pour une large part d'une révision à la baisse des perspectives de croissance puisque, en octobre 2011, le FMI anticipait encore une croissance de 6,5 % à moyen terme. La période de croissance spectaculaire dans les économies émergentes semble donc avoir pris fin.

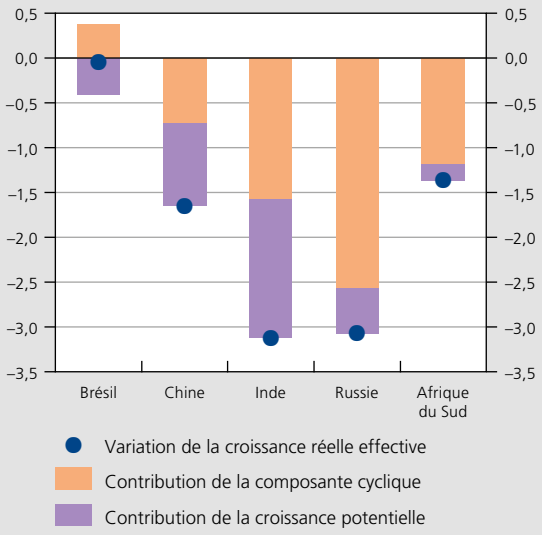
De tels ralentissements ne constituent certes pas des phénomènes exceptionnels, mais celui observé ici est remarquable par sa simultanéité – selon le FMI, il touche 80 % des économies émergentes –, par son ampleur plus élevée que prévu et par son éventuelle influence défavorable sur la fragile reprise économique dans les économies avancées. Comme le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud (les BRICS) s'arrogent une part importante de l'effritement total de la croissance dans les économies émergentes, le présent encadré se concentre plus particulièrement sur les facteurs sous-jacents dans ces pays. Il examine ensuite aussi l'effet potentiel que pourrait avoir une telle contraction sur les économies avancées.

L'importance des facteurs cycliques et structurels

D'une part, le récent essoufflement de la croissance du PIB dans les BRICS est le reflet d'une correction par rapport à une progression supérieure à la tendance observée en 2010 et en 2011. En effet, des facteurs cycliques communs tels que la mise en œuvre de mesures de relance d'après-crise, le renchérissement des matières premières, un rebond de la demande extérieure, la faiblesse des taux d'intérêt découlant de la politique monétaire exceptionnellement accommodante dans les économies avancées et une nouvelle accélération du crédit ont contribué à une vive reprise dans les BRICS. À partir de 2011-2012, les effets positifs de certains de ces facteurs ont toutefois décru :

VARIATION DE LA CROISSANCE ENTRE 2011 ET 2013[1]

(points de pourcentage)



Source : FMI.

(1) La composante cyclique est calculée comme l'écart entre la croissance réelle effective et la croissance potentielle estimée.

l'incidence des mesures de relance s'est atténuée, les prix des matières premières ont commencé à baisser et le commerce international s'est ralenti. Ainsi, la croissance enregistrée au Brésil est revenue de son sommet cyclique de 7,5 % en 2010 à 1 % en 2012, tandis qu'elle est retombée de 10,4 à 7,7 % en Chine, de 10,5 à 3,2 % en Inde, de 4,5 à 3,4 % en Russie et de 3,1 à 2,5 % en Afrique du Sud.

D'autre part, l'actuel relâchement de la croissance résulte également d'une transition vers des taux de croissance potentielle moins élevés, ceux-ci reflétant le rythme estimé auquel une économie est censée pouvoir se développer sans générer de déséquilibres. Alors que la perte de croissance potentielle serait susceptible, selon le FMI, d'être limitée en Afrique du Sud, au Brésil et en Russie (respectivement 0,25, 0,5 et 0,5 point de pourcentage), elle serait significativement plus lourde en Chine et en Inde (respectivement 1 et 1,5 point de pourcentage). Ces diminutions indiquent la présence d'importantes contraintes structurelles. La plupart des BRICS sont ainsi confrontés à des évolutions démographiques moins favorables, l'augmentation de la population active dans ces pays s'infléchissant, voire étant même négative dans le cas de la Russie. Il semble également que l'effet des réformes menées dans les économies émergentes dans la foulée des crises de la fin des années 1990 s'éteigne. Parallèlement, de nouvelles réformes qui devraient porter sur l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers, du travail et des produits, des infrastructures et de l'éducation se font attendre, comprimant les gains de productivité. Ainsi, la Chine et l'Inde, en particulier, enregistrent une régression tendancielle de la progression de leur productivité. En outre, la croissance des investissements dans la plupart des BRICS, à l'exception de la Chine, n'est que modérée. Au Brésil et en Inde, cette situation s'explique principalement par la présence de goulets d'étranglement structurels à la fois en matière de législation et d'infrastructures, alors qu'en Russie, c'est un climat des affaires défavorable qui décourage en grande partie les investissements.

Réflexion autour d'un nouveau modèle de croissance

Dans certains pays, dont la Chine et la Russie, le ralentissement de la croissance observé ces dernières années indique qu'ils atteignent peu à peu les limites de leur modèle de développement. Pour afficher des taux d'expansion robustes, la Chine a misé sur les investissements et les exportations. Le taux d'investissement élevé a toutefois entraîné une surcapacité de production et des baisses de rendement, tandis que l'afflux de la main-d'œuvre bon marché issue de la campagne et qui peut être activée dans les industries orientées vers l'exportation s'amenuise graduellement. En outre, les parts de marché ne peuvent se conquérir à l'infini. Le nouveau gouvernement chinois semble en être conscient. Il a fait part de son intention d'adopter progressivement un nouveau modèle de croissance accordant un rôle plus important à la consommation intérieure, ce qui pourrait engendrer une croissance peut-être plus faible mais néanmoins plus durable. À l'heure actuelle, cette orientation politique en est encore au stade de déclarations d'intention, et la plupart des réformes structurelles nécessaires doivent encore être mises en place. Des résultats concrets ne peuvent donc être attendus qu'à plus long terme. À l'instar des années précédentes, c'est en effet toujours la formation brute de capital fixe qui a constitué la principale contribution à l'augmentation du PIB en 2013. La mini-relance enregistrée en juillet illustre aussi la préférence marquée par les autorités chinoises pour les investissements en tant que moteur de la croissance du PIB, le but étant que celle-ci demeure supérieure au seuil minimum de 7 %, conformément au plan quinquennal pour la période 2011-2015.

Le développement économique de la Russie s'est essentiellement appuyé sur la hausse des revenus pétroliers et des entrées de capitaux, ce qui a rendu le pays particulièrement dépendant de ces ressources. En outre, un manque d'investissements a induit une capacité de production insuffisante dans de nombreux secteurs. Les évolutions démographiques négatives ont elles aussi participé au déclin de la croissance. Ces indicateurs montrent donc que la Russie est elle aussi appelée à élaborer un nouveau modèle de croissance.

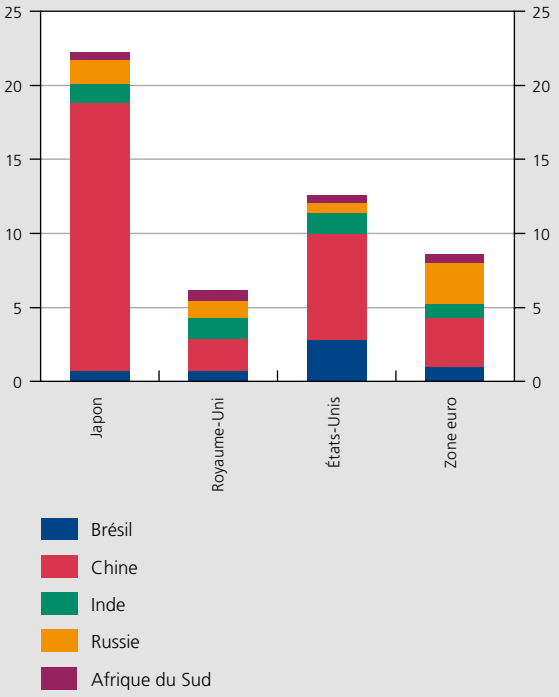
Incidence sur les économies avancées

De manière générale, les effets dérivés d'un moindre dynamisme structurel dans les économies émergentes devraient dans une large mesure rester circonscrits à ces mêmes économies. Une baisse de leur demande d'importations ne devrait avoir qu'un effet modéré, même s'il est significatif, sur les exportations des pays avancés, leur exposition commerciale aux économies émergentes étant limitée. D'après les calculs de la CE, le récent tassement de la croissance observé dans les pays émergents entraînerait, au cours de la période 2013-2014, un repli de 1,7 % des marchés à l'exportation de l'UE dans les pays émergents et une diminution de 0,2 point de pourcentage de la croissance du PIB dans l'UE. Dans un exercice comparable, l'OCDE a constaté qu'une réduction isolée de 2 % de la croissance de la demande intérieure des pays non membres de l'OCDE, à l'exception de la Chine, peut donner lieu à un recul de 0,4 point de pourcentage de la croissance dans les pays de l'OCDE. Cependant, l'incidence peut varier considérablement d'un pays à l'autre en fonction de l'importance des économies émergentes comme marchés à l'exportation pour le pays considéré. Ainsi, le Japon, principalement en raison de ses relations commerciales intenses avec la Chine, et les États baltes, essentiellement du fait de leurs liens étroits avec la Russie, pourraient être plus sévèrement touchés.

En raison de l'internationalisation des marchés financiers, l'incidence sur l'économie mondiale d'un ralentissement de la croissance dans les économies émergentes pourrait s'avérer plus lourde si elle devait s'accompagner d'une période d'instabilité financière élevée. Mais, ici aussi, il convient de tenir compte du fait que, dans la mesure où quelque 5 % à peine des investissements de portefeuille et directs des pays de l'OCDE sont concentrés dans les BRICS, l'exposition des pays de l'OCDE est plutôt réduite. Par ailleurs, les opérations et participations bancaires internationales peuvent également induire dans les économies avancées des évolutions émanant des économies émergentes. Parmi les pays de l'OCDE, l'Espagne et le Royaume-Uni semblent particulièrement exposés.

EXPOSITION COMMERCIALE DES ÉCONOMIES AVANCÉES AUX BRICS

(pourcentages des exportations totales des économies avancées, 2012)



Source : FMI.

1.2 L'économie dans la zone euro et ses États membres

La récession a fait place à une reprise modérée et fragile de l'activité dans la zone euro

Après avoir traversé une récession longue de six trimestres, l'activité dans la zone euro a finalement renoué avec la croissance dans le courant de 2013. Le PIB a progressé de 0,3 % au deuxième trimestre, mais ce résultat a toutefois été quelque peu gonflé par des facteurs temporaires, notamment par un rebond des investissements après les mauvaises conditions météorologiques du premier trimestre et par des effets de calendrier. Au troisième trimestre, la croissance est revenue à 0,1 %. La reprise s'est donc développée à un rythme mesuré dans la zone euro. Ainsi, compte tenu du faible niveau qu'il affichait au début de l'année en raison de la récession, le PIB a reculé de 0,4 % en moyenne en 2013 par rapport à l'année précédente.

La reprise naissante a trouvé son origine dans le desserrement de certains freins qui avaient largement pesé sur la demande précédemment. Elle est toutefois restée fragile, toutes les contraintes révélées par la crise économique et financière ou héritées de celle-ci n'ayant pas encore été levées.

Au total, en moyenne annuelle, tant la consommation privée que les investissements des entreprises ont de nouveau diminué en 2013, fût-ce à un rythme plus lent que l'année précédente. Ils se sont cependant légèrement redressés à partir du deuxième trimestre de 2013, après avoir affiché des déclins prolongés et appuyés. Ce rétablissement est allé de pair avec une amélioration de la confiance des ménages et des chefs d'entreprise, qui s'est amorcée en mai et a duré jusqu'à la fin de l'année. L'inflation modérée et la consolidation budgétaire moins intense que les années précédentes ont atténué la contraction du pouvoir d'achat des ménages. En revanche, la nouvelle détérioration de la situation sur le marché du travail et les efforts

TABLEAU 2 APERÇU DES PRINCIPALES VARIABLES MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO

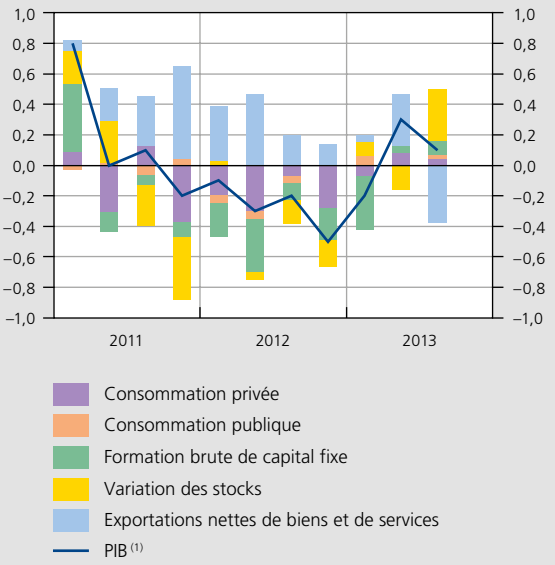
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2011	2012	2013
PIB	1,6	–0,7	–0,4
Consommation finale des particuliers	0,3	–1,4	–0,7
Consommation finale des administrations publiques	–0,1	–0,5	0,0
Formation brute de capital fixe	1,6	–4,0	–3,3
Variation des stocks (1)	0,3	–0,5	–0,1
Exportations nettes des biens et de services (1)	0,9	1,5	0,6
Exportations	6,5	2,5	1,3
Importations	4,5	–0,9	–0,1
Inflation	2,7	2,5	1,4
Taux de chômage (2)	10,1	11,4	12,2
Solde de financement des administrations publiques (3)	–4,2	–3,7	–3,1
Dette brute des administrations publiques (3)	88,0	92,7	95,7

Source : CE.
(1) Contributions à la variation du PIB, points de pourcentage.
(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active, pourcentages.
(3) Pourcentages du PIB.

GRAPHIQUE 8 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES GRANDES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; contributions à la variation du PIB en volume par rapport au trimestre précédent ; points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : CE.
(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent.

de désendettement dans certains pays ont une fois de plus grevé leurs dépenses de consommation. Le regain d'optimisme des entreprises a été nourri par une certaine embellie quant aux perspectives de demande dans la zone euro et dans les autres économies avancées. L'impulsion de la demande extérieure est toutefois demeurée timide en 2013, en particulier de la part des économies émergentes. Par ailleurs, alors que, de manière générale, les réserves de capacités de production inutilisées étaient encore importantes, les investissements ont également été bridés dans certains États membres par des conditions de financement toujours défavorables, par la nécessité de poursuivre le désendettement des sociétés et par le maintien de certaines incertitudes, notamment d'ordre politique, telles que les crises sévissant en Italie depuis le printemps ou les entraves à la poursuite de l'assainissement budgétaire au Portugal durant l'été. Pour sa part, la consommation publique, qui s'était repliée en 2012, est restée stable.

Tandis que la demande intérieure a montré des signes de reprise dans le courant de l'année sous revue, l'activité a une fois de plus été tirée par les exportations nettes, quoique de manière moins prononcée qu'en 2012. En dépit du renforcement de la demande des pays avancés, la croissance des exportations a été plus modeste que durant les dernières années, en raison de l'affaiblissement des économies émergentes et de l'appréciation de l'euro. Parallèlement, les importations ont reculé, mais dans une moindre mesure qu'un an auparavant.

Une croissance à plusieurs vitesses

Le timide et fragile redressement qui s'est amorcé en 2013 s'est opéré à des vitesses variables dans les différents pays de la zone euro. Sur l'ensemble de l'année, les taux de croissance du PIB ont été les plus élevés dans certaines économies dites du centre – en Allemagne, mais aussi en Autriche ou au Luxembourg – et dans certains États membres qui ont continué leur processus de rattrapage, comme Malte, l'Estonie ou la Slovaquie. Dans le même temps, la plupart des économies engagées dans un profond processus d'ajustement, parfois depuis plusieurs années, sont restées en récession en 2013, les performances les plus négatives ayant été enregistrées à Chypre, en Grèce et en Slovénie.

La distinction relativement claire qui avait prévalu au plus fort de la crise de la zone euro entre les économies dites

TABLEAU 3 PIB ET PRINCIPAUX INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO EN 2013 (1)

(données en volume ; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	PIB	Emploi	Taux de chômage (2)	Taux de chômage des jeunes (3)	Inflation
Allemagne	0,5	0,5	5,4	7,5	1,6
France	0,2	–0,2	11,0	25,6	1,0
Italie	–1,8	–1,6	12,2	41,6	1,3
Espagne	–1,3	–3,6	26,6	57,7	1,5
Pays-Bas	–1,0	–1,2	7,0	11,4	2,6
Belgique	**0,2**	**–0,2**	**8,5**	**22,8**	**1,2**
Autriche	0,4	0,5	5,1	8,6	2,1
Finlande	–0,6	–0,6	8,2	19,6	2,2
Grèce	–4,0	–3,5	27,0	59,2	–0,9
Irlande	0,3	1,2	13,3	24,8	0,5
Portugal	–1,8	–3,9	17,4	36,8	0,4
Slovaquie	0,9	–0,3	13,9	33,3	1,5
Luxembourg	1,9	1,7	5,7	19,9	1,7
Slovénie	–2,7	–2,4	11,1	20,6	1,9
Estonie	1,3	1,6	9,3	17,3	3,2
Chypre	–8,7	–7,8	16,7	40,0	0,4
Malte	1,8	2,3	6,4	13,7	1,0
Zone euro	–0,4	–0,9	12,2	24,2	1,4

Sources : CE, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2013.

(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active, pourcentages.

(3) Le taux de chômage des jeunes exprime le nombre de personnes âgées de 15 à 24 ans au chômage en pourcentage de la population active du même âge. Données relatives à novembre 2013, sauf pour la Grèce et l'Estonie (octobre) et la Slovénie et Chypre (septembre).

du centre, d'une part, et les économies de la périphérie, d'autre part, tend à se brouiller. Si certains pays du centre ont globalement conservé de meilleures performances, d'autres ont décroché. En particulier, d'importants changements structurels du tissu industriel sont en cours en Finlande, notamment la restructuration du secteur de l'électronique, qui a été confronté à des pertes de compétitivité ces dernières années. Aux Pays-Bas, des effets de richesse négatifs liés à la correction du marché de l'immobilier et à des pertes antérieures des actifs des fonds de pension, le processus de réduction des hauts niveaux de dette des ménages et la consolidation budgétaire sont autant de facteurs qui ont fortement bridé la consommation privée. Même si ces deux pays sont sortis de la récession en cours d'année, leur PIB s'est encore inscrit en croissance négative sur l'ensemble de 2013, et ce pour la deuxième année consécutive. En France, deuxième économie de la zone euro, la dynamique de l'activité a été moins vigoureuse qu'en Allemagne, la croissance annuelle n'y postant qu'un résultat à peine positif.

Les pays dits périphériques ont également enregistré des résultats contrastés, mais la récession s'y est globalement atténuée. L'Irlande a continué d'afficher de meilleures performances, avec une faible croissance en 2013, sur fond de premiers signes de stabilisation sur le marché de l'immobilier et d'amélioration sur le marché du travail. À la suite de la dernière évaluation par la troïka – l'équipe d'experts de la CE, de la BCE et du FMI – concluant à la bonne exécution du programme et donnant ainsi lieu au débours de la dernière tranche d'aide prévue, et compte tenu de l'amélioration de sa situation économique et financière, l'Irlande est sortie de son programme d'assistance financière en décembre 2013. Ce dernier avait démarré en novembre 2010, pour une enveloppe totale de 85 milliards d'euros. Le Portugal, puis l'Espagne sont techniquement sortis de la récession à partir du deuxième

trimestre, grâce au soutien des exportations et au relâchement graduel de la dépression de la demande intérieure. Dans ces pays, la croissance annuelle du PIB est restée négative en 2013, mais moins qu'en 2012. En Grèce aussi, la récession s'est modérée.

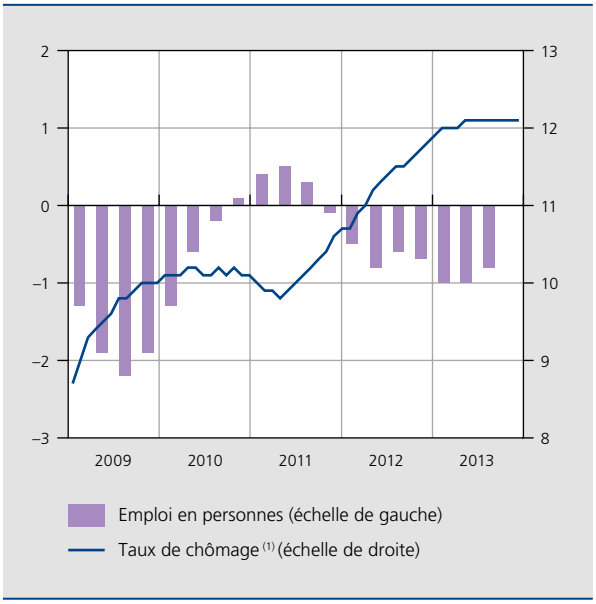
Par contre, en 2013, la situation s'est aggravée en Slovénie et, surtout, à Chypre. Des déséquilibres excessifs d'ordres financier et macroéconomique y sont apparus plus tardivement, et leurs corrections ont entraîné un effondrement de la demande intérieure, en particulier à Chypre. En Slovénie, outre un processus de désendettement des sociétés non financières, les fragilités du secteur bancaire ont suscité plusieurs vagues de restructurations, de recapitalisations et de privatisations depuis 2009, ce qui n'a pas été sans effet sur la dégradation des déficits publics, y compris en 2013. Pour sa part, Chypre a même dû faire appel à une assistance financière extérieure, face aux coûts, devenus insoutenables pour cette petite économie, de la recapitalisation de son secteur bancaire. Ce dernier, hypertrophié et surexposé à la Grèce, avait en effet subi des pertes considérables lorsque son secteur privé avait participé à la restructuration de la dette souveraine grecque en mars 2012. À la suite d'une demande introduite par Chypre dès juin 2012, la troïka a finalement convenu d'un programme d'ajustement économique avec les autorités chypriotes le 2 avril 2013. Celui-ci, visant à restaurer la solidité du secteur bancaire, couvre une période allant de 2013 à 2016 et son enveloppe financière peut aller jusqu'à dix milliards d'euros, le FMI fournissant environ un milliard d'euros et le Mécanisme européen de stabilité (MES) au maximum neuf milliards. Parallèlement, les autorités chypriotes sont tenues de poursuivre le processus de consolidation budgétaire en cours, de manière à corriger le déficit excessif des administrations publiques, ainsi que de mettre en œuvre des réformes structurelles. Les évaluations réalisées en cours d'année – en juillet et en novembre – ont montré que l'exécution du programme était en bonne voie, et les premières tranches d'aide correspondantes ont donc été versées.

Nouvelle détérioration du marché du travail

Le recul de l'activité constaté jusqu'au premier trimestre de 2013, de même que le processus de réaffectation des ressources entre secteurs en cours dans plusieurs économies, ont donné lieu à une nouvelle détérioration de la situation sur le marché du travail en 2013. Des signes de stabilisation se sont toutefois fait jour dans le courant de l'année. Ainsi, le taux de chômage a augmenté en avril, avant de se maintenir à 12,1 % de la population active. Dans le même temps, les pertes d'emploi trimestrielles se sont peu à peu ralenties. Toutefois, compte tenu

GRAPHIQUE 9 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : CE, BCE.
(1) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active, pourcentages.

des réserves de travail encore disponibles au sein des entreprises et des incertitudes qui demeurent quant aux perspectives de demande, la reprise de l'activité dans le courant de l'année a encore été trop récente et trop fragile pour inciter les entreprises à augmenter leurs effectifs.

À cet égard, les différences entre les États membres sont demeurées importantes en 2013. L'emploi a continué de se replier sensiblement dans plusieurs économies périphériques, comme à Chypre, au Portugal, en Espagne et en Grèce, même si, s'agissant de ces trois derniers pays, la baisse s'est modérée par rapport à 2012. Ainsi, à la fin de l'année, les taux de chômage allaient de 5 % environ en Autriche, en Allemagne et au Luxembourg à des niveaux supérieurs à 26 % en Grèce et en Espagne.

Si la dégradation sur le marché du travail a touché l'ensemble des tranches d'âge de la population active, le problème du chômage des jeunes est resté considérable en cours d'année. En novembre, le taux de chômage des moins de 25 ans s'élevait à 24,2 % en moyenne dans la zone euro, alors qu'il se situait encore aux alentours de 18 % à la fin de 2008. L'Allemagne et l'Autriche affichaient les taux les plus bas (respectivement 7,5 et 8,6 %), tandis que les taux les plus préoccupants, proches des 60 %, s'observaient en Grèce et en Espagne. Il convient toutefois de rappeler que le taux de chômage des 15 à

24 ans est exprimé par rapport à la population active – les personnes occupant un emploi ou celles disponibles pour en occuper un – de cette classe d'âge, et non par rapport à la population totale des jeunes. Une grande partie des jeunes se trouvant en dehors du marché du travail, notamment pour des motifs d'études ou de formation, la base du dénominateur est dès lors restreinte. Des actions ont été menées au niveau européen en vue de lutter contre le chômage des jeunes. Lors du Conseil européen du 28 juin 2013, les chefs d'État ou de gouvernement ont approuvé un plan global incluant l'accélération de la mise en œuvre de l'Initiative pour l'emploi des jeunes – en vue de soutenir l'intégration professionnelle des sans-emploi dans les régions où le chômage est important – et de la garantie pour la jeunesse – qui vise à les aider à trouver un emploi ou à les orienter vers une formation dans les quatre mois –, ainsi que le renforcement de la mobilité des jeunes et de la participation des partenaires sociaux.

Ralentissement sensible de l'inflation

L'inflation des prix à la consommation dans la zone euro s'est sensiblement ralentie au cours de l'année sous revue, revenant à 1,4 % en moyenne. Ce recul est imputable à la vive contraction du taux d'inflation de l'énergie par rapport aux niveaux élevés atteints ces deux dernières années, à la suite de la baisse des cours pétroliers et de l'appréciation de l'euro. De plus, la tendance sous-jacente de l'inflation – c'est-à-dire en excluant les composantes liées aux produits alimentaires et énergétiques – s'est également progressivement infléchie, dans un contexte d'atonie de l'activité économique, mais aussi de dissipation de l'incidence des relèvements de la fiscalité et des prix réglementés survenus précédemment dans certaines économies de la zone euro. À l'instar de l'activité, la variation annuelle de l'IPCH a été très dispersée entre les différents États membres en 2013. En effet, les tensions inflationnistes ont été extrêmement contenues dans plusieurs pays, comme au Portugal, en Irlande ou à Chypre – elles ont même été négatives en Grèce –, tandis qu'en Finlande ou en Autriche, l'inflation a accusé des taux de variation annuelle légèrement supérieurs à 2 %. Aux Pays-Bas, le taux d'inflation a atteint 2,6 %, à la suite d'un relèvement du taux normal de TVA et de certains prix réglementés.

Poursuite du rééquilibrage interne et externe

La correction des déséquilibres macroéconomiques, budgétaires et financiers mis au jour par la crise financière et économique s'est poursuivie en 2013, à un rythme toutefois moins soutenu que les années précédentes. Si ces ajustements sont de nature à freiner temporairement la vigueur de la reprise qui s'était esquissée dans le courant de l'année, ils sont indispensables pour poser les bases d'un développement durable dans les différents États de la zone euro et assurer ainsi de manière pérenne le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire (UEM). De manière générale, les avancées ont été les plus manifestes dans les pays dont la situation était la plus fragile. Elles y ont le plus souvent été obtenues dans le cadre de programmes d'ajustement conclus par les gouvernements nationaux avec le FMI, la CE et la BCE (la troïka), conditionnant les aides financières octroyées. Les autres États membres sont soumis à un examen régulier par la CE et le Conseil européen dans le cadre du semestre européen, plus particulièrement au travers de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) et de celle concernant les déficits excessifs (EDP). Le cas échéant, des recommandations destinées à réduire le risque de déséquilibres structurels ou de vulnérabilité leur sont adressées.

Globalement, les progrès les plus importants ont été réalisés en matière de résorption des déséquilibres extérieurs, de compétitivité et de déficits publics. Ils n'ont toutefois pas encore permis de ramener les niveaux d'endettement à une position soutenable à long terme.

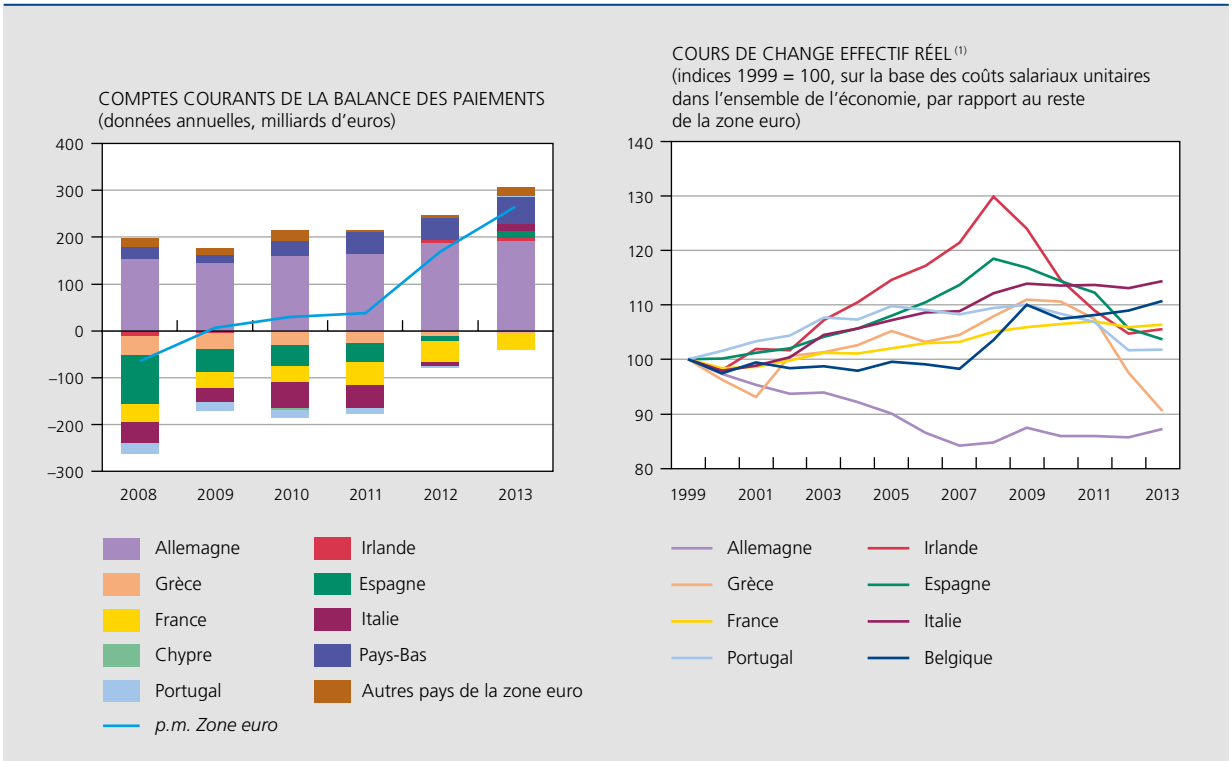
Dans les pays où le solde des opérations courantes avec le reste du monde était largement déficitaire avant la crise, l'embellie progressive en cours depuis 2008 s'est poursuivie en 2013, fût-ce moins rapidement. En Grèce et à Chypre, les déficits courants se sont amplement allégés par rapport à leurs niveaux record de 2008, mais ils avoisinaient encore 2 % du PIB en 2013. En Espagne et au Portugal, les déficits d'environ 10 % du PIB enregistrés en 2008 ont fait place à des excédents en 2013. L'Irlande, dont le solde était déjà devenu positif en 2010, a continué d'afficher un surplus en 2013, de l'ordre de 4 % du PIB, soit un taux relativement stable par rapport à 2012. Dans le même temps, les soldes des pays traditionnellement excédentaires n'ont, en général, pas diminué depuis 2008. Plus particulièrement, le surplus du compte courant allemand, le plus important en termes absolus, a de nouveau atteint 7 % du PIB en 2013. En novembre 2013, la CE a décidé de réaliser un examen approfondi de l'Allemagne dans le cadre de la PDM, afin de mieux analyser sa position extérieure et d'examiner l'évolution de la demande intérieure. Aux Pays-Bas, dans un contexte de demande intérieure déprimée, le surplus courant s'est même peu à peu accentué ces trois dernières années, jusqu'à se chiffrer à 10 % du PIB en 2013. Au total, le redressement des soldes courants des pays initialement en déficit, combiné à la stabilisation, voire à l'augmentation, de ceux déjà en surplus, a donné lieu à un excédent croissant pour la zone euro dans son ensemble, de plus de 2 % du PIB en 2013.

Le rétablissement de la balance commerciale a contribué de manière substantielle à l'amélioration des comptes courants dans les États auparavant déficitaires. Selon les pays, il a découlé tantôt d'une régression des importations, à la suite de la compression de la demande intérieure, tantôt du dynamisme des exportations, soutenu par les gains de compétitivité. En Grèce et à Chypre, pays qui ont subi une sévère contraction de la demande intérieure, le recul des importations a joué un rôle prépondérant dans le redressement du solde commercial, même si, en Grèce, les exportations ont fini par s'accélérer en 2013. En Irlande, au Portugal et en Espagne, le gonflement des exportations a constitué le principal canal d'ajustement des soldes des échanges commerciaux. En plus de leur position compétitive, l'expansion des exportations dans ces pays a aussi bénéficié d'une diversification géographique croissante vers les marchés émergents, notamment l'Asie, mais aussi l'Amérique latine, en particulier pour le Portugal et l'Espagne, ainsi que d'un élargissement des gammes de produits exportés. Par contre, en Italie, après avoir rebondi immédiatement après la crise financière de 2008, les exportations ont été moins dynamiques par la suite.

Depuis 2008, l'indicateur de cours de change effectif réel mesuré par rapport aux partenaires de la zone euro a clairement été orienté à la baisse pour les pays déficitaires. Ce mouvement, qui reflète un avivement de leur compétitivité – évaluée ici à l'aune des coûts salariaux unitaires pour l'ensemble de l'économie –, a permis de corriger largement la détérioration accumulée dans ces pays entre le début de l'UEM et 2008. Pour certains d'entre eux, comme l'Espagne, ceci peut résulter en partie des premiers effets tangibles des réformes structurelles sur le marché du travail. En 2013, le taux de change effectif réel vis-à-vis du reste de la zone euro s'est à nouveau déprécié en Grèce et en Espagne, tandis que sa correction a marqué le pas en Irlande et, dans une moindre mesure, au Portugal. Parallèlement, dans d'autres États membres, telles l'Italie, la France ou même l'Allemagne, les cours de change se sont appréciés en termes réels en 2013, cette dernière évolution concourant à un resserrement des écarts de compétitivité au sein de la zone euro.

Pour que l'économie repose à nouveau sur une assise équilibrée, les ajustements en cours dans les pays vulnérables ou sous programme doivent in fine donner lieu à un processus de réallocation des ressources initialement trop largement orientées vers la construction ou d'autres branches peu ouvertes à la concurrence

GRAPHIQUE 10 AJUSTEMENTS EXTÉRIEURS DANS LA ZONE EURO



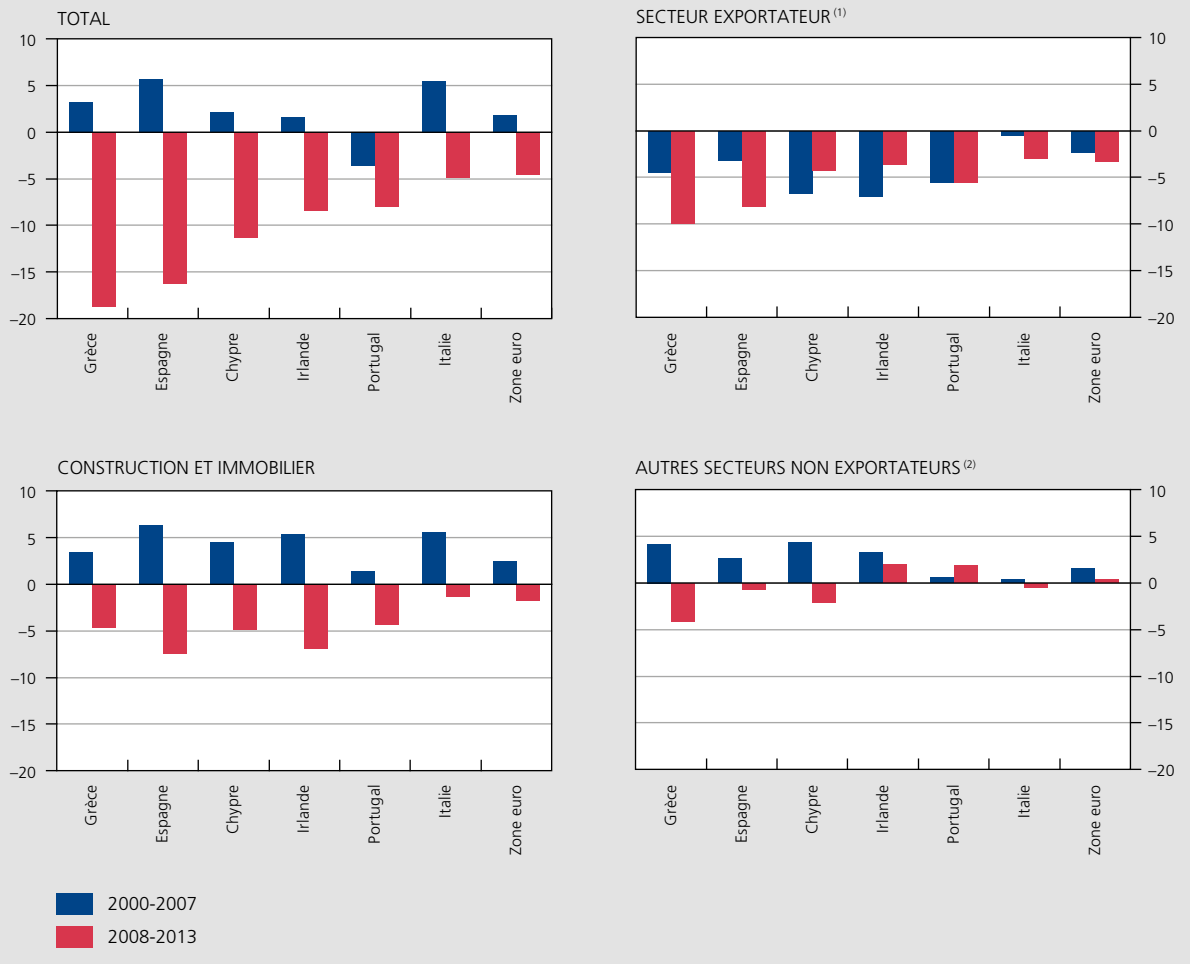
Source : CE.
(1) Une appréciation du cours de change effectif réel reflète une détérioration de la compétitivité.

internationale, au profit des branches plus productives et plus orientées vers la demande extérieure. L'évolution de l'emploi au cours des cinq dernières années montre que le processus ne s'est guère concrétisé jusqu'ici.

Certes, de nombreux travailleurs du secteur de la construction et de l'immobilier ont été mis à pied depuis 2008. Cela a tout particulièrement été le cas en Espagne et en Irlande, à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière, mais aussi en Grèce, à Chypre et au Portugal, en raison de la récession profonde et généralisée dans laquelle s'enlisaient ces économies. Cependant, dans tous ces pays, l'emploi s'est également replié dans les branches exportatrices, alors même que celles-ci sont censées absorber les travailleurs excédentaires. Seule l'Irlande a présenté en 2013 une légère reprise de l'emploi à cet égard. Dans un environnement de récession généralisée, les efforts consentis en vue de raffermir la compétitivité n'ont pas encore permis d'accroissement des effectifs. À court terme, ces efforts sont d'ailleurs eux-mêmes susceptibles de peser sur l'emploi lorsqu'il s'agit d'améliorer la productivité des firmes. De 2008 à 2013, le recul de l'emploi a ainsi été plus important dans les branches exportatrices que dans les autres branches protégées de la concurrence internationale. Dans ces dernières, l'emploi a été relativement épargné, mis à part à Chypre et en Grèce, où des tendances baissières se sont fait jour à partir de 2010, les efforts de consolidation budgétaire affectant l'emploi public.

GRAPHIQUE 11 RÉALLOCATION DE L'EMPLOI DANS LES PAYS EN AJUSTEMENT DE LA ZONE EURO

(variation de l'emploi, exprimée en proportion de la population active ; points de pourcentage)



Source : CE.

(1) Agriculture, industrie, commerce et transport.

(2) Information et communication, services professionnels, administration publique, enseignement, santé et autres services non marchands.

Si des avancées significatives, à défaut d'être complètes, ont été réalisées dans la correction des déséquilibres extérieurs, les progrès en matière de réduction des dettes du secteur privé non financier ont été moindres. Dans un contexte de taux d'intérêt bas et de liquidités abondantes, celles-ci avaient rapidement gonflé durant la décennie antérieure à la crise, s'établissant dans certains pays à des niveaux excessifs et difficilement soutenables. Malgré des ajustements des bilans et une croissance du crédit très lente, voire négative dans bon nombre d'États membres, le niveau de l'encours des dettes est toujours élevé dans beaucoup de pays. Après avoir atteint un pic de 144 % du PIB dans la zone euro à la fin de 2010, le ratio de la dette du secteur privé non financier mesuré sur une base consolidée – c'est-à-dire en faisant abstraction des avoirs et engagements financiers réciproques au sein d'un même secteur – a légèrement reflué, pour revenir à 139 % du PIB à la mi-2013. Même s'il s'est accéléré depuis la fin de 2012, l'ajustement est donc resté limité.

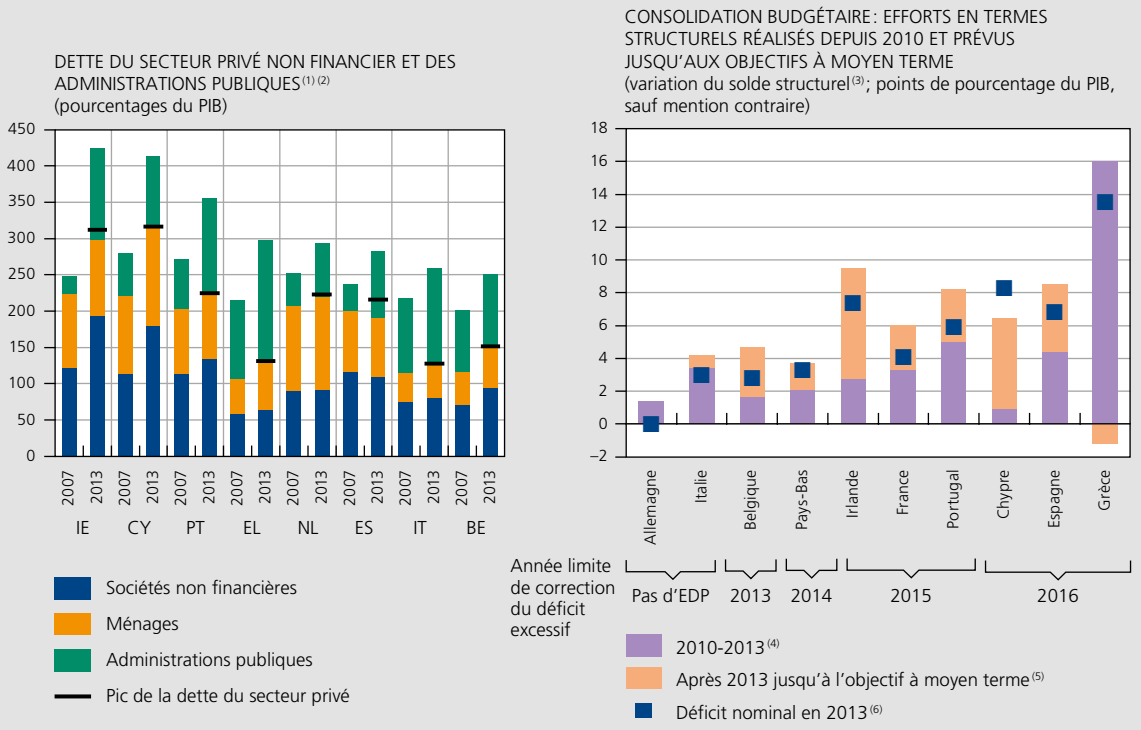
Au sein même de la zone euro, les niveaux des dettes privées varient fortement d'un pays et d'un secteur à l'autre. Au deuxième trimestre de 2013, des niveaux d'endettement privé de l'ordre de ou supérieurs à 200 % du PIB ont notamment été enregistrés à Chypre, en Irlande, au Portugal, aux Pays-Bas et en Espagne. Dans ces pays, ce sont généralement les dettes des sociétés non financières qui pèsent le plus lourd. Les Pays-Bas constituent une exception à cet égard puisque c'est l'endettement des ménages qui s'y est accru de manière excessive, dans un contexte de boom immobilier amorcé dans le courant des années 1990. Ce dernier a été soutenu par les spécificités du marché hypothécaire néerlandais, notamment par l'octroi de prêts dont le principal est remboursé intégralement à l'échéance et par une fiscalité qui était généreuse pour les emprunteurs. Dans ces États membres, les ajustements initiés ont été très inégaux. Les corrections les plus significatives depuis les pics d'endettement ont été enregistrées en Irlande et, surtout, en Espagne, à la fois parmi les ménages et au sein des entreprises. Aux Pays-Bas, c'est surtout la dette des sociétés non financières qui s'est repliée, même si la diminution de celle des ménages s'est amplifiée au premier semestre de 2013. Enfin, à Chypre et au Portugal, de très faibles allégements des dettes ont été constatés, uniquement du côté des particuliers.

En ce qui concerne les comptes des administrations publiques, les autorités ont poursuivi les efforts de consolidation engagés dès 2010. Le déficit dans la zone euro a ainsi continué de se résorber, revenant, selon les prévisions d'automne 2013 de la CE, de 3,7 % en 2012 à 3,1 % du PIB durant l'année sous revue, soit un niveau inférieur de moitié au record de 2009. En 2013, tous les pays de la zone ont affiché des soldes en déficit, à l'exception de l'Allemagne, dont les finances publiques étaient quasiment en équilibre. Parmi eux, seuls l'Estonie, le Luxembourg, la Finlande, l'Autriche et la Belgique sont parvenus à maintenir l'impasse sous la barre des 3 % du PIB. À l'opposé, les déficits les plus élevés ont encore été enregistrés dans les pays sous programme, à savoir en Grèce (13,5 % du PIB), à Chypre (8,3 % du PIB), en Irlande (7,4 % du PIB), en Espagne (6,8 % du PIB) et au Portugal (5,9 % du PIB). Ils se sont aggravés par rapport à l'année précédente en Grèce et à Chypre, des opérations exceptionnelles les ayant alourdis en 2013, à savoir les coûts considérables de la recapitalisation bancaire en Grèce et le versement d'une indemnité par les autorités chypriotes en vue de compenser les pertes importantes subies par les fonds de prévoyance et de retraite de la Cyprus Popular Bank. Abstraction faite des facteurs non récurrents, les déficits en Grèce et à Chypre se seraient élevés respectivement à environ 4 et 6,5 % du PIB.

Alors que le contexte conjoncturel a une fois de plus été défavorable dans la zone euro, la nouvelle correction du solde de financement des comptes publics en 2013 traduit l'incidence de mesures discrétionnaires. Ainsi, les soldes budgétaires structurels dans la zone euro – qui excluent les effets de la conjoncture et des mesures temporaires – ont poursuivi leur rétablissement, en particulier dans les pays où d'importants efforts de consolidation budgétaire avaient été déployés dès 2010, ce qui était notamment le cas en Grèce, mais aussi au Portugal, en Espagne et en Italie. L'intensité de l'ajustement semble toutefois s'être quelque peu relâchée en moyenne dans la zone euro, l'amélioration du solde structurel étant revenue de 1,5 point de pourcentage en 2012 à 0,7 point en 2013.

En 2013, seuls cinq États membres de la zone euro n'étaient pas engagés dans une procédure concernant les déficits excessifs (EDP), à savoir la Finlande, l'Estonie, le Luxembourg, l'Allemagne et l'Italie. S'agissant de ces deux derniers pays, les procédures ont été clôturées par le Conseil Ecofin respectivement en juin 2012 et en juin 2013. Confrontées à une situation macroéconomique difficile ces dernières années, les autorités européennes se sont penchées sur la question d'une meilleure adéquation du rythme de l'assainissement budgétaire, en vue de parvenir à un bon équilibre entre le risque qu'une consolidation trop brutale ne renforce exagérément les forces récessives à court terme, d'une part, et la nécessité d'assainir durablement les finances publiques, d'autre part. Tout en conservant le seuil nominal des 3 % du PIB pour déterminer l'existence d'un déficit excessif, elles mettent à présent davantage l'accent sur les efforts de consolidation structurels. Le

GRAPHIQUE 12 ENDETTEMENT ET SOLDES BUDGÉTAIRES DANS LA ZONE EURO



Sources : CE, BCE.
(1) Dette en concept consolidé, au quatrième trimestre de 2007 et au deuxième trimestre de 2013.
(2) Les pays sont classés en fonction du niveau de leur endettement total au deuxième trimestre de 2013.
(3) Le solde structurel correspond au solde de financement des administrations publiques ajusté pour neutraliser les effets de la conjoncture et des mesures temporaires.
(4) Calculé sur la base des prévisions d'automne 2013 de la CE.
(5) Selon les programmes de stabilité de 2013.
(6) Pourcentages du PIB.

volet correctif du pacte de stabilité et de croissance renforcé prévoit à ce titre un ajustement budgétaire, défini en termes structurels, qui tient compte des différences entre pays et permet aux stabilisateurs automatiques de jouer tout au long de la trajectoire d'ajustement. La reprise s'étant avérée plus tardive et la contraction du PIB en 2012 plus profonde qu'initialement prévu, le Conseil Ecofin a accordé en juin 2013 un délai supplémentaire pour la correction de leur déficit excessif à cinq pays de la zone euro – de deux années pour la France (2015), la Slovénie (2015) et l'Espagne (2016), et d'une année pour les Pays-Bas (2014) et le Portugal (2015) –, en fixant les nouvelles cibles de déficit correspondantes. En revanche, le Conseil a décidé de lancer une nouvelle procédure à l'encontre de Malte, tenue de corriger son déficit pour 2014. En outre, au titre du volet préventif du pacte, les États membres de la zone euro doivent poursuivre un objectif national à moyen terme qui correspond à une valeur cible de déficit structurel. Le but est d'assurer la pérennité des efforts d'assainissement budgétaire après que les déficits excessifs ont été corrigés et de garantir que la dette publique tende vers une position soutenable. Mis à part certains pays, comme l'Allemagne ou la Finlande, qui ont déjà atteint leur objectif à moyen terme, la plupart des États membres de la zone euro ne pourront pas relâcher leurs efforts dans le futur afin de rencontrer leurs objectifs nationaux.

En dépit de la réduction du déficit, le ratio d'endettement des administrations publiques de la zone euro a de nouveau progressé, mais moins rapidement qu'en 2012, s'établissant à 95,7 % du PIB à la fin de 2013. Cette hausse du ratio de la dette tient, à hauteur d'environ les deux tiers, à l'effet « boule de neige » – le niveau du solde primaire étant insuffisant pour compenser l'effet d'une croissance du PIB nominal inférieure au taux d'intérêt implicite de la dette publique – et, dans une moindre mesure, aux ajustements stocks-flux (c'est-à-dire la variation de la dette imputable à d'autres facteurs que le solde de financement). Ces ajustements reflètent notamment les

interventions publiques en faveur du secteur financier ou les aides accordées à certains pays dans le cadre des mécanismes de soutien européens. Le ratio d'endettement des administrations publiques au PIB a crû dans tous les pays, à l'exception de l'Allemagne et, selon les estimations de la Banque, de la Belgique, où la dette a légèrement diminué, et, à la fin de 2013, les niveaux de l'endettement public dépassaient très largement la barre des 100 % du PIB en Grèce, en Italie, au Portugal, en Irlande et à Chypre.

1.3 Politique monétaire de l'Eurosystème

Fragmentation financière au sein de la zone euro et rôle d'intermédiation de l'Eurosystème

Un environnement financier apaisé

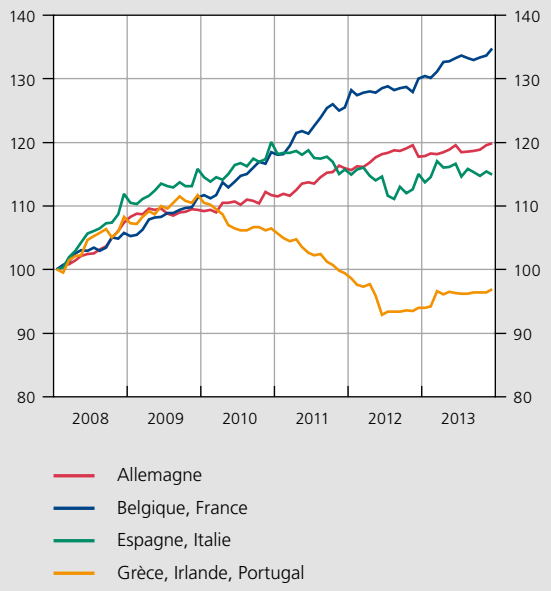
Les tensions financières observées dans plusieurs pays de la zone euro durant l'été de 2012 avaient provoqué un renforcement notable de la fragmentation des marchés financiers de la zone euro selon les frontières nationales, laquelle avait émergé au printemps de 2010 sur fond de crise de la dette souveraine. Elles avaient menacé d'entraîner un certain nombre d'États membres, de même que leur système financier, dans une spirale négative et de générer une situation d'instabilité systémique présentant des risques pour la stabilité des prix à moyen terme. Afin de préserver l'unicité de la politique monétaire et d'en garantir une transmission appropriée à l'économie réelle, le Conseil des gouverneurs de la BCE avait dès lors fait savoir, à l'issue de sa réunion du mois d'août 2012, qu'il était disposé à conduire des OMT sur le marché obligataire souverain secondaire.

Cette annonce avait, dans les derniers mois de 2012, écarté le risque d'une éventuelle sortie d'un État membre de la zone euro et donné lieu à un apaisement rapide et prononcé des tensions financières, en particulier sur les marchés de la dette publique des pays à l'origine des plus vives inquiétudes, telles l'Italie et l'Espagne. Dans la foulée d'un retour à des conditions financières plus favorables, le recours des banques aux liquidités de l'Eurosystème s'était en outre graduellement réduit à compter du mois de septembre.

Au cours des premiers mois de 2013, le relâchement sur les marchés financiers s'est mué en un regain d'optimisme. En dépit de faiblesses persistantes sur le plan

GRAPHIQUE 13 TOTAL DES DÉPÔTS[1] AUPRÈS DES SECTEURS BANCAIRES NATIONAUX

(indices janvier 2008 = 100)



Source : BCE.

(1) Ensemble des dépôts des agents non bancaires à l'exclusion des gouvernements centraux, somme de l'encours à la fin de 2007 et des flux mensuels cumulés ultérieurement.

macroéconomique et de l'apparition ponctuelle d'une certaine incertitude domestique dans quelques pays de la zone euro, l'orientation particulièrement accommodante des politiques monétaires des banques centrales des principales économies avancées, les progrès réalisés dans la construction d'une union bancaire européenne et la plus grande confiance des investisseurs ont très largement pesé sur les primes des actifs les plus risqués et quelque peu atténué la fragmentation financière. La dissipation des tensions sur les marchés et le mouvement de détente dans la crise de la dette souveraine se sont ensuite poursuivis durant l'ensemble de l'année sous revue, laissant le programme des OMT inactivé.

Dans ce contexte, l'accès des banques aux marchés de financement s'est continuellement amélioré, tant pour les financements de détail et interbancaires que pour ceux par émission de titres de créance et par titrisation, comme en témoignent les réponses apportées à la question ad hoc introduite dans l'enquête trimestrielle de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire (BLS). Plus spécifiquement, dans les pays qui se sont retrouvés au cœur de la crise de la dette publique, la base de dépôts, qui s'était nettement effilochée durant les périodes de turbulences financières, s'est renforcée.

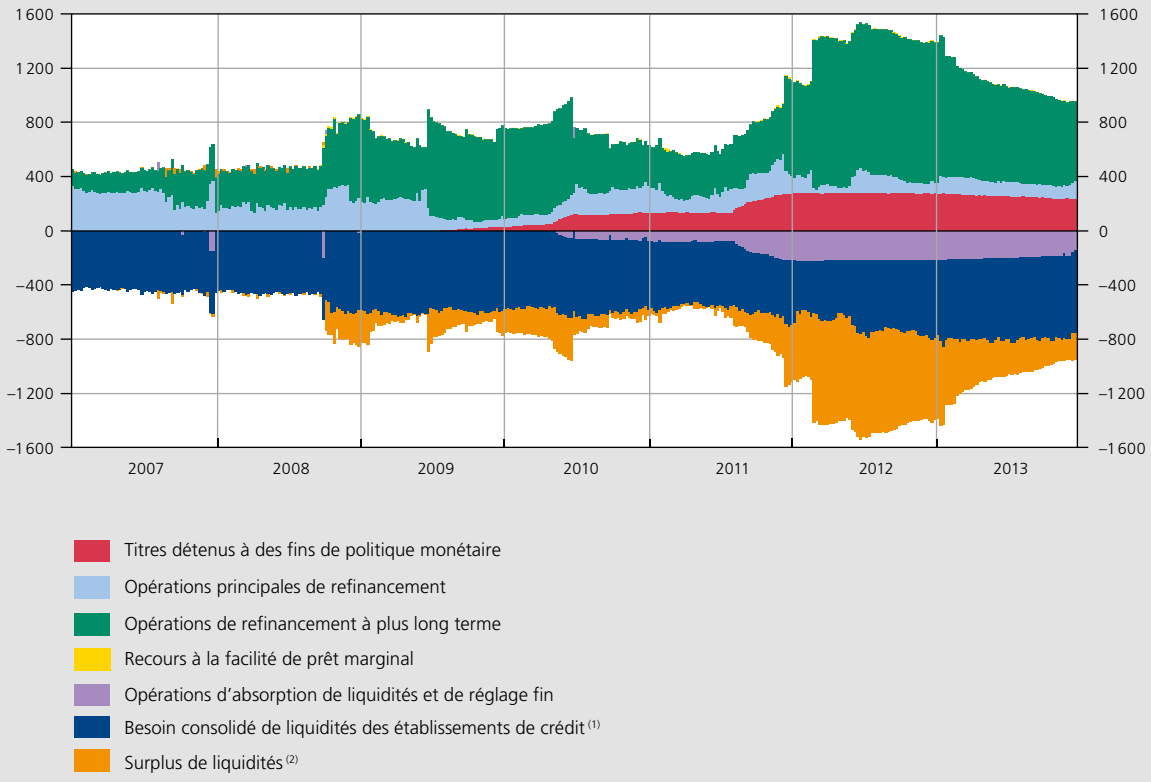
Un rôle d'intermédiation réduit pour l'Eurosystème

L'amélioration générale de l'accès au marché et des conditions de financement des banques s'est traduite par une réduction de la dépendance de ces dernières vis-à-vis de l'Eurosystème. En témoigne en particulier l'ampleur des remboursements anticipés des fonds qu'elles avaient levés lors des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans conduites respectivement les 21 décembre 2011 et 29 février 2012.

Ces opérations avaient été décidées en décembre 2011, afin de garantir aux banques un accès à des financements stables à plus long terme et d'éviter ainsi qu'elles ne resserrent brusquement leurs crédits à l'économie dans un environnement marqué par de vives tensions sur divers segments des marchés financiers de la zone euro. Les difficultés de financement auxquelles étaient confrontés de nombreux établissements à l'époque et le caractère attrayant des conditions proposées avaient donné lieu à l'allocation de respectivement quelque 489 et 530 milliards d'euros lors des première et deuxième opérations, pour une injection nette totale de liquidités d'environ 500 milliards d'euros, compte tenu de la diminution de l'apport de fonds dans le cadre des autres opérations. Étant donné la forte segmentation des marchés financiers selon les frontières nationales qui prévalait à ce moment-là, ce sont majoritairement les banques des pays les plus touchés par la crise de la dette publique, en proie à des difficultés de financement, qui avaient fait appel à l'Eurosystème pour se refinancer. À l'inverse, les banques des pays perçus comme plus solides, qui s'étaient désengagées du marché interbancaire et avaient bénéficié d'un afflux de liquidités, s'étaient tournées vers l'Eurosystème pour y placer leur excédent. L'Eurosystème avait ainsi été amené à jouer un rôle accru d'intermédiation entre les secteurs bancaires nationaux, avec pour corollaire un

GRAPHIQUE 14 LIQUIDITÉ DANS L'EUROSYTÈME

(encours, données hebdomadaires, milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) Besoin de liquidités provenant des « facteurs autonomes », comme la demande de billets, et des réserves obligatoires.

(2) Le surplus de liquidités équivaut à la différence entre l'encours des opérations qui mènent à une expansion de la liquidité – à savoir les opérations de refinancement, les achats de titres à des fins de politique monétaire et le recours à la facilité de prêt marginal – et la somme de l'encours des opérations d'absorption de liquidités et du besoin consolidé de liquidités du système bancaire. Il correspond à la somme des montants placés sur la facilité de dépôt et sur les comptes courants en sus des réserves obligatoires.

allongement sans précédent de son bilan. Cette évolution a quelque peu contrasté avec les développements survenus au début de la crise, à la fin de 2008 et en 2009, lorsque le rôle d'intermédiation de l'Eurosystème concernait plutôt des banques individuelles dans les différentes juridictions de la zone euro. Afin d'offrir aux banques un haut niveau de flexibilité et de faciliter la gestion de leurs passifs, les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans avaient été assorties d'une option de remboursement total ou partiel des montants alloués après une période d'environ un an.

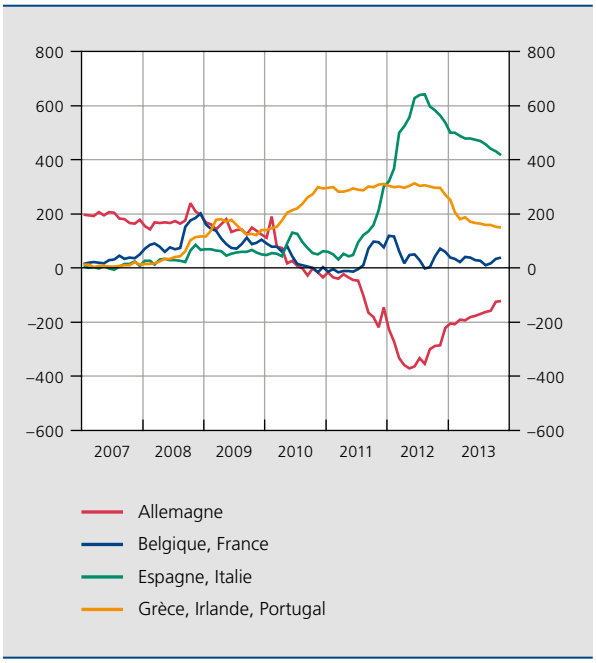
Comme il en avait été convenu initialement, les remboursements des liquidités octroyées à travers ces opérations ont été effectués sur une base hebdomadaire, à l'entière discrétion des banques. Le remboursement de la première opération a démarré le 30 janvier 2013, tandis que celui de la deuxième a débuté le 27 février. Les remboursements enregistrés sur l'ensemble de l'année sous revue se sont élevés à respectivement 259 et 187 milliards pour les première et deuxième opérations, ce qui correspond à près de 90 % du montant net des sommes initialement injectées dans le système bancaire. Les remboursements supérieurs au titre de la première opération sont pour l'essentiel le signe que les établissements sont désireux de conserver les liquidités assorties d'une durée résiduelle plus longue.

Des remboursements anticipés de montants excédant régulièrement les attentes ont renforcé le sentiment d'un relâchement des tensions pesant sur le secteur bancaire. Au-delà de l'amélioration générale des conditions de financement dans les différents États membres, certains éléments plus spécifiques semblent également avoir sous-tendu les décisions de remboursement des banques. Deux facteurs en particulier ressortent de l'enquête que la BCE a menée auprès d'un échantillon de banques. Le premier a trait à une tendance généralisée du secteur bancaire à s'orienter vers des sources de financement plus stables, tels les dépôts des particuliers. Le deuxième tient à l'ajustement des bilans des banques de la zone euro, souvent associé à une croissance plus modérée, voire à une réduction, de la taille de ceux-ci, qui a globalement comprimé les besoins de financement.

Parallèlement aux remboursements, la demande de liquidités qui s'est exprimée à travers les autres opérations de l'Eurosystème n'a que faiblement augmenté au cours de l'année écoulée, de sorte que les liquidités nettes totales fournies par le biais des opérations d'open market ont fondu de quelque 274 milliards d'euros, retombant à 740 milliards à la fin de décembre. Cette évolution résulte du comportement de demande des banques puisque, en vertu de la politique en vigueur de taux fixe avec allocation intégrale des soumissions, celles-ci peuvent obtenir autant de liquidités qu'elles le désirent lors des différentes opérations de fourniture de liquidités de l'Eurosystème, pour autant qu'elles disposent des garanties nécessaires. Le besoin consolidé de liquidités du système bancaire dans son ensemble a pour sa part augmenté, sous le coup d'une hausse des facteurs autonomes de ponction de liquidités (tels les billets de banque en circulation), tandis que les réserves obligatoires se sont inscrites en léger recul, ce repli résultant de manière mécanique de la baisse des dépôts à court terme auprès des banques, lesquels sont à la base de leur calcul. Dans ce contexte, le surplus de liquidités, qui correspond aux sommes octroyées par l'Eurosystème en sus du besoin consolidé de liquidités du système bancaire, est retombé à quelque 275 milliards d'euros à la fin de 2013, contre plus de 600 milliards à la fin de 2012. Le système bancaire de la zone euro fonctionnant en vase clos, ces liquidités excédentaires sont naturellement placées par les banques en excédent auprès de l'Eurosystème, soit sur la facilité de dépôt, soit sur leur compte courant en sus des réserves obligatoires. Les deux modalités offrent en effet des conditions identiques depuis la décision du Conseil des gouverneurs de juillet 2012 d'abaisser à 0 % le taux de la facilité de dépôt.

GRAPHIQUE 15 EMPRUNTS NETS[1] DES SECTEURS BANCAIRES AUPRÈS DES BANQUES CENTRALES NATIONALES

(encours, données mensuelles, milliards d'euros)



Sources : BCN.

(1) Différence entre le montant des prêts des BCN aux secteurs bancaires résidents et celui des dépôts des secteurs bancaires résidents auprès des BCN.

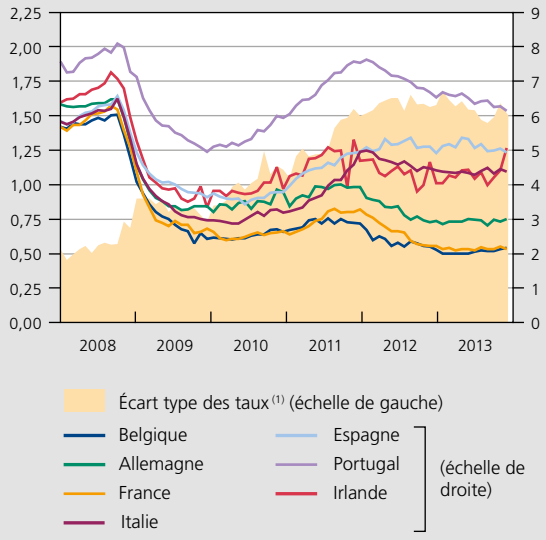
Une fragmentation financière persistante

La réduction du surplus de liquidités a naturellement atténué le rôle d'intermédiation de l'Eurosystème au sein du système bancaire de la zone euro, de même qu'il a comprimé sensiblement la taille de son bilan. Sur fond de fragmentation financière persistante, l'Eurosystème est néanmoins demeuré une source non négligeable de refinancement dans les pays en proie à des difficultés. Reflétant des divergences dans l'accès et dans les conditions de financement des banques, les termes des prêts bancaires proposés aux ménages et aux sociétés non financières sont en outre restés fort disparates. Qu'il s'agisse des taux d'intérêt ou de la croissance des prêts, les écarts entre les pays se sont maintenus à des niveaux élevés, témoignant aussi de divergences notables en termes d'environnement macroéconomique et de besoin de désendettement des secteurs financier et non financier. Parmi les facteurs spécifiques ayant influencé les taux bancaires, on peut citer en particulier l'importance des prêts douteux ainsi que la position en capital des différents secteurs bancaires.

Afin de préserver l'accès de l'ensemble des banques de la zone euro à la liquidité et de soutenir ainsi l'octroi de crédits, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 2 mai 2013, de continuer de conduire les opérations de refinancement de l'Eurosystème sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, et ce aussi longtemps que nécessaire, et au moins jusqu'au 8 juillet 2014. Il a convenu que le taux directeur central s'appliquerait aux opérations principales de refinancement ainsi qu'à celles dont la durée coïncide avec une période de constitution des réserves – soit environ un mois – et que les taux des opérations de refinancement à plus long terme seraient égaux à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de l'opération concernée. Lors de sa réunion du 7 novembre 2013, le Conseil des gouverneurs a fait savoir que cette procédure serait prorogée aussi longtemps que nécessaire, et à tout le moins jusqu'au 7 juillet 2015. Cette nouvelle prolongation offre aux établissements de crédit la garantie d'accéder aux liquidités de l'Eurosystème au-delà de l'échéance des opérations à plus long terme d'une durée de trois ans, au premier trimestre de 2015.

GRAPHIQUE 16 TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS DES NOUVEAUX PRÊTS BANCAIRES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(données mensuelles, maturité originelle inférieure à un an, jusqu'à un million d'euros)



Source : BCE.

(1) Écart type des taux pour les douze États membres de la zone euro au 1er janvier 2002, à l'exception du Luxembourg.

Orientation de la politique monétaire

Les analyses économique et monétaire confirment l'atonie de l'activité économique dans la zone euro

En dépit de l'embellie dont a bénéficié la sphère financière, les premiers mois de l'année sous revue ont encore été marqués par une grande faiblesse de l'activité économique. Alors qu'elles avaient déjà été révisées à la baisse en septembre et en décembre 2012, les projections de croissance pour la zone euro ont à nouveau été dégradées au mois de mars 2013 et, dans le contexte d'un ajustement des bilans des secteurs financier et non financier, il était attendu que l'atonie de l'activité économique se prolonge sur l'ensemble de l'année. À partir du mois de mai, la morosité du climat des affaires a commencé à se dissiper et des signes de stabilisation de l'activité, fût-ce à un niveau toujours faible, ont peu à peu émergé. La croissance positive du PIB en volume observée au deuxième trimestre a mis un terme à six trimestres consécutifs de contraction, tandis que la quasi-stabilisation enregistrée au troisième trimestre a confirmé le scénario envisagé d'une reprise modérée et hésitante. Nonobstant l'apparition de signes encourageants, les perspectives sont néanmoins demeurées soumises à des risques à la baisse, dans un environnement macroéconomique global contrasté et continuellement empreint d'incertitude.

Comme prévu, le taux d'inflation mesuré par l'IPCH a continué à s'inscrire dans la tendance baissière amorcée

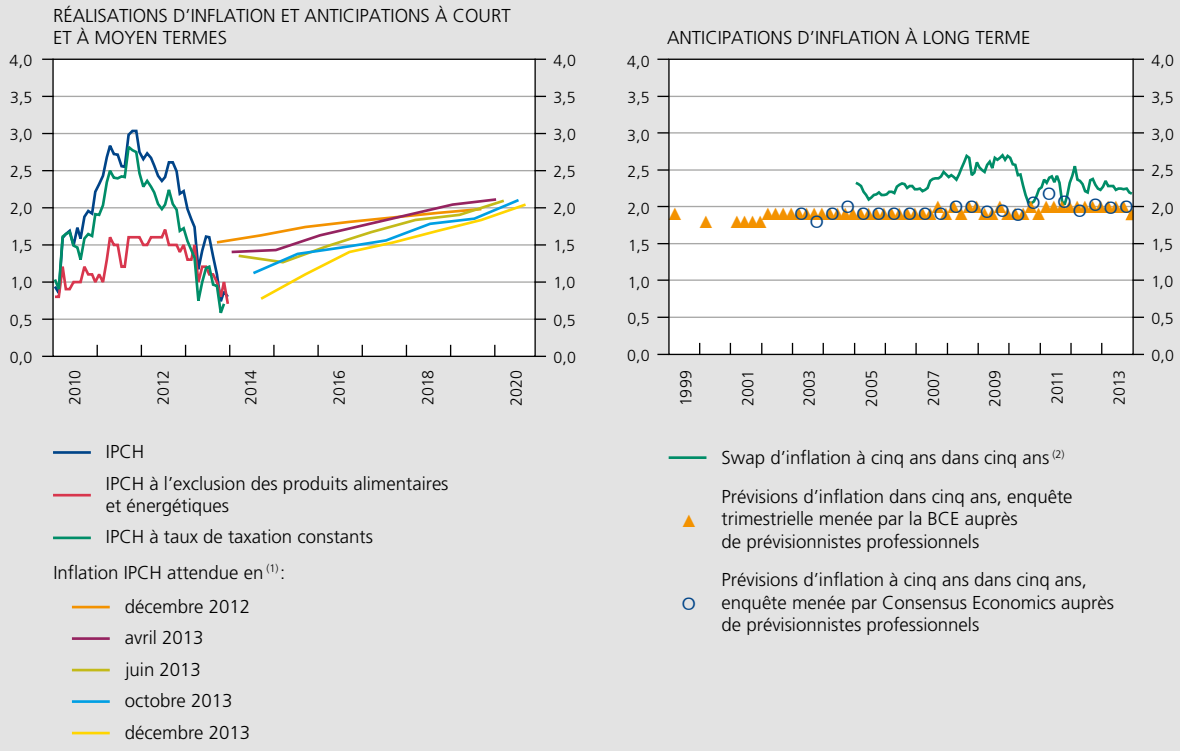
à la fin de 2011, revenant en deçà de 2 % dès le mois de février, essentiellement sous le coup d'une diminution des prix de l'énergie et des autres matières premières. À l'automne toutefois, le repli de l'inflation a été plus marqué qu'escompté, reflétant, en particulier, un moindre renchérissement des produits alimentaires, une chute plus vive des prix de l'énergie et une certaine modération de l'accélération des prix des services. Au total, l'inflation a diminué de 1,4 point de pourcentage sur l'année écoulée, retombant de 2,2 à 0,8 % entre décembre 2012 et décembre 2013. Bien que légèrement moins prononcée, l'inflation sous-jacente – à savoir l'évolution des prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires – a également suivi une tendance nettement descendante, reculant de 1,5 à 0,7 % sur la même période. Il convient par ailleurs de noter que ces mesures de l'inflation tendent à surestimer quelque peu les pressions inflationnistes domestiques sous-jacentes, étant donné que le relèvement des taxes indirectes au cours de l'année écoulée a exercé un effet haussier sur l'inflation totale de l'ordre de 0,3 %.

Compte tenu de la langueur généralisée de l'économie, le scénario de base a continuellement tablé sur une évolution des prix contenue et, à l'automne, il était attendu que l'inflation se maintienne à de bas niveaux pendant un laps de temps étendu. À moyen terme, et compte tenu des décisions prises par le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix ont systématiquement été jugés comme étant globalement équilibrés, des risques à la baisse découlant de la faiblesse de l'activité et des risques à la hausse étant liés à l'augmentation des prix réglementés et de la fiscalité indirecte, ainsi qu'au renchérissement du pétrole et des autres matières premières.

Les anticipations à court et à moyen termes du secteur privé ont confirmé l'évaluation du Conseil des gouverneurs selon laquelle l'inflation resterait particulièrement basse pendant une période prolongée. Sur la base des contrats de swap d'inflation, il apparaissait qu'on n'attendait un retour que très graduel de l'inflation à un

GRAPHIQUE 17 INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle)

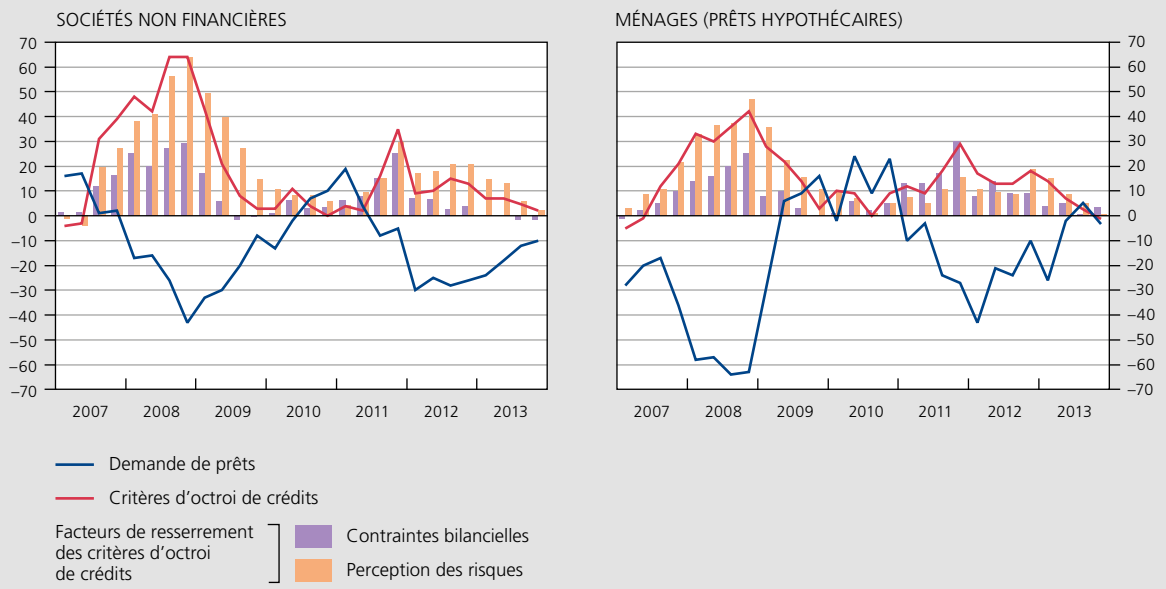


Sources : CE, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Mesurée sur la base de la cotation à terme implicite d'un swap d'inflation. Les indices des prix à la consommation étant publiés avec un certain retard, les contrats de swap d'inflation reflètent l'inflation attendue le mois précédant de trois mois leur date d'échéance. Ainsi, les contrats à un an de décembre 2012 reflètent les taux d'inflation attendus en septembre 2013.

(2) Taux d'inflation implicite dérivé de contrats de swap couvrant le risque d'inflation dans la zone euro, pour une période de cinq ans débutant cinq ans après la conclusion du contrat.

GRAPHIQUE 18 ENQUÊTE TRIMESTRIELLE DE L'EUROSYSTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE DANS LA ZONE EURO[1]



Source : BCE.

(1) Pourcentages nets des réponses des banques à l'enquête trimestrielle de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, indiquant le degré de durcissement (+) ou d'assouplissement (–) des critères d'octroi de crédits ainsi que l'évolution de la demande de prêts.

niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. La lenteur attendue de la remontée de l'inflation est en réalité d'autant plus marquée que ces instruments financiers incorporent des primes de risque. Pour leur part, les anticipations à long terme tirées des données d'enquêtes et de données financières sont toutefois demeurées solidement ancrées à un niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix de la BCE.

Confirmant le scénario tablant sur de faibles tensions inflationnistes à moyen terme, les évolutions monétaires, et en particulier celles du crédit, sont demeurées atones. Le caractère restrictif des critères d'octroi de crédits s'est maintenu, tout en perdant de son acuité au fil du temps, et ce tant pour les prêts consentis aux entreprises que pour les prêts hypothécaires. Vu le contexte macroéconomique incertain, la perception du risque est restée la préoccupation majeure des banques de la zone euro dans leurs octrois de crédits aux entreprises, tandis que, dans un environnement financier apaisé, les contraintes bilancielles n'ont plus joué qu'un rôle très mineur, voire ont légèrement contribué à un desserrement des critères en fin d'année. S'agissant de la demande de prêts, la perception d'une contraction s'est globalement poursuivie, en ralentissant toutefois sensiblement au fil des trimestres.

Dès lors, et en dépit d'une amélioration des conditions de financement des banques, la dynamique des prêts bancaires au secteur privé non financier est demeurée globalement déprimée, contrainte, notamment, par l'apathie de l'activité économique et par le processus en cours d'ajustement des bilans. Le taux de croissance annuelle des prêts aux entreprises s'est nettement replié, retombant de –1,3 à –2,9 % entre décembre 2012 et décembre 2013, tandis que celui des prêts aux ménages est revenu de 0,7 à 0,3 % entre décembre 2012 et mai 2013, avant de se stabiliser. Bien que la tendance ait été largement généralisée, ces développements au niveau de la zone euro ont continué de masquer des divergences notables entre les pays. Si, dans de nombreuses juridictions, les grandes entreprises ont pu se tourner vers des sources de financement alternatives, telles que l'autofinancement et l'accès direct au marché des capitaux par l'émission de titres de créance, l'incidence de ces comportements sur la demande globale de prêts dans la zone euro dans son ensemble est restée faible.

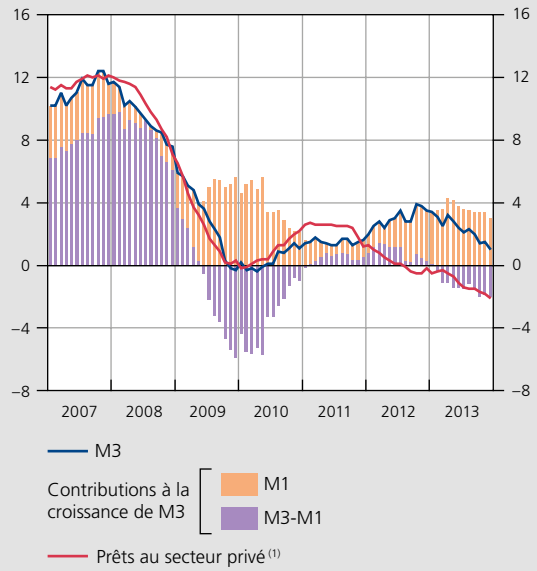
Le crédit bancaire étant à la base de l'expansion monétaire – selon l'adage « Les prêts font les dépôts » (« Loans make deposits ») –, la dynamique atone des prêts au secteur privé a contribué au tassement de la progression de l'agrégat monétaire M3 au cours de l'année sous revue, le taux de croissance annuelle de celui-ci revenant de 3,5 %

en décembre 2012 à 1 % en décembre 2013. Ce fléchissement traduit également les choix de portefeuille des investisseurs qui, dans le contexte d'une diminution de l'aversion pour le risque et de taux d'intérêt à des niveaux planchers, se sont mis en quête de rendements plus élevés en s'orientant vers des actifs n'étant pas repris dans M3. En témoignent les flux positifs enregistrés à la faveur des fonds d'investissement à l'exclusion des fonds du marché monétaire au cours de l'année écoulée.

En dépit d'une baisse de la progression de M3, le net découplage entre l'évolution de la masse monétaire et celle des prêts au secteur privé qui s'était développé tout au long de l'année 2012 s'est largement maintenu. Ce découplage reflète le rôle joué par un certain nombre de facteurs ayant soutenu M3. Parmi ces derniers figurent en particulier les entrées nettes de capitaux sur fond de remontée de la confiance dans la zone euro et les flux négatifs au titre des engagements financiers à plus long terme des banques. Les créances des banques sur les administrations publiques ont également continué d'avoir un impact positif sur la croissance monétaire, même si leur incidence s'est inscrite en recul. Tous ces facteurs, probablement temporaires mais qui semblaient persister, ont été tels que l'agrégat large M3 surestime vraisemblablement la dynamique monétaire sous-jacente, pertinente pour l'évolution des risques pour la stabilité des prix.

GRAPHIQUE 19 M3 ET PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO

(taux de croissance annuelle, sauf mention contraire ; données corrigées des variations saisonnières)



Source : BCE.

(1) Soit les ménages, les sociétés non financières, les compagnies d'assurances, les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle et les autres intermédiaires financiers non monétaires. Données corrigées des effets de la titrisation.

Au niveau des composantes de M3, l'évolution de ce dernier s'est principalement expliquée par une progression soutenue de l'agrégat monétaire étroit M1, qui a découlé d'une préférence persistante des ménages et des entreprises pour les dépôts liquides dans un environnement marqué par de faibles niveaux de rémunération des autres actifs monétaires. Plus spécifiquement, les mouvements de M1 ont résulté d'entrées importantes au titre des dépôts à vue, qui ont contrebalancé les sorties relatives aux instruments négociables ainsi que le ralentissement de la croissance des autres dépôts à court terme. Les raisons qui ont motivé les arbitrages en faveur de M1 ont ainsi été différentes de celles qui prévalaient à la fin de 2011 et au début de 2012, lorsque les flux dirigés vers M1 visaient essentiellement à constituer d'importants avoirs de précaution en réaction aux incertitudes sur les marchés financiers. Globalement, la baisse ininterrompue des composantes les moins liquides de M3 au cours de l'année sous revue a quant à elle traduit les arbitrages des investisseurs en termes de rendement et de liquidité. En ce qui concerne les émissions de titres de créance à court terme par les banques, la faiblesse de celles-ci a toutefois également reflété les dispositions réglementaires encourageant le financement des banques par les dépôts plutôt que par le marché.

Assouplissement de l'orientation de la politique monétaire et préservation de son caractère accommodant

Les développements au titre des analyses économique et monétaire, les deux piliers sur lesquels repose la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, ont continuellement appelé à mener une politique monétaire accommodante au cours de l'année sous revue. Certains facteurs perturbants ont en outre conduit le Conseil des gouverneurs à prendre des mesures spécifiques afin de garantir le caractère accommodant de sa politique monétaire.

Dans une situation de liquidités excédentaires, ce qui s'est très fréquemment avéré être le cas depuis l'introduction, le 15 octobre 2008, de la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions, le taux au jour le jour du marché monétaire Eonia se maintient habituellement à un niveau plancher au sein du corridor des taux directeurs, proche du taux de la facilité de dépôt. Des variations dans le surplus de liquidités peuvent toutefois influencer le taux au jour le jour, et donc l'orientation de la politique monétaire. En effet, si la relation entre le taux Eonia et le niveau du surplus de liquidités n'est pas

mécanique ni stable, il semble qu'en deçà d'un certain seuil, une réduction de ce surplus puisse générer une remontée du taux Eonia vers le taux directeur central. Des changements dans les attentes relatives au niveau futur du surplus de liquidités peuvent ainsi donner lieu à des variations dans les anticipations du taux au jour le jour à venir.

En début d'année, le volume plus élevé que prévu des premiers remboursements au titre des opérations de fourniture de liquidités à trois ans avait été interprété par les marchés comme le signe d'un calendrier de remboursement plus rapide qu'anticipé et s'était traduit par une hausse des taux à court terme attendus sur le marché monétaire. Ces événements avaient fait craindre au Conseil des gouverneurs que l'orientation de sa politique monétaire ne soit mise à mal par les fluctuations sur le marché monétaire et l'avaient incité à réaffirmer sa détermination à préserver le caractère accommodant de sa politique. L'amélioration de la confiance sur les marchés et des conditions de financement des banques ne s'était en effet pas accompagnée d'une évolution aussi favorable en termes de perspectives macroéconomiques.

Face à la langueur persistante de l'activité économique, au repli rapide de l'inflation et à la faiblesse des tensions inflationnistes sous-jacentes à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a choisi, lors de sa réunion du 2 mai 2013, d'assouplir encore l'orientation de sa politique monétaire, en réduisant le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 25 points de base, à 0,5 %, et le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, à 1 %. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, qui avait été ramené à 0 % en juillet 2012, n'a quant à lui pas été modifié.

Dans la mesure où le niveau du taux Eonia est contraint à la baisse par celui de la facilité de dépôt, le maintien de ce dernier à un niveau inchangé n'a pas donné lieu à une diminution du taux au jour le jour, comme c'était le cas lors des réductions de taux antérieures. La décision d'abaisser les autres taux directeurs a toutefois allégé les coûts de refinancement des banques auprès de l'Eurosystème et établi un nouveau plafond pour le taux Eonia, borné a priori par le taux directeur central dans un régime de taux fixe avec allocation intégrale des soumissions.

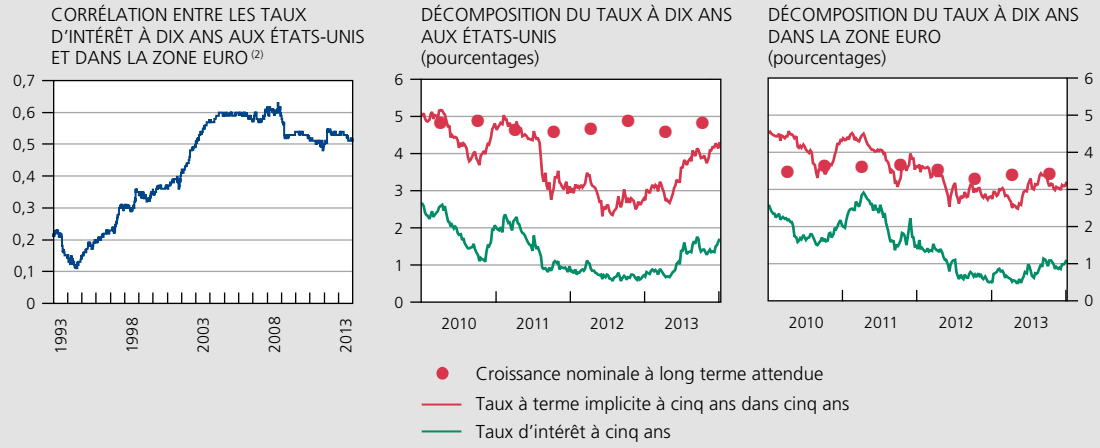
Bien que l'Eurosystème ait techniquement été en mesure de le faire, le Conseil des gouverneurs a choisi de ne pas faire passer le taux de la facilité de dépôt en terrain négatif, considérant que les bénéfices potentiels d'une telle mesure ne compenseraient pas, pour l'heure, l'incertitude quant à ses effets. Il n'a toutefois pas exclu de procéder à une réduction à l'avenir, et l'annonce de la diminution des taux s'est ainsi accompagnée d'un recul sensible des anticipations relatives au taux Eonia. Le rétrécissement du corridor des taux directeurs a quant à lui comprimé la volatilité potentielle de l'Eonia. La décision d'abaisser les taux directeurs et celle, susmentionnée, de prolonger la procédure d'allocation à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, sont ainsi complémentaires. En garantissant l'accès à la liquidité sur un horizon étendu, cette dernière décision contribue en effet, a priori, également à prévenir une trop grande volatilité à la hausse des taux du marché monétaire.

Dans le courant du mois de mai, parallèlement aux attentes relatives à l'évolution future de l'excès de liquidités, un second facteur est venu perturber l'orientation accommodante de la politique monétaire de l'Eurosystème, en générant une pression haussière sur les taux du marché monétaire. Il s'agit des communications des dirigeants de la Réserve fédérale à propos de l'avenir de la politique monétaire outre-Atlantique, dont les effets de débordement sur la zone euro sont commentés dans l'encadré 2 ci-dessous.

Encadré 2 – La politique monétaire américaine et les conditions monétaires dans la zone euro

En prenant la décision, le 2 mai 2013, d'abaisser son taux directeur, le Conseil des gouverneurs est, dans un premier temps, parvenu à assouplir les conditions monétaires dans la zone euro. Ce relâchement s'est toutefois avéré de courte durée. Dès le début de mai, la Réserve fédérale a en effet laissé entendre à plusieurs reprises que, au vu de l'amélioration des perspectives économiques, elle envisageait, à brève échéance, de réduire le rythme de ses achats de titres publics américains à plus long terme et de titres adossés à des créances hypothécaires (mortgage-backed securities – MBS). Cela a donné lieu, durant les semaines qui ont suivi, non seulement à une hausse sensible du taux d'intérêt sans risque à long terme aux États-Unis, mais également à une augmentation des

ÉVOLUTION DU TAUX D'INTÉRÊT À DIX ANS AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO[1]



Sources : Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) Les taux d'intérêt respectifs pour la zone euro correspondent à une moyenne des taux d'intérêt sur les titres de la dette publique de cinq États membres de la zone euro bénéficiant d'une notation AAA, à savoir l'Allemagne, l'Autriche, la Finlande, la France et les Pays-Bas. La France ayant perdu sa notation AAA le 12 juillet 2013, son taux d'intérêt n'a plus été pris en compte à partir de cette date.

(2) La corrélation variable dans le temps entre les variations journalières du taux d'intérêt à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro s'obtient sur la base d'un échantillon mobile sur trois ans.

taux à plus long terme de par le monde. En conséquence, les conditions monétaires se sont également resserrées dans la zone euro. En effet, c'est surtout par son incidence sur les taux d'intérêt à moyen et à long termes que la politique monétaire influence l'activité économique et, in fine, la stabilité des prix. Les taux d'intérêt à plus long terme déterminent les coûts des emprunts qui s'appliquent au financement d'une grande partie des dépenses, en particulier la consommation de biens durables et les investissements.

À la suite de l'accélération de l'intégration économique et financière à l'échelle internationale, les évolutions financières dans les différents pays ont affiché une convergence nettement plus prononcée ces dernières décennies[1]. Ce constat vaut également pour les États-Unis et la zone euro. Les taux d'intérêt à long terme de ces deux économies ont montré une corrélation croissante, même si elle a été un peu moins marquée à partir de 2009. Cette plus grande corrélation est d'abord le résultat d'une convergence plus vive aujourd'hui des cycles économiques de la zone euro et des États-Unis, sous l'effet de l'intensification du commerce international. Les anticipations quant aux taux d'intérêt à court terme futurs, taux qui sont entièrement déterminés par les banques centrales, présentent dès lors des évolutions plus similaires dans les deux économies. Les taux d'intérêt à long terme étant essentiellement déterminés par les anticipations quant aux taux à court terme futurs ainsi que par une prime de terme, ils font eux aussi apparaître une correspondance accrue entre les deux économies. De plus, par le renforcement de l'arbitrage transfrontalier, l'intégration financière plus poussée a, elle aussi, augmenté la corrélation des taux d'intérêt à long terme entre les pays, surtout avant la crise. Cet effet découle principalement d'une évolution plus uniforme de la prime de terme, c'est-à-dire de la composante des taux à long terme qui traduit la rémunération exigée par les investisseurs pour le risque de variation des cours des actifs à plus long terme.

Pour mieux comprendre les évolutions observées durant l'année sous revue, le taux à dix ans peut être ventilé en deux composantes : une de long terme – le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans – et une de court terme

(1) Cf., par exemple, Bordo M. et T. Helbling (2011), « International Business Cycle Synchronization in Historical Perspective », *The Manchester School*, 79, 208-238.

– le taux à cinq ans[1]. Les évolutions enregistrées dans la composante de long terme s'expliquent principalement par les prévisions de croissance nominale à cet horizon et par une prime de terme. On peut en effet supposer que la politique monétaire est neutre à cet horizon lointain et que, dès lors, le taux nominal anticipé pour cette période est proche de l'attente de croissance nominale. Puisque ces prévisions sont demeurées quasiment inchangées ces dernières années, l'écart entre le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans et l'attente de croissance nominale pour cette même période montre que les mouvements récents de ce taux ont principalement été induits par ceux de la prime de terme. Les achats d'actifs à plus long terme de la Réserve fédérale, c'est-à-dire sa politique dite d'assouplissement quantitatif (« quantitative easing »), ont, ces dernières années, largement contribué, par une baisse de la prime de terme, à une diminution des taux à long terme, non seulement aux États-Unis mais aussi à l'échelle mondiale par la voie de l'arbitrage international. En mai 2013, l'annonce faite par la Réserve fédérale qu'elle pourrait réduire prochainement ses achats d'actifs à plus long terme a dès lors déclenché un net relèvement de la prime de terme aux États-Unis. Malgré une hausse plus modérée de la composante de long terme dans la zone euro, tout semble indiquer que la prime de terme dans la zone euro s'est également accrue à compter de mai 2013, alors qu'elle s'était affichée en net repli les années précédentes.

La communication de la Réserve fédérale sur ses futurs achats d'actifs et l'amélioration des perspectives économiques ont également induit, sur les marchés financiers, la perception que, malgré ses orientations prospectives (« forward guidance ») inchangées, la Réserve fédérale pourrait mettre fin plus rapidement que prévu à sa politique de faibles taux d'intérêt. Il s'en est suivi un sensible rebond des anticipations relatives aux taux à court terme futurs, ce qui a entraîné une hausse considérable de la composante de court terme du taux américain à dix ans, à savoir le taux à cinq ans. Au cours de cette même période, le taux à cinq ans a, dans un premier temps, également grimpé dans la zone euro. En dépit de l'absence d'embellie significative des perspectives économiques pour la zone euro en mai, et nonobstant la décision du Conseil des gouverneurs d'assouplir l'orientation de la politique monétaire au début de mai, les marchés financiers internationaux étaient apparemment convaincus que l'amélioration des perspectives économiques américaines aurait également un effet positif sur l'économie de la zone euro et qu'elle se traduirait ainsi par une hausse des taux dans cette dernière.

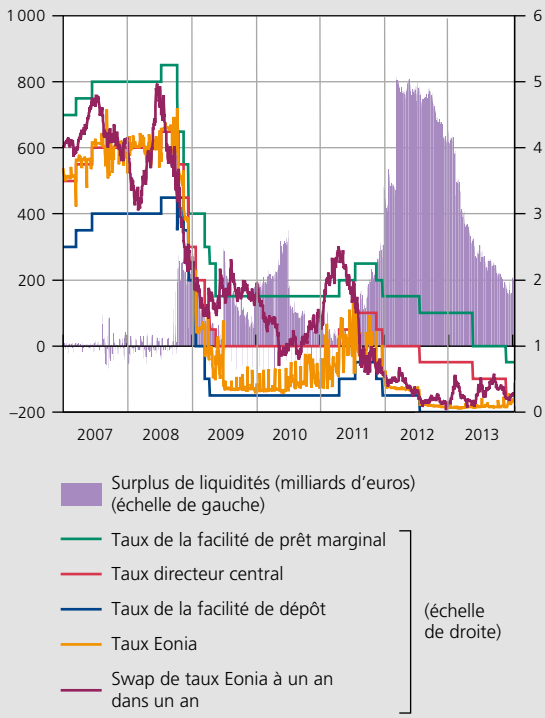
Le Conseil des gouverneurs a toutefois estimé en juillet que les perspectives de stabilité des prix dans la zone euro ne justifiaient pas un durcissement des conditions monétaires. C'est la raison pour laquelle il a décidé de donner des orientations prospectives sur les futurs taux directeurs. De cette manière, l'augmentation des taux au cours de l'été est restée plus contenue dans la zone euro qu'aux États-Unis. En septembre 2013, la Réserve fédérale a décidé d'attendre provisoirement des signes plus évidents de reprise économique avant d'ajuster le rythme de ses achats d'actifs, entraînant une légère rechute des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et dans la zone euro. En décembre toutefois elle a annoncé qu'elle réduirait le rythme de ses achats d'actifs à compter de janvier 2014. En novembre, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pour sa part décidé de réduire son principal taux directeur de 25 points de base, contribuant ainsi, avec les orientations prospectives, à maintenir sous contrôle les taux à plus long terme dans la zone euro. Par ces mesures, l'Eurosystème a donc visé à pallier les possibles effets indésirables d'un resserrement attendu de la politique monétaire américaine sur les conditions monétaires dans la zone euro.

(1) Cf. Boeckx J., N. Cordemans et M. Dossche (2013), « Causes et implications de la faiblesse des taux d'intérêt sans risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 67-94.

Si les taux à terme du marché monétaire avaient été quelque peu volatils durant les premiers mois de l'année, une tendance à la hausse s'était esquissée au printemps et, au début de l'été, le durcissement des conditions sur le marché monétaire avait de facto partiellement annulé les effets de l'assouplissement de la politique monétaire décidé au mois de mai. En outre, les anticipations concernant l'orientation de la politique monétaire semblaient être devenues excessivement vulnérables à des chocs étrangers aux conditions macroéconomiques de la zone euro.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a considéré, au cours de sa réunion de juillet, qu'il s'imposait de donner des indications quant à la trajectoire future de ses taux

GRAPHIQUE 20 TAUX DIRECTEURS, TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE ET SURPLUS DE LIQUIDITÉS DANS LA ZONE EURO



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

d'intérêt directeurs et de suivre ainsi une politique d'orientations prospectives. Il a dès lors annoncé qu'il prévoyait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leur niveau du moment ou à des niveaux inférieurs durant une période prolongée. Cette anticipation, qui a par la suite été réaffirmée lors de chaque réunion du Conseil des gouverneurs, reposait sur le maintien, à moyen terme, de perspectives d'une inflation globalement modérée, compte tenu de la faiblesse de l'activité économique et de l'atonie des évolutions monétaires.

Une communication plus précise quant à l'orientation future de la politique monétaire de l'Eurosystème a ainsi été jugée utile pour préserver la timide reprise de l'activité économique et le développement favorable des conditions de financement sur les marchés financiers de la zone euro. En rassurant sur le maintien d'une politique monétaire accommodante sur un horizon étendu et sur sa détermination à réagir aux fluctuations des perspectives macroéconomiques, le Conseil des gouverneurs entendait promouvoir une plus grande stabilité des conditions du marché monétaire, garantir un meilleur ancrage des anticipations de marché et, partant, contrôler plus étroitement l'orientation de sa politique monétaire.

Trois éléments sont pertinents pour caractériser les orientations prospectives adoptées à compter de juillet : d'abord, elles ont été annoncées avant que les taux directeurs n'aient été amenés à leur plancher absolu. Dans la mesure où l'évolution des perspectives de stabilité des prix l'exige, il est ainsi prévu que les taux puissent être abaissés davantage. Ensuite, ces indications sont cohérentes avec la décision du Conseil des gouverneurs d'étendre la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions. Une telle procédure peut en effet s'appliquer quel que soit le niveau des taux directeurs. Enfin, et surtout, les orientations prospectives sont entièrement compatibles avec le mandat et la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème. En particulier, les mouvements des taux directeurs resteront conditionnés par les perspectives en matière de stabilité des prix à moyen terme.

Il n'est pas aisé d'évaluer dans quelle mesure les indications sur l'orientation future de la politique monétaire ont été effectives. Si les attentes relatives aux futurs taux du marché monétaire se sont inscrites en recul après l'annonce du Conseil des gouverneurs du 4 juillet, elles sont partiellement remontées par la suite. Un certain nombre de signes donnent toutefois à penser qu'en l'absence des orientations prospectives, les taux auraient subi une plus grande volatilité à la hausse. Il est en effet apparu que l'incertitude entachant la politique monétaire future a décliné, tout comme la sensibilité des taux attendus du marché monétaire aux surprises en termes de données macroéconomiques et de nouvelles informations détachées des fondamentaux macroéconomiques de la zone euro. Parmi celles-ci, citons, plus particulièrement, les communications des autres banques centrales à propos de leur propre politique monétaire. Les effets des orientations prospectives ne doivent toutefois pas se résumer aux développements survenus depuis leur annonce mais seront évalués à l'aune des évolutions sur l'horizon qui les concerne, à savoir une période prolongée.

À l'automne, face à l'atténuation persistante et supérieure aux attentes des tensions sous-jacentes sur les prix, de même qu'au caractère atone des développements monétaires et, notamment, de ceux du crédit, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'il y avait lieu d'assouplir encore sa politique monétaire. Lors de sa réunion du 7 novembre 2013, il a ainsi ramené le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 0,50 à 0,25 % et réduit le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 25 points de base, à 0,75 %. Tout comme en mai, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt a été maintenu à 0 %.

Cette décision a une nouvelle fois allégé le coût du refinancement auprès de l'Eurosystème et, combinée

GRAPHIQUE 21 ANTICIPATIONS DES TAUX D'INTÉRÊT AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO[1]

Sources : Bloomberg, BNB.
(1) Mesurées sur la base du taux d'intérêt implicite à un mois dérivé des taux d'intérêt de swap Eonia à différentes échéances.

à la prolongation jusqu'en juillet 2015 de la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, elle a comprimé davantage une potentielle volatilité à la hausse du taux Eonia sur un horizon étendu. La décision de diminuer les taux et le maintien d'indications relatives à la politique future de l'Eurosystème – ces dernières incluant un biais à la baisse – ont été suivis d'un sensible recul des anticipations de taux sur le marché monétaire, amplifiant la baisse survenue à la fin d'octobre après la publication de chiffres d'inflation particulièrement faibles pour ce mois. Ce dernier mouvement est cohérent avec l'objectif des orientations prospectives, qui visent précisément à clarifier la stratégie de l'Eurosystème. Cet infléchissement de la structure par terme des taux du marché monétaire devrait contribuer à soutenir le crédit aux ménages et aux entreprises, vu l'importance que revêtent les taux à terme du marché monétaire dans la détermination des taux des contrats financiers nouveaux et existants.

L'orientation particulièrement accommodante de la politique monétaire qui a été adoptée doit prévenir l'émergence de forces déflationnistes, extrêmement néfastes dans un contexte où nombre de pays de la zone euro cherchent à procéder à des ajustements macroéconomiques et à regagner en compétitivité. Dans un environnement marqué par un niveau d'inflation trop bas – ou, pis, de déflation – à l'échelle de la zone, il est en effet d'autant plus difficile pour les pays concernés de diminuer leurs coûts relatifs, compte tenu des rigidités nominales à la baisse qui affectent généralement les prix et les salaires. En outre, les dettes des agents économiques étant exprimées en termes nominaux, un processus de désendettement est d'autant plus délicat à mener que l'inflation est faible. Il est ainsi intéressant de noter que la clarification de la définition de la stabilité des prix adoptée par le Conseil des gouverneurs en mai 2003 – un taux d'inflation annuelle inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme dans la zone euro – a précisément été motivée par la reconnaissance de l'existence d'écarts d'inflation entre les pays de la zone euro et de rigidités nominales.

En continuant d'offrir aux banques toutes les liquidités dont elles ont besoin en échange de garanties suffisantes, l'Eurosystème a en outre continué de pallier les inégalités dans l'accès au financement de marché des établissements de crédit et a permis d'éviter que ceux-ci ne soient contraints de réduire précipitamment la taille de leur bilan. De cette manière, il a concouru à soutenir l'octroi de crédits au secteur privé et la bonne transmission à l'économie réelle de l'orientation accommodante de sa politique monétaire.

L'ensemble des décisions et des mesures adoptées au cours de l'année écoulée ont ainsi, d'une part, visé à préserver une orientation appropriée de la politique monétaire et, d'autre part, cherché à réagir à la fragmentation persistante des marchés financiers de la zone euro. Conjointement, les mesures adoptées ont soutenu l'activité économique dans la zone euro et participé à l'objectif de l'Eurosystème de préserver la stabilité des prix à moyen terme, ce qui contribue à faciliter les ajustements structurels nécessaires.