

# 1. Économie mondiale et zone euro

*En 2014, l'activité mondiale s'est raffermie de manière modérée et inégale. L'embellie de la conjoncture a été la plus manifeste aux États-Unis et au Royaume-Uni. La croissance s'est légèrement essoufflée en Chine, sur fond de correction du marché de l'immobilier résidentiel et de risques pesant sur le secteur bancaire parallèle, tandis que les producteurs de matières premières ont pâti de la chute des prix. Tout comme le Japon, à nouveau entré en récession, la zone euro est apparue en retrait des autres économies. En moyenne sur l'année, le PIB s'y est certes accru de 0,8 %, après un recul de 0,5 % l'année précédente, mais l'activité s'est ralentie dès le printemps, en dépit de l'orientation accommodante de la politique monétaire, de l'amélioration des conditions de financement et du caractère moins restrictif de la politique budgétaire. Revenant à 0,4 % en 2014, l'inflation a continué de se replier, plus vivement qu'attendu. Alors que la plupart des économies qui avaient procédé à des ajustements en profondeur ont renoué avec la croissance, cette dernière est généralement restée atone dans la zone euro, reflétant la faiblesse de sa croissance potentielle. Compte tenu de l'orientation baissière des risques pour la stabilité des prix dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a réduit les taux directeurs à deux reprises en 2014, ramenant le taux des opérations principales de refinancement à 0,05 % et celui de la facilité de dépôt en territoire négatif. Dans le cadre de ses orientations prospectives, il a constamment répété que, compte tenu de l'évaluation des perspectives économiques, les taux directeurs resteraient à un niveau bas pendant une période prolongée. Par ailleurs, l'Eurosystème a mené des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, visant à renforcer l'octroi de crédits des banques. À partir d'octobre, il a également procédé à l'achat d'actifs – des titres adossés à des actifs, d'une part, et des obligations sécurisées de banques de la zone euro, d'autre part – en vue d'assouplir davantage la politique monétaire. En janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé d'englober ces opérations dans un programme étendu d'achats d'actifs portant également sur des titres du secteur public, d'un montant de 60 milliards d'euros par mois. Ces achats devraient être effectués jusqu'à la fin de septembre 2016 et seront en tout cas réalisés jusqu'à ce qu'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif de stabilité des prix soit observé.*

## 1.1 Économie mondiale

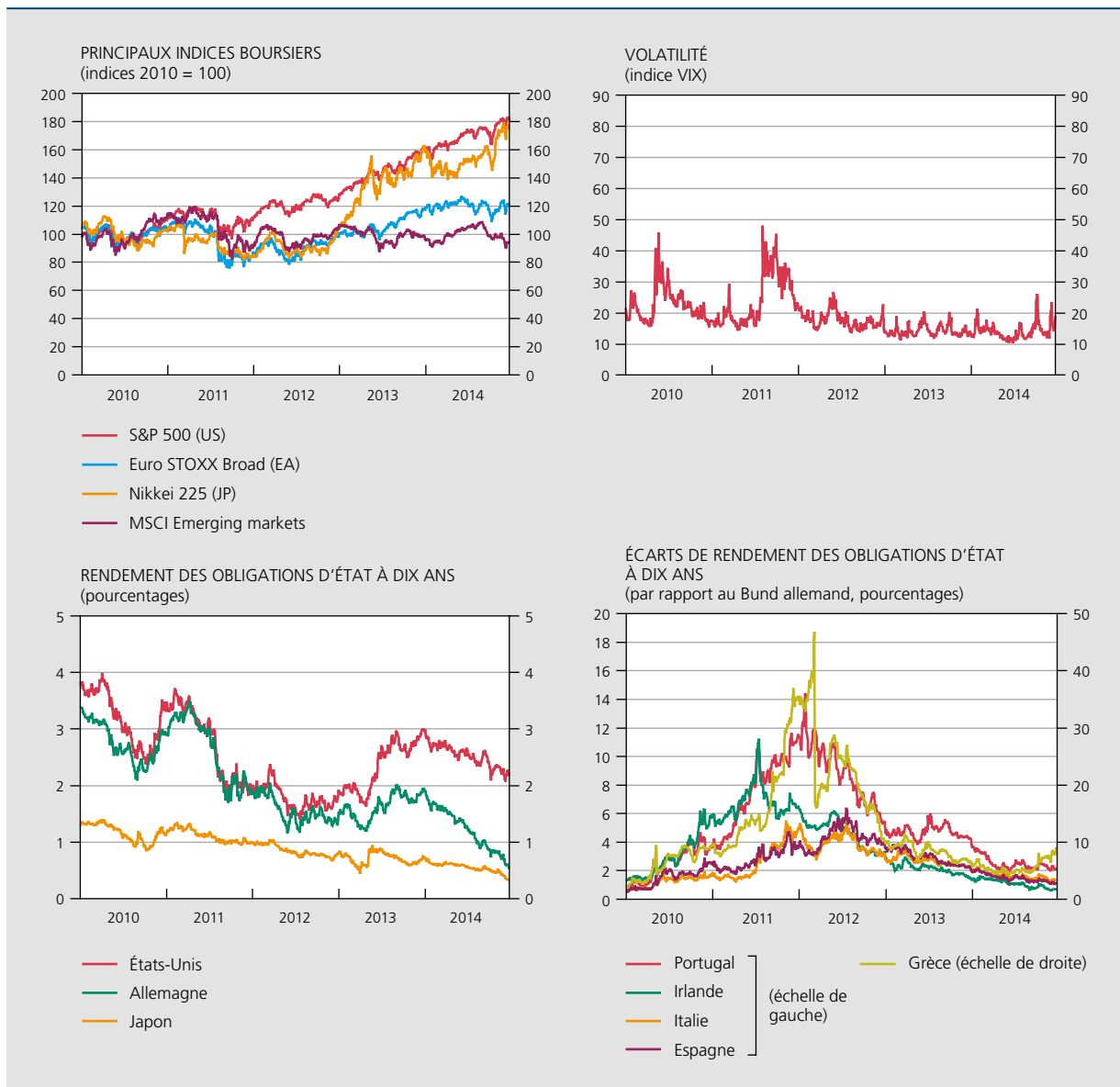
### Raffermissement modéré et inégal de l'activité dans le monde ...

Le raffermissement de l'activité mondiale qui s'était fait jour de manière assez générale en 2013 s'est poursuivi à un rythme modéré en 2014. Son caractère peu soutenu contraste avec le sentiment plus résolument optimiste qui a continué de prévaloir sur les marchés financiers. Il reflète également la vigueur inégale de la reprise entre les différentes zones.

Ainsi, l'amélioration de la conjoncture a été la plus manifeste aux États-Unis et au Royaume-Uni. Même si les taux de croissance affichés en moyenne par les pays émergents demeurent les plus élevés, ils se sont néanmoins tassés par rapport à 2013, à la suite du ralentissement, parfois marqué, observé dans plusieurs pays. Par contre, le Japon est à nouveau entré en récession dans le courant de l'année, et le redressement de la zone euro, entamé au printemps de 2013, s'est fortement affaibli après le premier trimestre. La zone euro est ainsi apparue assez nettement à la traîne des autres économies, en raison non seulement d'une exposition plus importante aux risques géopolitiques qui se sont intensifiés dans des zones proches, mais aussi de

**GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX**

(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

la difficulté qu'elle éprouve à surmonter les retombées de la grande récession et de la crise de la dette souveraine.

... dans un contexte globalement favorable sur les marchés financiers

Durant l'année sous revue, les marchés financiers sont largement demeurés sous l'influence de l'orientation toujours très accommodante – mais de plus en plus divergente – de la politique monétaire dans les pays avancés. Cette situation a continué d'y exercer une pression

baissière sur les rendements des obligations d'État à long terme. Les taux d'intérêt bas et la perspective qu'ils le demeurent pendant une longue période ont par ailleurs donné lieu à une «quête de rendement» (search for yield) persistante de la part des investisseurs. Celle-ci s'est développée à partir de la mi-2012, après que plusieurs mesures importantes – l'introduction par la BCE des opérations monétaires sur titres (OMT), la mise en place du Mécanisme européen de stabilité (MES) et, plus tard, l'accord sur le mécanisme européen de surveillance unique (MSU) pour les établissements de crédit – ont apaisé les perturbations générées par la crise de la dette

souveraine dans la zone euro. Les cours boursiers dans les pays avancés ont dès lors à nouveau emprunté une tendance haussière, qui s'est amplement poursuivie au cours de l'année sous revue. Dans le même temps, les primes sur les actifs financiers plus risqués, telles les obligations d'État à haut rendement dans les pays périphériques de la zone euro ou dans les pays émergents, sont revenues en 2014 à leurs niveaux les plus bas depuis la crise.

Divers épisodes de turbulences financières ont toutefois émaillé l'année, rappelant que les marchés pouvaient toujours réagir très nerveusement face à des tensions géopolitiques accrues et à des modifications somme toute légères des prévisions de croissance. Mais ces phases n'ont pas été très longues, les effets de contagion sont généralement restés limités et les pertes essayées ont, dans l'ensemble, été assez vite comblées.

À la fin de 2013 et au début de l'année sous revue, les investisseurs ont procédé à une réévaluation de la situation des économies émergentes, compte tenu de la dégradation de la conjoncture macroéconomique – alors même que les perspectives s'amélioraient dans les économies avancées – et des déséquilibres existant dans certaines d'entre elles. Une incertitude croissante a également émergé en Chine concernant le ralentissement dans l'industrie manufacturière et l'aggravation des risques financiers. Dès lors, les écarts de rendement entre les obligations d'État de ces économies et les emprunts du Trésor américain ont commencé à se creuser et les cours boursiers ont reculé, de même que les cours de change. Les pressions ont redoublé le 23 janvier, lorsque la banque centrale d'Argentine a dévalué le peso de plus de 10 % vis-à-vis du dollar des États-Unis. En réaction, les banques centrales des pays touchés sont intervenues en relevant leurs taux d'intérêt ou en puisant dans leurs réserves de change. Grâce à cette réaction vigoureuse, la plupart des pertes sur les marchés boursiers et des changes ont pu être comblées dès février. L'incidence sur les marchés boursiers aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro est restée contenue, même si les rendements des obligations d'État ont diminué, en raison des flux de report vers ces valeurs refuge.

Au-delà de ces effets temporaires, pour la zone euro, la tendance de fond baissière des taux des obligations souveraines a reflété non seulement l'incidence d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire, mais aussi des chiffres économiques décevants, un fléchissement des anticipations d'inflation à long terme et l'incertitude née des tensions géopolitiques accrues. Aux États-Unis également, le rendement des emprunts publics à dix ans s'est émoissé durant l'année sous revue, quoique de manière moins marquée que dans la zone euro, eu égard notamment à l'anticipation d'une normalisation plus rapide de la

politique monétaire. Au Japon, le rendement des obligations d'État s'est plus ou moins stabilisé à un niveau très faible, compte tenu de l'attente d'une longue période de politique monétaire accommodante.

Après les turbulences sur les marchés en janvier, les cours boursiers ont pour leur part poursuivi leur tendance ascendante. Ce sont les indices boursiers américains qui ont enregistré la progression la plus vive, le S&P 500 ayant bondi de plus de 10 % dans le courant de 2014, et ils ont atteint des sommets absolus. Au Japon, le gain a été d'environ 7 %. Les cours boursiers se sont également inscrits en hausse dans la zone euro. Sur l'ensemble de l'année, l'indice Euro STOXX a progressé d'environ 2 %, après avoir atteint un pic en juin.

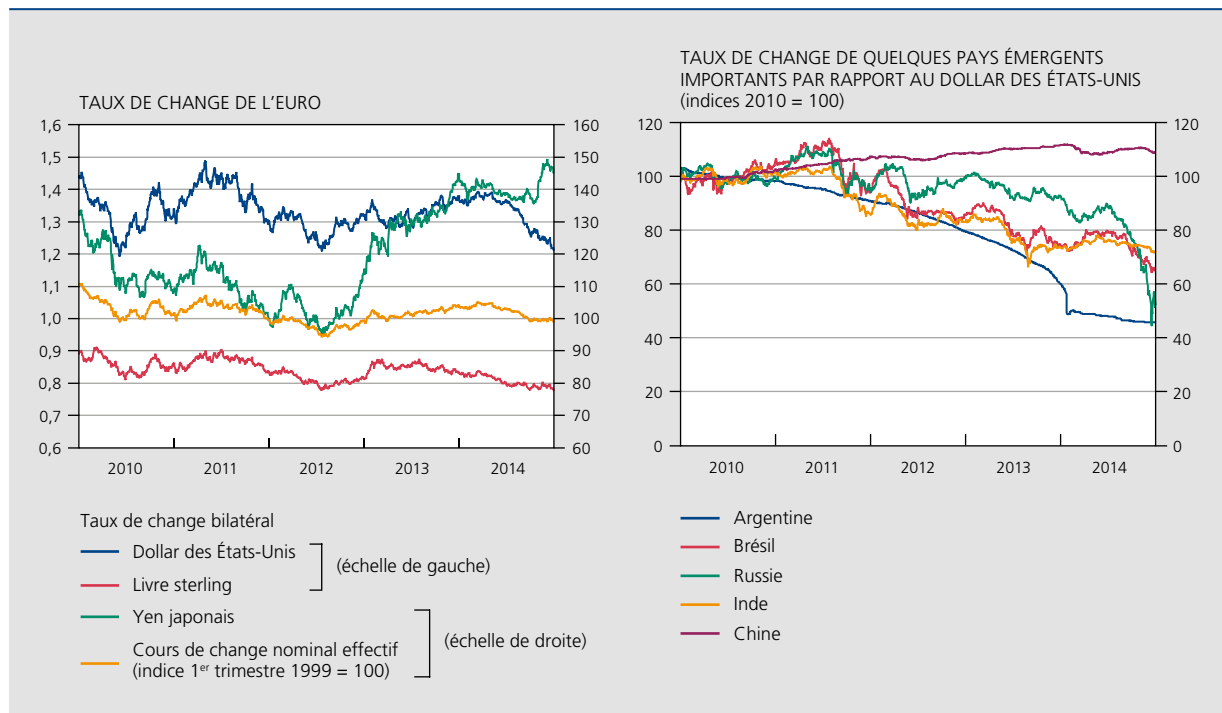
Vers la fin du deuxième trimestre, des chiffres macroéconomiques défavorables – bas niveau de l'inflation, altération de la confiance et repli de l'activité économique – ont en effet commencé à peser sur les marchés européens. À ces facteurs se sont ajoutées les tensions géopolitiques grandissantes lorsque l'UE a annoncé, le 29 juillet, de nouvelles sanctions économiques contre la Russie. Au début de septembre, la plupart des pertes avaient toutefois été effacées, notamment grâce à l'anticipation de la poursuite de la politique monétaire accommodante dans la zone euro.

En octobre, les marchés ont été pris d'un nouvel accès de nervosité. Après la publication de chiffres macroéconomiques décevants, l'inquiétude relative à la faiblesse de la croissance mondiale s'est amplifiée et les cours boursiers ont plongé brutalement et de concert à travers le monde, de près de 10 %. Aux États-Unis et au Japon, ils ont rapidement remonté, respectivement après la parution de chiffres macroéconomiques encourageants et après la décision de la Banque du Japon d'assouplir encore sa politique monétaire, déjà très accommodante. Les pertes sur les bourses européennes ont été plus longues à se résorber, sur fond de publication de taux de croissance médiocres pour la zone euro. S'agissant des rendements des obligations d'État, c'est surtout celui des bons du Trésor américain qui a sensiblement reculé, en raison, d'une part, du sentiment des investisseurs que le resserrement monétaire aux États-Unis se ferait à un rythme plus lent que prévu initialement, la vigueur de la reprise apparaissant à ce moment plus chancelante qu'attendu précédemment, et, d'autre part, d'une certaine défiance des investisseurs vis-à-vis de la zone euro. Par la suite, le rendement est reparti à la hausse, après la parution de données économiques positives pour les États-Unis.

Au cours de l'année sous revue, les pays périphériques de la zone euro ont, eux aussi, tiré profit de la diminution de l'aversion pour le risque des investisseurs et de leur quête

## GRAPHIQUE 2 TAUX DE CHANGE

(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

de rendement. Les écarts entre les rendements des obligations d'État de ces pays et ceux du Bund allemand ont ainsi poursuivi leur tendance baissière et sont revenus à leur plus bas niveau depuis la crise. Il est frappant de constater que les périodes de turbulences accrues sur les marchés financiers n'ont pas induit d'effets négatifs de contagion à cet égard. C'est uniquement durant l'épisode de plus grande volatilité, en octobre, qu'ils se sont creusés en Grèce, après que le gouvernement hellène avait fait part de son souhait de sortir anticipativement du programme d'assistance financière du FMI – qui court encore jusqu'en mars 2016 – dès la fin de 2014, lorsque celui de l'UE arriverait à son terme. Initialement prévue à la fin de 2014, la sortie du programme de l'UE a été reportée de deux mois.

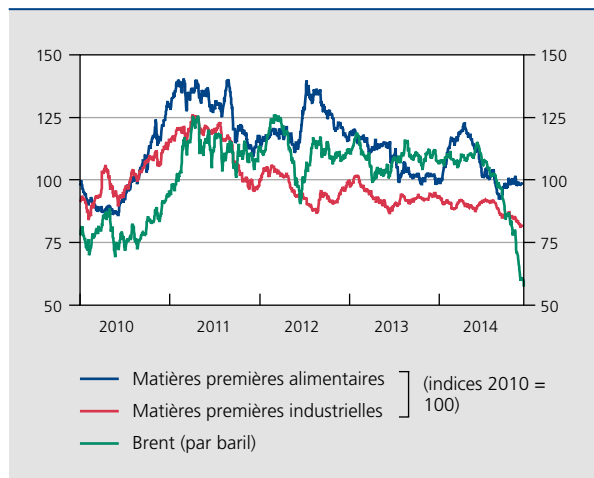
Une fois les turbulences du début de l'année apaisées, les flux de capitaux vers les économies émergentes se sont rétablis et sont généralement restés abondants pendant le reste de l'année sous revue. Dans ce contexte, les cours de change dans des pays émergents comme la Chine ou l'Inde sont en moyenne demeurés stables. Durant la première partie de l'année, la zone euro a également bénéficié d'entrées de capitaux, leur effet de soutien du cours de change renforçant celui des excédents courants croissants. À partir de l'été, le mouvement d'appréciation de l'euro en cours depuis la mi-2012 s'est retourné de

manière significative lorsque de nouvelles mesures d'assouplissement de la politique monétaire ont été annoncées par la BCE. En revanche, l'euro s'est considérablement apprécié vis-à-vis du yen à la suite de l'annonce, à la fin d'octobre, de l'élargissement du programme d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif par la Banque du Japon. Pour sa part, la valeur du rouble a commencé à chuter sensiblement vis-à-vis du dollar des États-Unis, surtout au second semestre de l'année sous revue, eu égard aux tensions géopolitiques persistantes en Ukraine et aux sanctions occidentales contre la Russie. Les pressions sur le rouble se sont intensifiées à la fin de l'année, en raison de la chute persistante du prix du pétrole sur les marchés internationaux et de l'annonce de nouvelles sanctions par les États-Unis. Au Brésil, la chute du real à partir de septembre a reflété la confiance réduite des investisseurs dans l'économie brésilienne, un effet encore amplifié à la fin d'octobre par le résultat des élections.

L'atonie de la demande mondiale a pesé sur les cours des matières premières et sur le commerce international

En partie en raison du climat macroéconomique toujours assez atone et du tassement de la demande mondiale, les

**GRAPHIQUE 3 PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES**  
(données journalières, dollars des États-Unis)



Source : Thomson Reuters Datastream.

prix des matières premières se sont repliés en 2014, et le rythme de croissance du commerce mondial s'est ralenti.

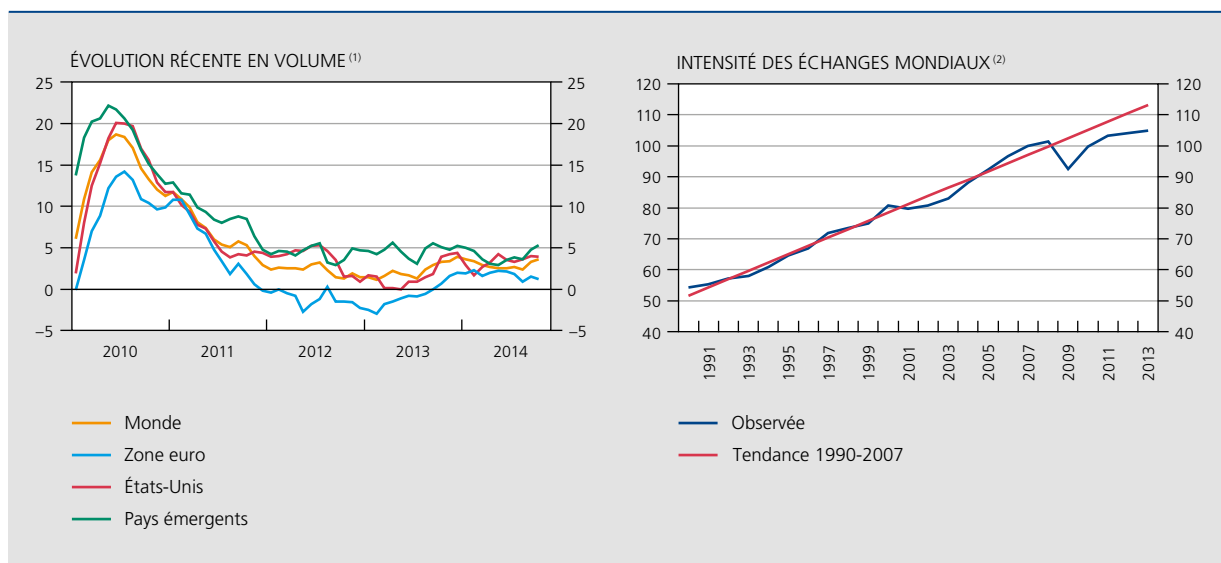
Les prix des matières premières énergétiques ont présenté l'évolution la plus marquante, le cours en dollars des États-Unis du pétrole brut de type Brent ayant plongé de près de 50 % en 2014, et ce en dépit de tensions géopolitiques grandissantes. Tandis que la production de pétroles non

conventionnels en Amérique du Nord et les importantes capacités de réserves en Arabie saoudite ont largement compensé les interruptions d'approvisionnement en provenance de la Libye et de l'Irak, maintenant ainsi une offre abondante, le niveau de la demande mondiale est resté faible. Cela a particulièrement été le cas de celles émanant de la Chine et des autres économies émergentes, qui avaient très fortement accru leur consommation la décennie précédente, mais aussi de l'Europe. La chute des cotations du pétrole sur les marchés internationaux s'est accélérée à l'issue de la réunion de l'OPEP du 27 novembre 2014, au cours de laquelle il a été décidé que les quotas de production demeureraient inchangés.

L'apathie de la demande mondiale a également pesé sur les cours des matières premières non énergétiques, comme cela avait déjà été le cas en 2013. Ceux des matières premières alimentaires se sont repliés dans le courant de l'année, même s'ils ont traversé des phases de renchérissement liées à de mauvaises conditions météorologiques dans certains pays et à des inquiétudes suscitées par la situation en Ukraine, qui est un important exportateur de céréales. Les prix des matières premières industrielles se sont contractés, essentiellement sous l'influence du rééquilibrage de la croissance en Chine vers des activités moins intensives en matières premières.

Après un rebond temporaire au deuxième semestre de 2013, qui faisait suite à une longue période de morosité,

**GRAPHIQUE 4 COMMERCE INTERNATIONAL**



Sources : CPB, OCDE.

(1) Moyenne mobile sur trois mois des exportations et des importations en volume, corrigée des variations saisonnières; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

(2) Ratio en pourcentage du commerce international par rapport au PIB mondial, en volume.

la croissance du commerce mondial s'est à nouveau infléchie à partir de 2014, parallèlement à l'essoufflement de l'activité économique. La baisse a été la plus vive dans les économies émergentes d'Asie, marquée principalement par une diminution sensible des importations en Chine, mais l'atonie persistante de la demande émanant de la zone euro a aussi joué un rôle.

Ce recul trouve son origine à la fois dans des facteurs cycliques – notamment le net ralentissement de la croissance des composantes de la demande intensives en échanges internationaux, comme les investissements des entreprises, et la mollesse de l'activité industrielle dans la zone euro, qui s'accompagne généralement de nombreux échanges internationaux de marchandises – et dans des facteurs de nature plus structurelle. Ainsi, plusieurs moteurs de la forte expansion du commerce mondial au cours des dernières décennies n'agiraient plus aussi puissamment. L'éveil des pays émergents dans les années 1990 et 2000 était allé de pair avec un développement rapide du commerce mondial, sous l'effet conjugué d'évolutions institutionnelles,

technologiques et organisationnelles des modes de production. L'affiliation d'un nombre croissant de pays à l'Organisation mondiale du commerce a réduit les entraves réglementaires et douanières aux échanges, tandis que les coûts de transport et d'échange d'informations se sont considérablement allégés. Dans ce contexte, les entreprises des pays occidentaux ont sous-traité une part croissante de leur production aux pays émergents, où les coûts du travail étaient beaucoup plus bas. Ces conditions favorables à l'essor très rapide du commerce international de marchandises tendent à s'estomper. Ainsi, les salaires en Chine et en Europe de l'Est ont grimpé comparativement à ceux des économies avancées au cours des dix dernières années. L'allongement des chaînes de production mondiales paraît également se ralentir. Dans certains cas, ces chaînes tendent même à être à nouveau raccourcies, l'expérience ayant démontré que des problèmes locaux sont susceptibles d'engendrer d'importantes perturbations dans le processus de sous-traitance. Les facteurs précités semblent avoir entraîné un affaiblissement de l'élasticité du commerce international par rapport à la

**TABLEAU 1** PIB DES PRINCIPALES ÉCONOMIES <sup>(1)</sup>

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

	2012	2013	2014	<i>p.m.</i>	<i>p.m.</i>	
				Contribution à la croissance du PIB mondial <sup>(1)</sup>	Part du PIB mondial <sup>(1)</sup>	
				2014	2008	2013
Pays avancés .....	1,2	1,3	1,8	0,8	48,8	43,6
dont:						
États-Unis .....	2,3	2,2	2,4	0,4	18,0	16,5
Japon .....	1,5	1,6	0,1	0,0	5,2	4,6
Zone euro .....	-0,7	-0,5	0,8	0,1	14,6	12,2
Royaume-Uni .....	0,7	1,7	3,1	0,1	2,7	2,3
Pays émergents .....	5,1	4,7	4,4	2,5	51,2	56,4
dont:						
Europe centrale et orientale .....	1,4	2,8	2,7	0,1	3,5	3,5
Russie .....	3,4	1,3	0,6	0,0	3,8	3,4
Asie émergente .....	6,7	6,6	6,5	1,9	23,1	28,7
dont:						
Chine .....	7,7	7,8	7,4	1,2	12,0	15,8
Amérique latine et Caraïbes .....	2,9	2,8	1,2	0,1	8,8	8,7
Monde .....	3,1	3,3	3,3	3,3	100,0	100,0
Monde hors zone euro .....	3,6	3,6	3,6	3,2	85,4	87,8
<i>p.m. Commerce mondial</i> <sup>(2)</sup> .....	3,0	3,4	3,1			

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.

croissance économique. Ainsi, selon les données et estimations actuellement disponibles, il apparaît que le taux de croissance du commerce mondial a été à peine supérieur à celui du PIB au cours des années 2012 à 2014, alors qu'il en représentait le double durant la première moitié des années 2000.

## États-Unis<sup>(1)</sup>

L'économie américaine a continué de se redresser en 2014. Après une contraction légère et temporaire du PIB au premier trimestre, sous l'effet, notamment, de conditions météorologiques rigoureuses, l'expansion de l'activité a principalement été soutenue par la demande intérieure. La consommation privée, qui a progressé au même rythme que l'année précédente, a bénéficié de la recrudescence de la création d'emplois et de l'amélioration de la situation patrimoniale des ménages suscitée par la hausse des prix des actifs et par le quasi-achèvement du processus de désendettement qui avait été initié dans la foulée de la crise financière. La dette des ménages a diminué de 96 % du PIB en 2007 à 79 % en 2013. Les perspectives de demande toujours positives, les conditions de financement favorables et le raffermissement de la

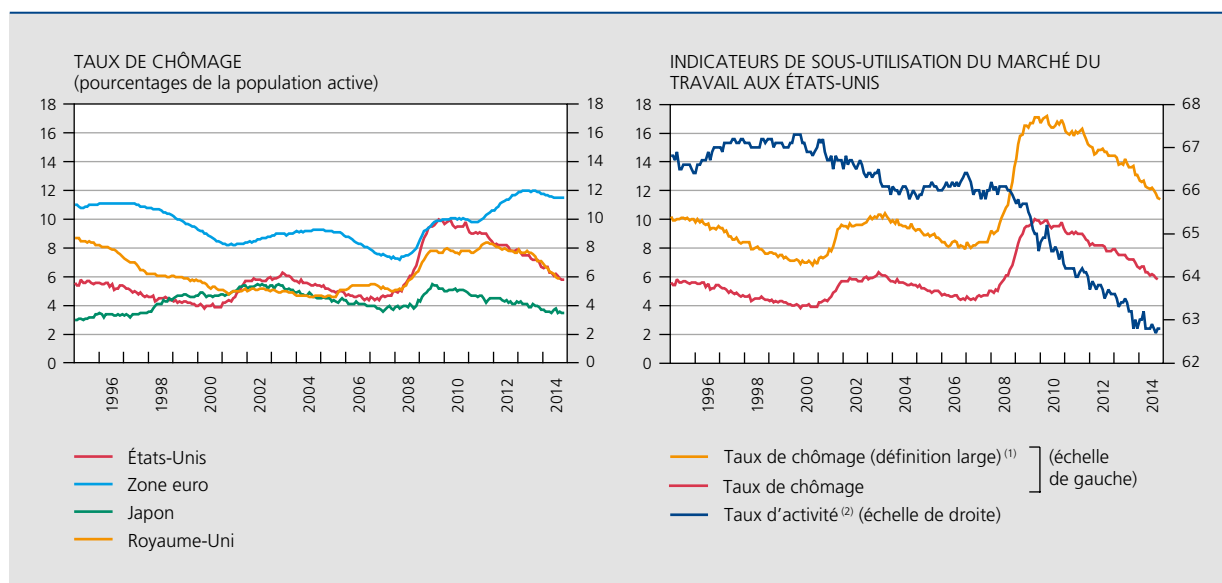
compétitivité et de la rentabilité, qui résulte à la fois du repli des coûts énergétiques induit par l'exploitation du pétrole et du gaz de schiste et de pressions salariales modérées, sont autant de facteurs qui ont contribué à l'accélération des investissements des entreprises. Dans le cadre d'une politique de limitation des dépenses publiques en vigueur depuis deux ans, les dépenses de consommation des administrations sont restées stables en termes réels, et les investissements publics se sont infléchis.

La politique budgétaire a toutefois été nettement moins restrictive et a grevé moins lourdement la croissance économique que les années précédentes, même si le déficit primaire structurel s'est de nouveau contracté, revenant de 2,3 % du PIB en 2013 à 1,3 % du PIB pendant l'exercice sous revue. Ainsi, après une détérioration de 5,5 points de pourcentage du PIB entre 2007 et 2009, au plus fort de la crise, le solde primaire structurel s'est redressé de 6,2 points de pourcentage entre 2009 et 2014. Dans la zone euro, les mouvements ont été d'une ampleur plus limitée, le recul de 2,3 points de pourcentage du PIB ayant fait place à une amélioration de 3,8 points depuis lors. La dette publique américaine est demeurée quasiment stable, s'établissant à 109,7 % du PIB.

L'embellie sur le marché du travail aux États-Unis s'est traduite par une plus forte progression de l'emploi et par une nette baisse du taux de chômage, qui est revenu de

(1) Les principales variables macroéconomiques pour les grandes économies sont présentées aux tableaux 1 et 2 de l'annexe statistique.

**GRAPHIQUE 5** INDICATEURS DU MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES



Sources : Bureau of Labour Statistics, CE, Thomson Reuters Datastream.

(1) La définition large renvoie au taux de chômage U-6, qui tient également compte des chômeurs qui ont suspendu leur recherche d'emploi en raison de la situation économique (découragement), de toutes les personnes qui ont activement recherché un emploi au cours de l'année écoulée – mais pas nécessairement pendant les quatre dernières semaines – ainsi que des personnes qui travaillent à temps partiel pour des motifs économiques.

(2) Proportion de travailleurs et de demandeurs d'emploi par rapport à la population active âgée de 16 ans et plus.



quelque 7,4 % en 2013 à moins de 6 % à la fin de 2014. Cela étant, le marché du travail a continué de montrer des signes manifestes de sous-utilisation. Le repli du taux de chômage s'explique en effet également par la moindre participation à l'emploi de la population en âge de travailler. De fait, le taux d'activité a chuté d'environ 66 % avant la crise à moins de 63 % en 2014. Ce mouvement résulte, d'une part, de facteurs structurels tels que le vieillissement de la population active ou l'indisponibilité pour cause de maladie ou d'études et, d'autre part, de facteurs cycliques, comme la dégradation des perspectives d'emploi et les effets de découragement qu'elle entraîne, qui amènent une partie de la population à ne pas se présenter sur le marché du travail. Bien qu'il se soit resserré au cours de l'année sous revue, l'écart entre le taux de chômage standard et celui fondé sur une définition plus large est demeuré considérable; il est plus marqué que lors de récessions antérieures. Ces réserves inutilisées de main-d'œuvre expliquent pourquoi les pressions à la hausse sur les prix qui devraient émaner des salaires sont demeurées modérées en 2014.

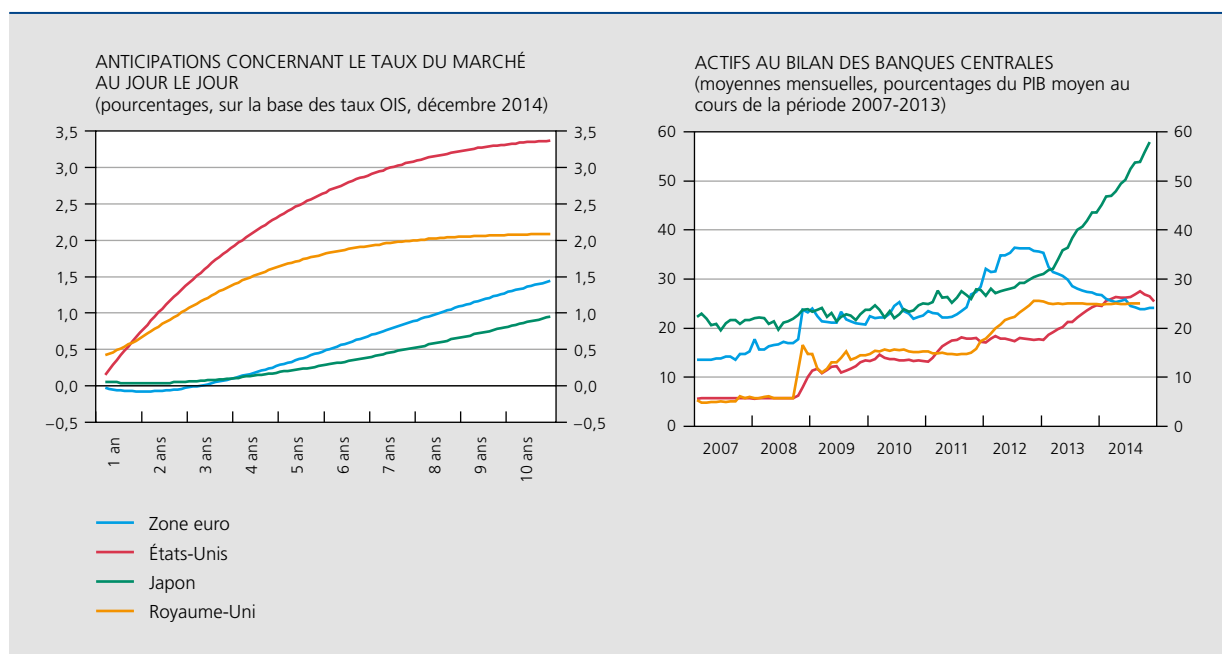
Dans ce contexte, le Federal Open Market Committee (FOMC) de la Réserve fédérale a adopté une communication qui vise notamment à éviter toute volatilité inutile sur les marchés financiers, en abandonnant en mars 2014 ses orientations prospectives basées sur des seuils (threshold-based forward guidance) ainsi que la référence explicite

au niveau du taux de chômage, dont les limites sur le plan du contenu informatif étaient devenues flagrantes. Il assoit désormais ses orientations sur une formulation qualitative élargie incluant une vaste gamme d'indicateurs du marché du travail, de manière à évaluer correctement le chemin que l'économie américaine doit encore parcourir pour atteindre l'objectif de plein emploi.

Le FOMC a en outre posé les premiers jalons sur la voie de la normalisation de sa politique monétaire, dans un contexte de renforcement de la croissance de l'activité et de l'emploi ainsi que de hausse de l'inflation, même si cette dernière a campé à un niveau inférieur à son objectif de long terme fixé à 2 %. Conformément à la décision prise par le FOMC en décembre 2013, le processus de réduction des achats de titres (tapering) a été lancé en janvier 2014. Depuis lors, le rythme des achats de titres de la dette, qui atteignait à l'origine 85 milliards de dollars des États-Unis par mois, a été réduit de 10 milliards de dollars après chaque réunion du FOMC. En sa séance d'octobre 2014, celui-ci a décidé de suspendre les achats à partir de novembre 2014.

En septembre 2014, les principes de normalisation de la politique monétaire, dont la première version date de juin 2011, ont par ailleurs été actualisés. Ces principes établissent clairement que le resserrement de la politique monétaire s'opérera en recourant à l'instrument des taux

**GRAPHIQUE 6** ANTICIPATIONS CONCERNANT LE TAUX DU MARCHÉ AU JOUR LE JOUR ET LES ACTIFS AU BILAN DES BANQUES CENTRALES DES PRINCIPALES ÉCONOMIES



Sources : Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Réserve fédérale, Thomson Reuters Datastream, BCE, calculs propres.



d'intérêt plutôt qu'en agissant activement sur la taille ou sur la composition du bilan de la banque centrale.

Le FOMC durcira donc la politique monétaire en relevant la fourchette du taux des fonds fédéraux. Le taux du marché au jour le jour sera guidé par la hausse du taux que la Réserve fédérale acquitte depuis octobre 2008 sur les réserves excédentaires que les établissements de crédit américains constituent auprès d'elle. Le fait que ce taux soit supérieur au taux du marché au jour le jour, ce qui pourrait faire obstacle à une transmission fluide des taux directeurs aux taux du marché à court terme, a conduit le FOMC à créer des opérations de prise en pension accessibles également aux fonds monétaires, en sus des contreparties traditionnelles telles que les institutions de dépôt et les agences gouvernementales de refinancement hypothécaire. Le taux de ces opérations constitue un taux plancher additionnel de la politique monétaire. D'après la Réserve fédérale, des tests menés en 2014 sur son utilisation comme taux plancher supplémentaire ont fourni des résultats concluants.

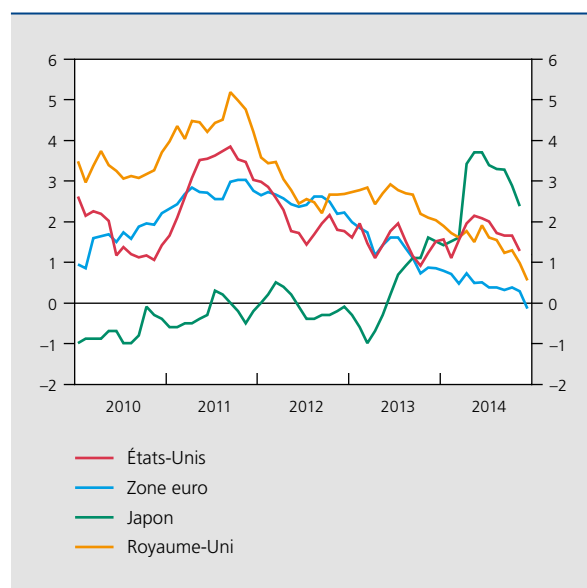
S'agissant de la taille du bilan, les principes de normalisation de la politique monétaire soulignent en outre qu'il ne sera procédé à aucune réduction du bilan aussi longtemps que le taux ne se sera pas redressé. Après ces premiers relèvements, l'opportunité de restreindre ou de suspendre totalement le réinvestissement des montants arrivés à échéance sera examinée.

## Royaume-Uni

En 2014, le PIB du Royaume-Uni a grimpé de 3,1 % en termes réels, affichant ainsi à la fois un rythme supérieur à sa tendance historique et le taux de croissance le plus élevé des principales économies avancées. Le sensible regain de confiance des consommateurs, couplé à des conditions de financement favorables, a soutenu la consommation privée, tandis que les investissements des entreprises ont augmenté pour satisfaire au raffermissement de la demande intérieure, surtout dans le secteur des services. Les investissements dans l'industrie manufacturière sont quant à eux restés quelque peu à la traîne eu égard à la faiblesse des exportations. Dans la mesure où la zone euro est le principal partenaire commercial du Royaume-Uni, la demande extérieure est en effet demeurée apathique, creusant le déficit du compte courant extérieur jusqu'à 4 % du PIB. Le rebond exceptionnel de l'emploi, conjugué à un renforcement de l'offre de main-d'œuvre, est à épingle. De manière générale, le taux de chômage a continué de se replier, revenant à 6,2 %. Néanmoins, les hausses des salaires sont restées contenues puisque bon nombre des emplois créés l'ont été dans le segment faiblement

## GRAPHIQUE 7 INFLATION DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(données mensuelles, variations par rapport à la période correspondante de l'année précédente de l'indice des prix à la consommation)



Source : Thomson Reuters Datastream.

qualifié. Dans ce contexte, la persistance de la croissance négative des salaires réels a bridé le revenu disponible des ménages.

Le programme de consolidation budgétaire à moyen terme établi par les pouvoirs publics s'est poursuivi en 2014. Cependant, sous l'effet notamment du ralentissement de l'augmentation des salaires, de la diminution des transactions immobilières et de la compression des recettes provenant du gaz et du pétrole, les recettes budgétaires se sont avérées décevantes. Le déficit budgétaire s'est pourtant réduit de 0,4 point de pourcentage, revenant à 5,4 % du PIB. La dette publique britannique est quant à elle passée à 89 % du PIB.

La variation des prix à la consommation est retombée à 1,5 % en 2014, contre 2,6 % l'année précédente, à la faveur du tassement des prix des produits énergétiques et des denrées alimentaires. De même, le bas niveau de l'inflation dans la zone euro, d'où proviennent une grande partie des importations britanniques, et l'appréciation de la livre sterling par rapport à l'euro ont pesé sur l'évolution des prix au Royaume-Uni. De surcroît, les coûts salariaux unitaires se sont inscrits en retrait par rapport à l'année précédente. Le taux d'inflation inférieur à l'objectif fixé à 2 % et le caractère limité de la pression haussière sur les prix attendue à court terme ont permis à la Banque d'Angleterre de maintenir son taux directeur à 0,5 % tout

en laissant inchangé l'encours de son portefeuille d'actifs, à 375 milliards de livres sterling.

## Japon

Au Japon, le relèvement du taux de TVA de 5 à 8 % opéré en avril a insufflé une certaine volatilité à l'évolution de la croissance réelle du PIB au début de l'année. À un premier trimestre vigoureux, grâce aux achats anticipés en vue d'échapper à ce taux plus élevé, a succédé un deuxième trimestre particulièrement apathique, surtout sur le plan de la consommation privée. Cette morosité a toutefois persisté au troisième trimestre, menant l'économie en situation de récession technique, définie comme une baisse du PIB durant deux trimestres consécutifs. Au final, la croissance réelle de l'activité se serait significativement ralentie sur l'ensemble de l'année, retombant de 1,6 % en moyenne en 2013 à 0,1 % en 2014. Néanmoins, portés par un regain de confiance des chefs d'entreprise et par des marges bénéficiaires confortables, dues notamment à un allègement du taux de l'impôt des sociétés de 38 à 35 %, les investissements non résidentiels ont soutenu l'expansion de l'activité. L'emploi a également continué de progresser, induisant un resserrement sur le marché du travail, en dépit de l'augmentation du taux de participation des femmes sous l'effet, entre autres, de réformes structurelles ciblées. Ce resserrement s'est traduit par un recul du taux de chômage, qui est revenu à 3,6 %, tandis que, selon l'enquête Tankan, les entreprises ont de plus en plus fait état d'une pénurie de main-d'œuvre. Ces développements n'ont pour l'instant pas engendré de fortes majorations des salaires nominaux. Traditionnellement, celles-ci se manifestent principalement dans les composantes variables des salaires, telles que les compensations pour heures supplémentaires et les bonus.

La politique budgétaire au Japon a, pour la première fois depuis longtemps, présenté une orientation restrictive, en partie en raison de la première hausse de la TVA. Dans le cadre de sa stratégie à moyen terme de consolidation budgétaire, le gouvernement nippon prévoit un second relèvement, qui a toutefois été reporté de la fin de 2015 à 2017, au vu des effets négatifs sur la consommation et sur l'activité induits par celui de 2014. Le déficit primaire de 7,2 % enregistré en 2014 est toutefois demeuré bien éloigné de l'objectif d'équilibre à atteindre d'ici 2020.

L'inflation et l'inflation sous-jacente se sont montées à respectivement 2,7 et 1,7 %, sous l'influence, notamment, du relèvement de la TVA. À cet égard, lorsque les anticipations d'inflation se sont repliées au troisième

trimestre et que l'incertitude concernant la reprise économique s'est intensifiée, la banque centrale du Japon a étendu son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif. En procédant de la sorte, elle entendait montrer sa détermination à viser l'objectif d'inflation de 2 %. Le 31 octobre, elle a décidé de renforcer la progression annuelle de la base monétaire, qui est passée d'environ 60 000 à 70 000 milliards à quelque 80 000 milliards de yens. À l'actif de son bilan, l'encours des obligations d'État japonaises augmentera encore, et la durée résiduelle de celles-ci sera portée en moyenne de six à huit ans à sept à dix ans. De plus, le rythme annuel des achats de fonds d'actions ou de fonds immobiliers sera multiplié par trois. Dans le même temps, le Government Pension Investment Fund – qui gère actuellement 129 000 milliards de yens – a annoncé qu'il adaptait sa stratégie de placement au détriment des obligations d'État japonaises et en faveur des actions nationales et des actifs étrangers. Cette décision est de nature à soutenir le marché boursier nippon et à affaiblir la devise japonaise.

## Économies émergentes

La croissance dans les économies émergentes a continué de s'essouffler en 2014, retombant à 4,4 %, contre 4,7 % en 2013. Des tensions géopolitiques conjuguées à des entraves structurelles de divers ordres, lesquelles ont freiné l'expansion de la productivité, ont contribué à modérer la croissance. La souplesse des conditions financières, la hausse des exportations et le redressement de la demande intérieure dans plusieurs pays ont cependant concouru à un rebond au second semestre de l'année. Le résultat agrégé occulte toutefois une divergence de plus en plus marquée entre régions et pays.

En Chine, l'objectif annoncé d'une croissance du PIB de quelque 7,5 % a quasiment été atteint. Au premier trimestre, la progression des investissements s'est toutefois contractée plus vivement qu'escompté après que la Banque populaire de Chine avait pris des mesures en vue de resserrer les conditions financières pour les banques parallèles (shadow banking) et pour les projets non productifs. Les pouvoirs publics et la banque centrale ont réagi sans tarder à ce refroidissement en proposant respectivement des incitants sélectifs axés sur les investissements en logements sociaux et en infrastructures sociales et la fourniture de liquidités spécifiques aux crédits bancaires accordés aux PME et au secteur agricole. Pourtant, au second semestre de l'année sous revue, la croissance a encore perdu en intensité en raison de la persistance de la correction du marché de l'immobilier résidentiel, qui a grevé les investissements et la consommation. À la fin de novembre, la Banque populaire de Chine a décidé

de revoir ses taux d'intérêt à la baisse, pour la première fois depuis 2012. Par ailleurs, la reprise outre-Atlantique a entraîné une vive remontée des exportations chinoises, qui ont été le principal moteur de l'activité économique au second semestre de l'année sous revue. Exprimées en valeur, les importations ont augmenté moins rapidement, en raison du recul des prix des matières premières et de la langueur de la demande émanant de l'industrie lourde, faisant grimper l'excédent du compte courant de 2 % en 2013 à 2,4 % en 2014.

Le déficit public consolidé est estimé à 1,1 % du PIB en 2014, ce qui implique un taux d'endettement stable de l'ordre de 50 % du PIB. Ces dernières années, la situation financière des pouvoirs locaux en Chine a suscité certaines inquiétudes. Ceux-ci jouent traditionnellement un rôle considérable dans le financement des projets d'infrastructure, dont l'expansion avait été rapide dans le sillage immédiat de la crise financière mondiale, mais leur financement s'est généralement effectué hors budget au moyen de véhicules ad hoc. Le taux d'endettement des pouvoirs locaux est estimé à un peu plus de 30 % du PIB, contre quelque 20 % pour le pouvoir central. La nouvelle loi budgétaire promulguée en août est considérée comme une réforme importante en vue de remédier à cette situation. Cette loi, qui fixe un cadre visant une plus grande transparence et une responsabilité accrue, habilite les pouvoirs locaux à émettre leurs propres titres de la dette et rend illégal le financement des investissements publics par des véhicules ad hoc. Elle a été complétée par une clause de non renflouement (no bail-out).

Le ralentissement de la croissance a été le plus prononcé en **Amérique latine**, où elle est revenue de 2,8 % en 2013 à 1,2 % en 2014. Grande productrice de matières premières, la région a été touchée par le recul généralisé des prix et par la faiblesse de la demande, en particulier de celle provenant de Chine. La situation décevante en Argentine et les problèmes structurels auxquels doit faire face le Brésil, notamment en matière d'infrastructures, ont, en outre, induit une pression à la baisse supplémentaire. S'établissant à 2,7 %, la croissance moyenne en **Europe centrale et orientale** est demeurée relativement stable par rapport à l'année précédente, soutenue entre autres par la vigueur de la demande intérieure. L'incidence sur la région du conflit opposant la Russie et l'Ukraine, avec son lot de restrictions sur les importations imposées par la Russie en réaction aux sanctions prises par les pays occidentaux, ainsi que l'effet de la stagnation économique dans ces deux nations, se sont globalement cantonnées à quelques pays de moindre envergure. **L'Asie émergente** est demeurée la région la plus dynamique, affichant une croissance moyenne de 6,5 %, en dépit d'un tassement temporaire au début de l'année. De manière générale, l'évolution de l'activité a été portée par les exportations, par les conditions financières favorables et par le retour à une politique macroéconomique de soutien après que les marges budgétaires avaient été rétablies au cours des années précédentes et que l'inflation était à nouveau sous contrôle. Des facteurs spécifiques ont par ailleurs joué un rôle, comme l'accélération des exportations de la Chine, qui occupe une place centrale dans les chaînes de production régionales, l'optimisme observé en Inde à la suite des élections et la stabilisation de la situation politique en Thaïlande.

## Encadré 1 – La notion de « stagnation séculaire »

### Les origines

Le terme de « stagnation séculaire » n'est pas nouveau puisque son origine remonte aux années 1930, marquées par la Grande Dépression. On le doit à l'économiste américain Alvin Hansen, de Harvard, qui l'a utilisé pour la première fois en 1938 dans un discours sur le lien entre le progrès économique et le déclin de la croissance de la population<sup>(1)</sup>. À l'époque, le professeur Hansen s'intéresse aux changements dans la structure de l'économie et à leurs effets sur le cycle économique. Il s'inquiète en particulier des risques de sous-investissement et de ralentissement de la progression du revenu réel qui accompagnent, selon lui, le repli de la croissance démographique et la plus faible ouverture de nouveaux territoires, qu'il s'agisse de s'y établir ou d'en exploiter les ressources. Il considère en effet que, dans le contexte de l'époque, le recul de la croissance démographique constitue un facteur-clé à l'origine de l'incapacité de la reprise économique de générer le plein emploi, avançant la possibilité d'une dépression qui

(1) Hansen A. H. (1939), « Economic Progress and Declining Population Growth », *American Economic Review*, vol. XXIX, No. 1, Part I, March.



s'auto-alimente et maintient le chômage à un niveau anormalement élevé. Sceptique sur l'aptitude d'une baisse des taux d'intérêt à motiver l'investissement, il préconise notamment d'encourager l'innovation afin de dynamiser l'investissement privé et, tout en reconnaissant les limites, de renforcer les investissements publics.

Les inquiétudes du professeur Hansen se sont largement révélées vaines, l'hypothèse d'une stagnation séculaire à cette époque ayant été démentie par les faits. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis ont en effet consolidé leur dominance économique globale, sur fond de baby-boom, d'un raffermissement important de l'investissement et d'une croissance économique soutenue. Il n'en demeure pas moins que l'idée fondamentale selon laquelle des évolutions dans la structure de l'économie peuvent empêcher une reprise pérenne de l'activité à la suite d'une récession et conduire au maintien d'un niveau de chômage anormalement élevé n'a pas totalement disparu.

## La vision moderne

En tant que telle, l'expression « stagnation séculaire » a refait surface dans la bouche d'un autre économiste de Harvard, Lawrence Summers, à l'occasion d'une intervention lors d'une conférence du FMI organisée à la fin de 2013<sup>(1)</sup>. Dans le contexte d'une reprise économique contenue, hésitante et inégale dans les économies avancées, l'idée a depuis fait l'objet d'une grande attention et suscité les commentaires de nombreux économistes de renom<sup>(2)</sup>. Si les interprétations du phénomène divergent partiellement, un consensus semble régner sur le fait que la « stagnation séculaire » désigne une situation dans laquelle l'économie est engluée dans une croissance nulle ou anémique qui l'empêche d'atteindre le plein emploi.

Le cas se présente lorsque, à la suite d'une conjonction de facteurs structurels et cycliques, la propension à épargner augmente et/ou la propension à investir diminue à tel point que le taux d'intérêt réel qui équilibre l'épargne et l'investissement au niveau de plein emploi, aussi appelé taux réel d'équilibre, devient significativement négatif. Dans ces circonstances, le taux réel effectif qui permet de stimuler l'économie peut se révéler hors d'atteinte, et la politique monétaire traditionnelle est dès lors inopérante. Il n'est en effet pas envisageable que le taux d'intérêt nominal descende sensiblement sous zéro, étant donné la possibilité de substituer la monnaie scripturale par la monnaie de papier, dont la rémunération est nulle. L'émergence d'une tendance désinflationniste ou, pis, déflationniste, réduit d'autant la capacité de stimulation de la politique monétaire qu'elle contrecarre ses effets en exerçant une pression à la hausse sur le taux réel effectif. Ainsi, une économie dont la production est inférieure à son niveau potentiel et qui est confrontée au sous-emploi peut se voir condamnée à la stagnation pendant une période prolongée.

À l'extrême, on peut envisager une situation dans laquelle une récession s'auto-alimente. En l'absence de toute possibilité de stimulation, une diminution de la production et une accentuation simultanée du chômage risquent d'entraîner une baisse des prix de l'économie, laquelle fera grimper le taux d'intérêt réel, provoquant une nouvelle contraction de l'activité. Émergent ainsi les spectres d'un cercle vicieux récessif et d'une spirale déflationniste. On peut par ailleurs imaginer qu'une récession qui s'inscrit dans la durée nuit à la force de travail d'une économie ainsi qu'à sa productivité, comprimant par là même son potentiel de production. Un tel effet dit d'« hystérèse » pèse à son tour sur le taux réel d'équilibre.

Enfin, quand bien même le taux d'intérêt réel compatible avec le plein emploi resterait accessible, il convient de noter qu'un simple repli de celui-ci n'est pas dénué de risques pour la stabilité financière. Il nécessite en effet de réduire le taux réel effectif dans l'optique de stimuler l'économie. Or, des taux d'intérêt faibles tendent à favoriser l'octroi de crédits inappropriés et à encourager la prise de risques par les investisseurs, de même qu'ils donnent potentiellement lieu à la formation de bulles.

(1) Summers L. (2013), IMF 14th Annual Research Conference In Honor Of Stanley Fisher, International Monetary Fund, November 8.

(2) Cf. par exemple Teulings C. et Baldwin R. (2014), *Secular stagnation: facts, causes and cures*, VoxEU.org ebook.



## Les solutions envisagées

Une baisse du taux réel d'équilibre et/ou une tendance désinflationniste qui menace(nt) de conduire à une situation de stagnation séculaire commande(nt) a priori trois types de stratégies. Une première option est de se donner les moyens de comprimer davantage le taux réel effectif, par exemple en recourant aux instruments non conventionnels de la politique monétaire ou en relevant la cible d'inflation de la banque centrale. Bien que nécessaire, une telle approche n'est toutefois pas dépourvue de coûts potentiels en termes de stabilité financière. Une alternative consiste, comme l'avait jadis préconisé Hansen, à promouvoir l'investissement et la consommation, au détriment de l'épargne. S'il existe une multitude d'approches dans ce sens, une telle stratégie pourrait passer par une augmentation de l'investissement public couplée à des mesures incitatives en faveur de l'investissement privé et à une politique de réduction des inégalités, qui pèsent généralement sur la propension à consommer. Cette approche tend à rehausser le taux d'intérêt réel d'équilibre. Elle favorise dès lors la production et l'emploi sans pour autant porter atteinte à la stabilité financière. Enfin, de manière générale, les mesures visant à accroître le potentiel de croissance de l'économie, telles les réformes structurelles, contribuent également à une remontée du taux réel d'équilibre et sont dès lors parallèlement souhaitables. Les mesures les plus pertinentes qu'il convient d'adopter afin de se prémunir contre un tel phénomène de stagnation séculaire dépendent toutefois des spécificités de chaque économie.

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

Bien que la zone euro ait renoué avec la croissance, la situation économique reste fragile

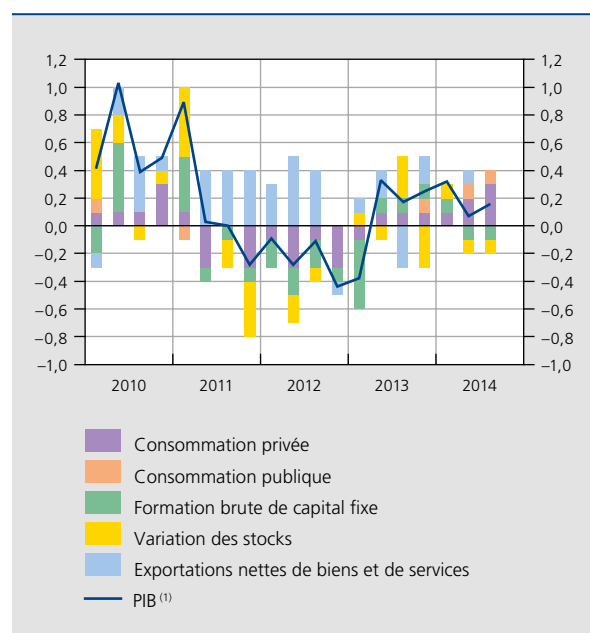
En 2014, l'évolution de l'activité a de nouveau révélé une situation économique intrinsèquement fragile dans la zone euro. Bien que légèrement positive, elle est demeurée en retrait des attentes qu'avait suscitées la reprise, pourtant modeste, amorcée dans le courant de l'année précédente. En moyenne annuelle, le PIB en volume s'est accru de 0,8 %, après qu'il avait reculé de 0,5 % l'année précédente. Ce résultat repose toutefois dans une large mesure sur l'embellie de la fin de 2013 et du premier trimestre de 2014, lorsque la croissance atteignait 0,3 % par trimestre. Déjouant les espoirs d'un renforcement graduel, elle s'est ensuite sensiblement effritée, revenant à 0,1 et 0,2 % respectivement aux deuxième et troisième trimestres.

Ce nouvel essoufflement est survenu en dépit de l'orientation accommodante de la politique monétaire, de l'amélioration des conditions de financement et du caractère moins restrictif de la politique budgétaire. Il peut certes être en partie imputé à des facteurs négatifs temporaires, tel l'accroissement du risque géopolitique induit par la crise ukrainienne. Il reflète toutefois aussi, plus fondamentalement, le bas niveau du taux de croissance potentielle de l'économie, et donc sa faible capacité de surpasser les retombées de la grande récession et de la crise de la dette souveraine. Celles-ci se manifestent toujours

dans des taux d'endettement élevés des secteurs privé et public, dans la baisse des octrois de crédits bancaires aux entreprises et aux ménages, ainsi que dans la persistance

**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)

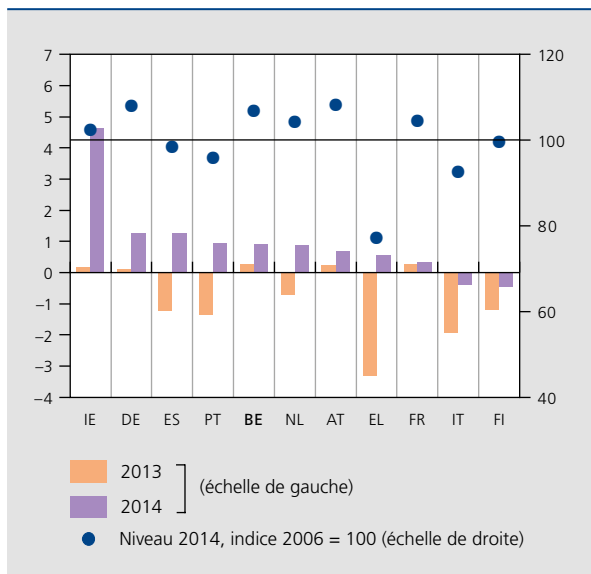


Source : CE.

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

**GRAPHIQUE 9 PIB DANS UNE SÉLECTION DE PAYS DE LA ZONE EURO**

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



Source : CE.

du niveau élevé du chômage et de la sous-utilisation chronique des facteurs de production.

À cet égard, la croissance économique dans les pays dits périphériques s'est globalement avivée au cours de l'année sous revue, au départ, il est vrai, d'un niveau d'activité toujours bas. Le PIB a ainsi rebondi de plus de 4% en termes réels en Irlande, après y être demeuré quasiment stable en 2013. L'Espagne et le Portugal sont pour leur part parvenus à muer la baisse du PIB qu'ils avaient accusée l'année précédente en une croissance positive au moins aussi élevée que la moyenne de la zone euro. Même la Grèce a pu à nouveau afficher un résultat de croissance positif, pour la première fois depuis la très grave récession qui l'a frappée. Dans ces pays, le renforcement de l'activité s'est généralement appuyé à la fois sur la poursuite de l'expansion des exportations et sur un raffermissement graduel de la demande intérieure.

La progression a été moins notable dans les pays dits du cœur de la zone euro. En Allemagne, le PIB est demeuré quasiment inchangé aux deuxième et troisième trimestres de 2014, après avoir fortement grimpé au début de l'année. La croissance a de nouveau été très modeste en France. Elle a été négative en Italie et en Finlande, ainsi qu'à Chypre.

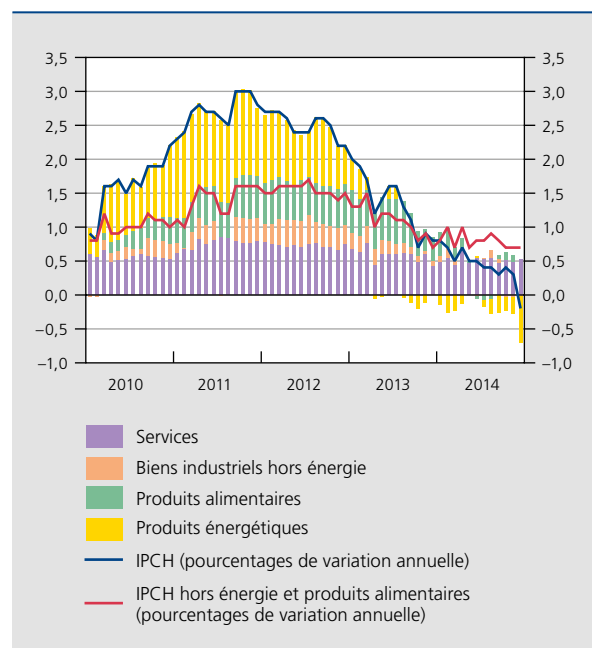
**L'inflation a continué de se replier, jusqu'à un niveau faible**

Parallèlement au ralentissement de l'activité, l'inflation a continué de sensiblement se replier dans la zone euro en 2014, poursuivant ainsi la tendance descendante entamée à la fin de 2011. Elle est en effet retombée de 1,3% en 2013 à 0,4% en moyenne en 2014, chutant même à -0,2% en décembre.

Ce net ralentissement tient, pour l'essentiel, à un fléchissement des prix de l'énergie ainsi qu'à une modération du renchérissement des produits alimentaires. Dans un contexte économique atone, l'inflation sous-jacente, qui fait abstraction des deux composantes susmentionnées, a elle aussi faibli, quoique dans une moindre mesure, puisqu'elle est revenue de 1,1 à 0,8%, essentiellement parce que la hausse des prix des services a continué de s'atténuer et que les prix des produits industriels non énergétiques n'ont que marginalement augmenté. Le bas niveau que l'inflation sous-jacente a maintenu tout au long de l'année comprend l'effet, estimé à quelque 0,2%, qui résulte du relèvement de taxes indirectes. Comme pour l'activité, la dynamique des prix observée s'est donc révélée au fil des mois sensiblement plus faible qu'attendu, en raison à la fois de pressions déflationnistes importées et des effets de la conjoncture faible dans la zone.

**GRAPHIQUE 10 INFLATION DANS LA ZONE EURO**

(contributions aux pourcentages de variation annuelle; points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : BCE.

Le recul de l'inflation dans l'ensemble de la zone euro est allé de pair avec un considérable amoindrissement de la dispersion de celle-ci entre les États membres. En effet, dans presque tous les pays, la progression de l'IPCH s'est ralentie dans une plus ou moins large mesure, revenant à un taux compris entre une valeur proche de 0 et 1 %. La Grèce a toutefois de nouveau enregistré une baisse sensible des prix à la consommation, de l'ordre de 1,5 %.

Après deux années de recul, la demande intérieure s'est raffermie

Pour l'ensemble de la zone euro, le raffermissement de l'activité économique observé en moyenne en 2014, fût-il fragile et incertain, est, dans un premier temps, à mettre au crédit de la demande intérieure.

La consommation privée, qui s'était repliée les deux années précédentes, dans la foulée de la crise de la dette souveraine, est repartie à la hausse. Ce mouvement s'est inscrit dans la ligne de la modeste amélioration du revenu disponible réel des ménages, sur fond d'amenuisement de l'inflation et de quasi-stabilisation du taux d'épargne. À l'inverse, le taux de chômage obstinément élevé et le nécessaire désendettement des ménages ont continué de peser sur leurs dépenses.

**TABEAU 2** APERÇU DES PRINCIPALES VARIABLES MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO

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

	2012	2013	2014
PIB .....	-0,7	-0,5	0,8
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	-1,3	-0,6	0,7
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	-0,2	0,2	0,6
Formation brute de capital fixe	-3,2	-2,5	0,6
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	-0,7	-0,1	0,1
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> .....	1,4	0,4	0,1
Exportations .....	2,5	2,1	3,1
Importations .....	-1,0	1,2	3,2
Inflation .....	2,5	1,3	0,4
Taux de chômage <sup>(2)</sup> .....	11,3	11,9	11,6
Solde de financement des administrations publiques <sup>(3)</sup> ....	-3,6	-2,9	-2,6
Dette brute des administrations publiques <sup>(3)</sup> ....	90,8	93,1	94,5

Source : CE.

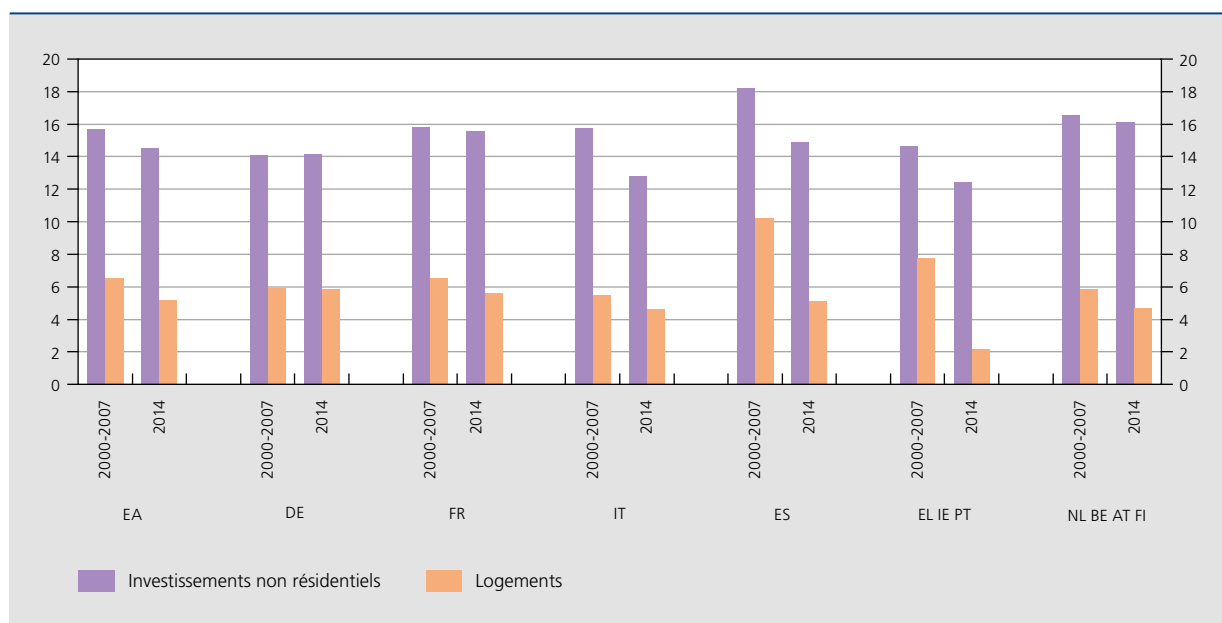
(1) Contributions à la variation du PIB, points de pourcentage.

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

(3) Pourcentages du PIB.

**GRAPHIQUE 11** INVESTISSEMENTS DANS LA ZONE EURO

(données en volume, pourcentages du PIB)



Source : CE.



La consommation publique a poursuivi son redressement, mais de manière à nouveau contenue, vu les marges budgétaires étroites dans presque tous les États membres, de sorte qu'elle n'a apporté qu'une maigre contribution à la croissance annuelle du PIB.

À l'instar de la consommation privée, les investissements ont également renoué avec une croissance positive en 2014 dans l'ensemble de la zone euro. Ce rebond a été porté par l'acquisition de biens d'équipement, tandis que les dépenses en construction ont continué de se contracter, fût-ce dans une moindre mesure que les années précédentes. S'inscrivant dans un contexte économique fragile, la progression des investissements est demeurée hésitante. En effet, le faible degré d'utilisation des capacités de production, la modestie de la demande, le caractère limité des octrois de crédits bancaires et le regain d'incertitude ont continué de la brider.

Ainsi, s'il constitue une inflexion positive, le regain de dynamisme observé en 2014 est loin d'être suffisant pour effacer les effets négatifs que la crise économique et financière avait induits sur la constitution du stock de capital physique dans l'économie. Rapporté au PIB, le taux d'investissement de l'ensemble de la zone euro est en effet toujours inférieur à celui enregistré en moyenne de 2000 à 2007, et ce pour les investissements tant résidentiels que non résidentiels. Certains pays, comme l'Allemagne, ont maintenu leur formation brute de capital fixe au niveau d'avant la crise. En revanche, le taux d'investissement a reculé dans d'autres économies du cœur de la zone euro, comme les Pays-Bas, l'Autriche ou la Finlande, et plus encore en Italie, en Espagne et dans les pays soumis à un programme d'ajustement. Dans la plupart de ces derniers pays, les investissements se sont stabilisés, voire redressés en 2014, au terme de plusieurs années de contraction.

Pour leur part, les exportations de la zone euro ont également regagné en vigueur durant l'année, sur fond d'expansion graduelle des marchés extérieurs. Les réformes mises en œuvre notamment dans les pays en ajustement ont concouru à rétablir leur compétitivité, qui était gravement obérée. Par ailleurs, les effets différés de l'appréciation antérieure de l'euro ont sans doute encore pesé en 2014, avant que la monnaie européenne ne se replie rapidement par rapport au dollar des États-Unis ou à la livre sterling durant le second semestre. Par solde, les exportations nettes de la zone euro considérée dans son ensemble n'ont néanmoins apporté qu'une maigre contribution à la croissance du PIB, le rythme de progression des importations s'étant également accéléré.

Les réformes visant à renforcer le potentiel de croissance doivent être consolidées et poursuivies

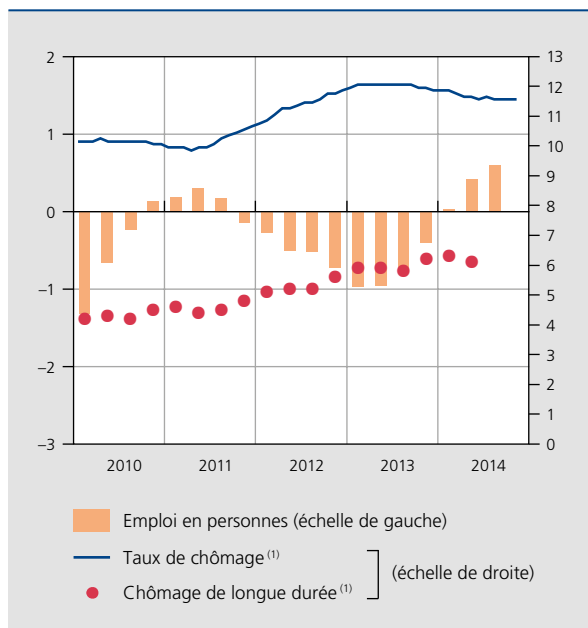
Parallèlement au raffermissement de l'activité, la situation sur le marché du travail s'est également quelque peu améliorée dans la zone euro. Alors que l'emploi avait encore sensiblement reculé les deux années précédentes, des postes de travail nets ont à nouveau été créés depuis le début de 2014, ce qui, en moyenne sur l'année, s'est traduit par une légère croissance de l'emploi, de l'ordre de 0,4 %. Le taux de chômage s'est pour sa part quelque peu replié durant le premier semestre de l'année, mais il a encore atteint 11,6 % de la population active en 2014, contre 11,9 % l'année précédente.

Ce niveau est toujours élevé, non seulement comparativement aux autres grandes économies mondiales, mais aussi par rapport au taux de chômage moyen dans la zone euro ces deux dernières décennies. À cet égard, il convient de préciser que le chômage de longue durée n'a quasiment pas cessé de grimper depuis la crise financière et qu'il représente dès lors une part croissante du chômage total.

Le taux de chômage a surtout baissé dans les pays dits périphériques de la zone euro, principalement en Irlande et au Portugal, ainsi que, dans une moindre mesure,

**GRAPHIQUE 12 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO**

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

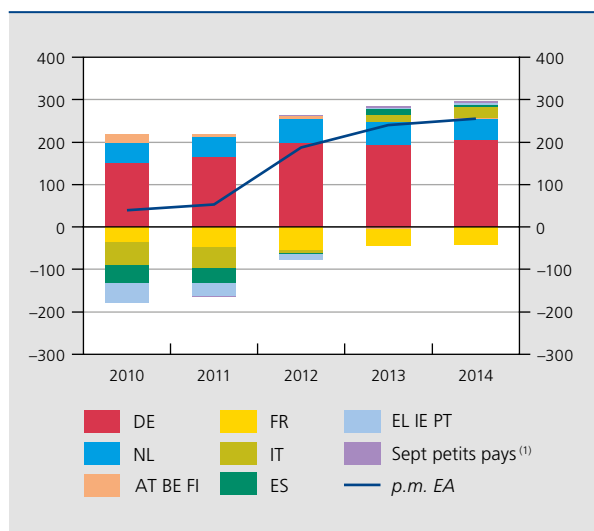


Sources : CE, BCE.

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

**GRAPHIQUE 13 SOLDE DES OPÉRATIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

(données annuelles, milliards d'euros)



Source : CE.

(1) Slovaquie, Luxembourg, Slovénie, Lettonie, Estonie, Chypre et Malte.

en Espagne et en Grèce. Exception faite de l'Irlande, le niveau du chômage y est toutefois resté considérable. Les taux de chômage les plus élevés ont été enregistrés en Grèce et en Espagne, où ils ont avoisiné 25 % de la population active. En Grèce, il s'agit pour l'essentiel de chômeurs de longue durée.

Dans la zone euro, l'atonie persistante de la demande intérieure, en particulier des investissements, depuis la crise financière s'est accompagnée d'un excédent croissant sur les comptes courants de la balance des paiements, lequel s'est établi à 2,5 % du PIB pendant l'année sous revue. D'une part, les pays dits périphériques, dont le solde du compte courant était largement négatif avant la crise, ont depuis lors fortement comprimé leur déficit, voire l'ont transformé en un excédent. Les réformes qu'ils ont introduites ont contribué à améliorer leur compétitivité. En outre, l'apathie de la demande intérieure et l'effondrement des investissements dans ces pays ont pesé sur leur demande à l'importation. Ce dernier facteur explique aussi amplement pourquoi le déficit du compte courant s'est mué en un excédent en Italie. La France, par contre, continue d'afficher un important déficit courant. D'autre part, les soldes courants dans les pays traditionnellement en excédent ne se sont pas réduits. Le surplus atteignait ainsi toujours 7 % du PIB en Allemagne, et même presque 8 % aux Pays-Bas. Dans un contexte d'embellie conjoncturelle et de raffermissement graduel de la demande intérieure dans les pays dits périphériques, le rééquilibrage

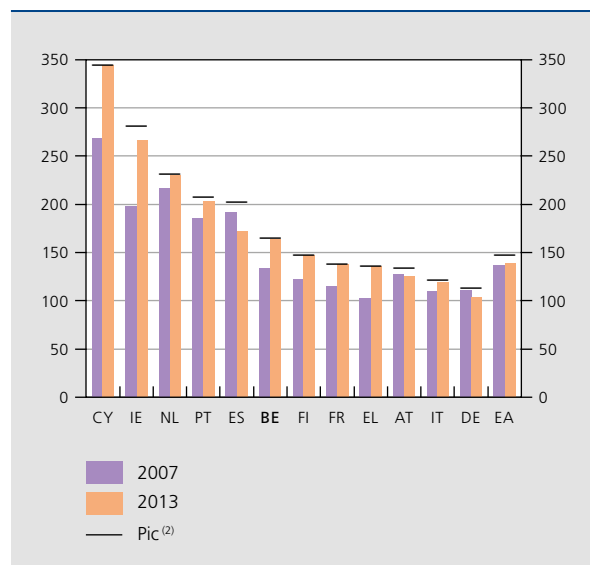
des comptes courants au sein de la zone euro s'est cependant quelque peu ralenti au cours de l'année sous revue. Les soldes courants ont ainsi moins progressé que les années précédentes en Irlande, au Portugal et en Italie, tandis qu'ils se sont même un peu détériorés en Espagne et en Grèce.

Les réformes économiques menées dans les pays ayant mis en œuvre un programme d'ajustement commencent à porter leurs fruits. Cela dit, une série de facteurs sont susceptibles de freiner la reprise économique. Ainsi, l'endettement global des ménages et des sociétés non financières de l'ensemble de la zone euro, mesuré sur une base consolidée, c'est-à-dire en faisant abstraction des avoirs et engagements financiers réciproques au sein d'un même secteur, se montait encore à quelque 139 % du PIB à la fin de 2013, un niveau légèrement inférieur au pic de 146 % du PIB atteint en 2009. Par comparaison, le mouvement de désendettement a été plus prononcé aux États-Unis, même si le taux d'endettement du secteur privé non financier y reste plus important. Il est revenu de quelque 165 % du PIB au déclenchement de la crise à 147 % à la fin de 2013.

Au sein de la zone euro, en dépit d'ajustements parfois substantiels, le niveau de la dette reste largement supérieur à la moyenne en Irlande, au Portugal, ainsi qu'aux

**GRAPHIQUE 14 DETTE CONSOLIDÉE DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER DANS LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>**

(encours en fin d'année, pourcentages du PIB)



Source : BCE.

(1) Les pays sont classés par ordre décroissant du pic de l'endettement du secteur privé non financier.

(2) Pic de l'endettement des ménages et des sociétés non financières sur la période 2007-2013.

Pays-Bas, où l'endettement hypothécaire des ménages dépasse largement celui enregistré dans la plupart des autres États membres. À Chypre, l'endettement du secteur privé non financier est devenu de loin le plus élevé de la zone euro. En outre, bon nombre de pays de la zone euro sont confrontés à une dette publique considérable. Même si l'endettement du secteur privé non financier demeure relativement limité en Grèce et en Italie, les administrations publiques y affichent les taux d'endettement les plus hauts de la zone euro. À Chypre, en Irlande et au Portugal, l'important endettement des administrations publiques vient s'ajouter à celui du secteur privé non financier.

### La consolidation budgétaire s'est ralentie dans la zone euro

Sur le plan budgétaire, la consolidation s'est ralentie en 2014, après que le besoin net de financement des

administrations publiques de l'ensemble de la zone euro avait considérablement baissé entre 2010 et 2013. Le déficit budgétaire s'est certes encore réduit, retombant de 2,9 % du PIB en 2013 à 2,6 %, mais l'amélioration a été plus lente que les années précédentes. De plus, elle est partiellement attribuable à un environnement économique plus favorable, puisque le déficit public structurel, à savoir le solde net de financement corrigé des influences conjoncturelles et temporaires, n'a guère diminué, de 1,2 % du PIB en 2013 à 1,1 % en 2014.

À l'exception de l'Allemagne et du Luxembourg, pays dont le budget des administrations publiques était pratiquement en équilibre, les administrations publiques de tous les États membres de la zone euro ont affiché un besoin net de financement. Dans plusieurs pays, le déficit s'est creusé en 2014. Il est resté stable au Portugal, tandis qu'il a reculé de manière significative en Irlande, en Espagne et en Grèce, de même qu'en Slovénie et à

**TABLEAU 3** SOLDE BUDGÉTAIRE ET ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO  
(pourcentages du PIB)

	Solde net de financement des administrations publiques		Solde structurel des administrations publiques		Dette publique	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Allemagne	0,1	0,2	0,6	0,7	76,9	74,5
France	-4,1	-4,4	-3,3	-3,0	92,2	95,5
Italie	-2,8	-3,0	-0,8	-0,9	127,9	132,2
Espagne	-6,8	-5,6	-2,3	-2,2	92,1	98,1
Pays-Bas	-2,3	-2,5	-0,6	-0,5	68,6	69,7
<b>Belgique</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2 e</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8 e</b>	<b>104,5</b>	<b>106,5 e</b>
Autriche	-1,5	-2,9	-1,3	-1,1	81,2	87,0
Grèce	-12,2	-1,6	3,1	2,0	174,9	175,5
Finlande	-2,4	-2,9	-0,7	-1,1	56,0	59,8
Irlande	-5,7	-3,7	-4,8	-3,8	123,3	110,5
Portugal	-4,9	-4,9	-1,9	-1,3	128,0	127,7
Slovaquie	-2,6	-3,0	-1,4	-2,1	54,6	54,1
Luxembourg	0,6	0,2	2,0	1,1	23,6	23,0
Slovénie	-14,6	-4,4	-1,8	-2,5	70,4	82,2
Lettonie	-0,9	-1,1	-1,0	-1,5	38,2	40,3
Estonie	-0,5	-0,4	-1,1	-0,8	10,1	9,9
Chypre	-4,9	-3,0	-2,1	-0,8	102,2	107,5
Malte	-2,7	-2,5	-2,7	-2,7	69,8	71,0
<i>p.m. Zone euro</i>	-2,9	-2,6	-1,2	-1,1	93,1	94,5

Sources : CE, BNB.

Chypre. Dans ce dernier pays, ainsi qu'en Irlande et au Portugal, cette évolution s'est accompagnée d'un repli substantiel du déficit public structurel. En Grèce, où les coûts de la recapitalisation des banques avaient porté l'impasse budgétaire à 12,2 % du PIB en 2013, le déficit public est revenu à 1,6 % du PIB en 2014, en raison à la fois d'une réforme de la fiscalité et de mesures d'économie au niveau des dépenses.

Au total, selon les prévisions d'automne de la Commission européenne (CE), le déficit public était encore clairement supérieur au seuil de 3 % du PIB en Espagne, au Portugal, en France, en Slovénie et en Irlande. Outre ces pays, Chypre, la Grèce et Malte faisaient elles aussi toujours l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs (EDP) à la fin de l'année sous revue. À l'occasion de l'évaluation des plans budgétaires pour 2015, à laquelle elle a procédé en novembre 2014, la CE a constaté, sur la base des informations disponibles à ce moment-là, que la France n'avait pas donné suite de manière effective aux recommandations du Conseil dans

le cadre de l'EDP en vue d'atteindre les objectifs budgétaires pour l'année 2014. Elle arrêtera sa position sur cette question au début de mars 2015. Du reste, s'agissant des pays de la zone euro, le Conseil Ecofin a clôturé dans le courant de l'année sous revue les procédures à l'encontre de la Belgique, des Pays-Bas, de l'Autriche et de la Slovaquie.

La dette publique de l'ensemble de la zone euro a continué de croître, pour ressortir à 94,5 % du PIB à la fin de 2014. Cette augmentation a cependant été moins vive que les années précédentes, en raison d'un solde budgétaire primaire quasiment à l'équilibre et d'une atténuation de l'effet boule de neige généré par les charges d'intérêts. La progression a été quasi généralisée, touchant la plupart des pays de la zone euro. La chute du taux d'endettement public de l'Irlande tient principalement à la liquidation de l'Irish Bank Resolution Corporation, initiée en 2013. À l'inverse, la reprise par les autorités d'actifs dépréciés d'une banque en démantèlement a alourdi la dette publique en Autriche.

## Encadré 2 – Réformes structurelles dans la zone euro

La situation économique hésitante et fragile de nouveau observée dans la zone euro en 2014, dans un contexte où la politique monétaire restait très accommodante et où l'orientation restrictive de la politique budgétaire avait été atténuée, illustre clairement les difficultés qu'éprouve la zone à maintenir une dynamique de croissance durablement robuste et résiliente. Parallèlement aux actions entreprises depuis la crise pour asseoir les finances publiques, pour stabiliser le secteur financier, pour réformer les systèmes de pension et, dans certains pays, pour redresser une compétitivité gravement obérée, la nécessité d'améliorer en profondeur le fonctionnement général de l'économie s'impose de manière inéluctable. Elle est plus pressante encore pour le bon fonctionnement de l'union monétaire parce que les effets de débordement entre les États membres sont importants et que ces derniers n'ont plus le loisir de corriger des déséquilibres macroéconomiques a posteriori en dévaluant leur monnaie.

Ces leçons ont entre-temps bien été tirées, et la gouvernance économique européenne a été renforcée par la mise en place de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) dans le cadre du semestre européen et des recommandations spécifiques aux pays, dont beaucoup portent sur la politique structurelle.

La priorité doit désormais être accordée à la mise en œuvre effective des réformes dans les États membres. Une accélération du rythme de celles-ci a de fait été constatée dans les pays les plus vulnérables, notamment sous la pression des marchés financiers et de la troïka, qui veille au respect des conditions associées aux programmes d'aide auxquels ont fait appel un certain nombre de ces pays. En revanche, la pression en faveur de la mise en œuvre de réformes approfondies a souvent fait défaut dans les pays du cœur de la zone euro.

### Réformes structurelles sur les marchés du travail et de produits : état des lieux

Un fonctionnement fluide des marchés de produits et du travail permet une allocation plus efficace du capital et de la main-d'œuvre et favorise leur utilisation dans les entreprises les plus productives. De telles réallocations,

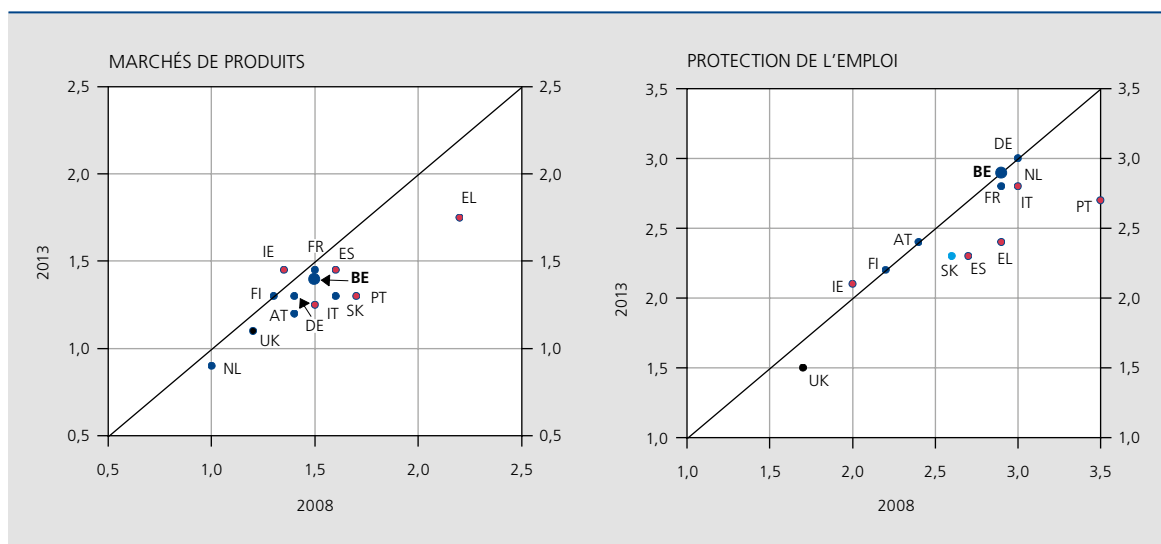


lorsqu'elles se déroulent de manière souple, permettent de limiter le degré et la durée de la perte de production et d'emplois en période de récession.

L'ampleur des mesures prises depuis la grande récession varie selon les pays. En ce qui concerne les marchés de produits, elles ont été plus importantes dans les pays sous programme, à savoir la Grèce, l'Espagne et le Portugal, mais également en Slovaquie et en Italie. Elles ont été moins significatives dans les pays du cœur de la zone euro, en particulier en France, en Allemagne et en Belgique. Ce sont surtout l'achèvement du marché unique des services et l'ouverture de celui-ci à une concurrence accrue qui s'avèrent être un processus complexe et de très longue haleine. Par ailleurs, presque tous les pays de la zone euro ont multiplié les initiatives pour réformer l'organisation et le fonctionnement du marché du travail. Celles-ci portaient principalement sur le renforcement des incitants financiers au travail, sur l'activation des chômeurs et sur les modalités des allocations de chômage et des régimes de prépension. En revanche, elles ne touchent guère au processus de formation des salaires. Quelques États membres ont simplifié les procédures de licenciements collectif et individuel et/ou ont réduit les primes de licenciement afin de stimuler l'emploi tout en luttant contre la segmentation du marché du travail. D'ambitieuses réformes ont été menées au Portugal, en Espagne, en Grèce et en Slovaquie.

#### INDICATEURS SYNTHÉTIQUES RELATIFS À LA RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS EN EUROPE

(échelle de 0 à 6, du moins restrictif au plus restrictif)



Source : OCDE.

### L'incidence de réformes structurelles

Le FMI et la CE ont effectué récemment deux exercices de simulation visant à estimer l'incidence d'un ensemble de réformes structurelles sur la croissance des régions (FMI) ou des pays individuels (CE) de la zone euro. Ces simulations partent du principe que tous les pays de la zone euro appliquent les réformes simultanément. Elles modélisent les réformes structurelles comme des variations d'une série d'indicateurs structurels du marché du travail et des marchés de produits, mais n'établissent pas de lien avec les mesures politiques qui pourraient les avoir occasionnées. Elles adoptent ensuite une approche de type « distance jusqu'à la frontière » (distance to frontier) pour quantifier le potentiel de réforme d'un pays en se fondant sur l'écart entre le score du pays considéré et

celui du pays le plus performant, considéré comme la référence, pour chaque indicateur structurel figurant dans le modèle. Enfin, l'hypothèse est faite qu'un pays mettra en place une série de mesures qui permettront, pour chaque indicateur considéré, de réduire linéairement de moitié l'écart par rapport à la référence sur une période de cinq ans. L'incidence estimée sur la production potentielle est déterminée notamment par la forme des modèles utilisés, par les indicateurs structurels retenus et par la définition de la référence. La prudence est donc de mise lorsqu'il s'agit d'interpréter et de comparer les résultats.

#### INCIDENCE POTENTIELLE D'ENSEMBLES DE RÉFORMES STRUCTURELLES SUR LA PRODUCTION POTENTIELLE

(écarts en pourcentage par rapport au scénario de base)

	Après un an	Après cinq ans	Après dix ans	À long terme <sup>(3)</sup>
<b>FMI<sup>(1)</sup></b>				
Zone euro	1,2	4,1		12,3
Cœur (zone euro, hors périphérie)	1,1	3,7		10,6
Périphérie (EL, ES, IE, IT, PT)	1,4	4,8		15,4
<b>CE<sup>(2)</sup></b>				
Cœur (BE, DE, FR, NL, AT, FI)		3,2 (DE) – 5,5 (BE)	5,5 (DE) – 10,4 (BE)	8,7 (DE) – 17,9 (BE)
Périphérie (EL, ES, IE, IT, PT)		2,4 (PT) – 4,5 (EL)	5,5 (PT) – 9,7 (EL)	10,0 (ES) – 17,6 (EL)

Sources: IMF (2014), «Jobs and growth: Supporting the European recovery», (Chapter 7), et Varga J. et J. in 't Veld (2014), «The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise», European Economy Economic Papers 541, December.

- (1) Le FMI utilise le modèle GIMF et suppose qu'un ensemble de réformes visant les marchés de produits, le marché du travail et la structure fiscale seront progressivement instaurées au cours des cinq premières années. Ces réformes permettent de réduire de moitié l'écart par rapport au pays de l'OCDE le plus performant (varie selon les critères).
- (2) L'UE utilise le modèle QUEST et suppose qu'un ensemble de réformes visant les marchés de produits, le marché du travail, la structure fiscale, les dépenses de R&D et la structure des qualifications seront progressivement mises en place. Ces réformes permettent de réduire de moitié l'écart par rapport à la moyenne des trois États membres de l'UE les plus performants (varient selon les critères).
- (3) L'horizon à long terme s'étend jusqu'en 2060 pour les calculs du FMI, tandis qu'il est de 20 ans pour les calculs de la CE.

L'incidence de réformes structurelles se fait surtout sentir à moyen et à long termes. Une influence positive peut toutefois aussi s'exercer à court terme, en raison du rétablissement de la confiance. Les pays ou les régions qui doivent en moyenne combler un écart plus important par rapport aux meilleures pratiques ont logiquement le plus à gagner à des réformes structurelles ambitieuses. Comme mentionné ci-avant, cet écart est en moyenne plus grand en périphérie qu'au cœur de la zone euro, même s'il règne au sein de ces deux groupes une forte hétérogénéité entre les pays. Ainsi, dans la périphérie, la Grèce a encore un long chemin à parcourir, tandis que l'Irlande se caractérise par un haut degré de flexibilité.

Si un pays est seul à mettre en œuvre des réformes, l'incidence sur le PIB après 20 ans sera, selon la CE, inférieure d'environ 3 points de pourcentage au scénario énoncé ci-dessus dans le cas d'économies ouvertes de petite taille comme les Pays-Bas, la Belgique ou l'Autriche. La différence pour des économies fermées comme la Grèce et le Portugal sera en revanche négligeable. Les effets de contagion positifs qui se matérialisent dans le scénario de réformes communes grâce à l'affermissement de la demande auprès des partenaires commerciaux apparaissent donc plus importants que ceux de compétitivité par rapport aux partenaires commerciaux, dans le scénario dans lequel un seul pays instaure des réformes.

Dans le contexte actuel de taux d'intérêt nominal nul, l'effet de réformes structurelles sur la croissance pourra initialement être légèrement négatif, du fait de leur influence sur le taux d'intérêt réel, comme relevé par la CE dans une publication récente<sup>(1)</sup>. Celle-ci souligne toutefois que cela ne justifie pas de différer les réformes car

(1) EC (2014) «Special issues on the euro area economy», *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 13, N° 3.

les coûts liés à la perte de crédibilité qui en résulteraient seraient vraisemblablement nettement plus élevés. Au contraire, un engagement résolu en faveur de réformes structurelles permettra d'atténuer les incertitudes quant à l'avenir, ce qui peut engendrer un recul de l'épargne de précaution.

### 1.3 Politique monétaire de l'Eurosystème

Risques orientés à la baisse pour la stabilité des prix

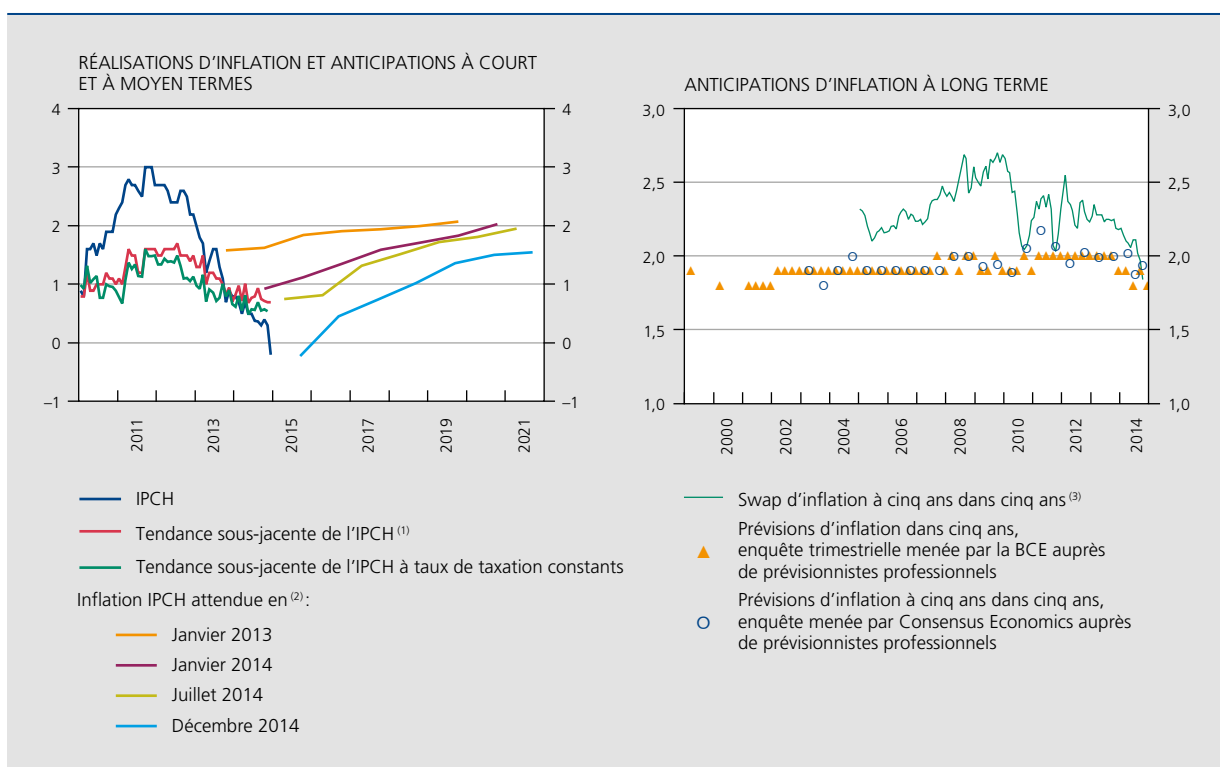
#### Analyse économique

Tandis qu'un optimisme mesuré prévalait au début de 2014, le Conseil des gouverneurs a dû faire face à une

dégradation régulière des perspectives économiques pour la zone euro. Celle-ci a été particulièrement prononcée au quatrième trimestre, en dépit de certains signes de stabilisation de l'activité en fin d'année. Dans ce contexte, il était attendu que la résorption des capacités de production excédentaires se fasse de manière lente et graduelle.

Au fil des mois, comme pour l'activité économique, la dynamique de l'inflation observée s'est, pour sa part, avérée sensiblement plus modérée qu'attendu, et les projections en la matière ont également systématiquement été révisées à la baisse. En fin d'année, l'inflation est tombée

**GRAPHIQUE 15 INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO**  
(pourcentages de variation annuelle)



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

(1) IPCH à l'exclusion des produits alimentaires et énergétiques.

(2) Mesurée sur la base de la cotation à terme implicite d'un swap d'inflation à un an. Les indices des prix à la consommation étant publiés avec un certain retard, les contrats de swap d'inflation reflètent l'inflation attendue pour le mois précédant de trois mois leur date d'échéance. Ainsi les contrats de décembre 2014 traduisent les taux d'inflation prévus pour les mois de septembre des années suivantes.

(3) 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.



à des niveaux particulièrement bas et fort éloignés de l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs, à savoir un taux inférieur à, mais proche de 2 %.

En outre, tout au long de l'année, le Conseil des gouverneurs a estimé que ces perspectives économiques étaient exposées à des risques baissiers, liés en particulier aux évolutions géopolitiques, à l'insuffisance des réformes structurelles dans les pays de la zone euro et à une dynamique de reprise toujours balbutiante. Dès le mois d'avril, il a également systématiquement fait état de risques relatifs à une période trop prolongée de faible inflation. Comme l'explique l'encadré ci-après, si la perspective de tomber en déflation est restée considérée comme limitée, une situation d'inflation trop faible comporte également son lot de risques et de problèmes.

Les anticipations d'inflation à court et à moyen termes du secteur privé ont confirmé et même amplifié l'évaluation

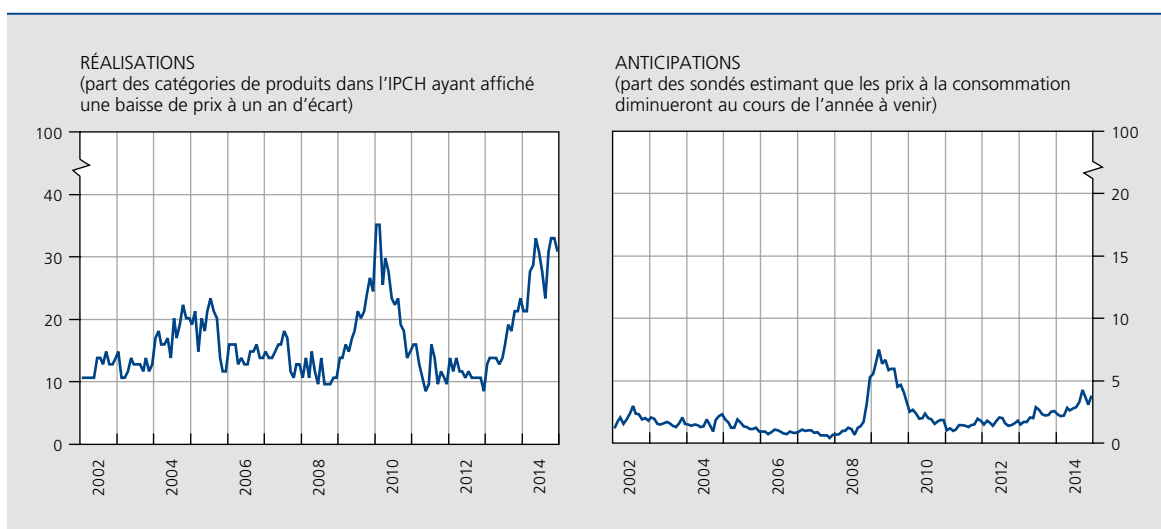
du Conseil des gouverneurs, ne prévoyant qu'un retour lent et très progressif de l'inflation vers des niveaux compatibles avec la définition de la stabilité des prix. Dans la foulée d'une série de surprises à la baisse de l'inflation observée, elles se sont par ailleurs inscrites en net recul sur l'ensemble de l'année. Les anticipations à long terme tirées des données financières ont également suivi une tendance décroissante, tombant à un plancher historique en fin d'année. Cette évolution a suscité la crainte d'un possible désancrage des attentes d'inflation, une inquiétude appuyée par le niveau relativement bas des anticipations à long terme extraites des données d'enquêtes. Ces dernières sont disponibles selon une fréquence moindre que les données financières, mais elles n'incorporent pas de primes de risque. Bien que minime, la contraction est préoccupante dans la mesure où ces données sont typiquement stables dans le cadre d'une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix.

### Encadré 3 – Pourquoi une inflation durablement basse pose-t-elle problème ?

L'objectif premier de la BCE est le maintien de la stabilité des prix, définie comme une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme dans la zone euro. Une évolution stable et prévisible des prix contribue en effet à un meilleur fonctionnement de l'économie. A contrario, des variations imprévues de l'inflation peuvent conduire à des résultats macroéconomiques sous-optimaux, par exemple en raison de distorsions dans le signal émanant de la

#### IMPORTANCE DES BAISES DE PRIX DANS LA ZONE EURO

(données mensuelles, pourcentages)



Source: CE.

formation des prix individuels, de redistributions arbitraires des revenus et des richesses, ou encore de l'incertitude qu'elles génèrent lors de la prise de décisions à long terme. Les fluctuations de l'inflation ne sont toutefois pas toutes également nuisibles, pas plus qu'elles n'appellent toutes une réaction de la politique monétaire: beaucoup dépend de la nature du choc à l'origine de ces mouvements. Ainsi, en cas de choc de demande négatif, tant l'inflation que l'activité économique subissent des pressions à la baisse. Une action de politique monétaire rapide est alors recommandée puisqu'un stimulus monétaire stabilise les deux variables. Par contre, dans le cas d'un choc d'offre positif – qui exerce une pression baissière sur l'inflation mais soutient en même temps le potentiel économique –, la politique monétaire se trouve face à un dilemme. Une réaction plus progressive peut alors être indiquée, du moins si les anticipations d'inflation restent bien ancrées. Si cette dernière condition n'est pas rencontrée et si le choc d'offre positif ne s'accompagne pas d'une augmentation de la demande et donne donc lieu à une pression à la baisse persistante sur l'inflation, une intervention de politique monétaire rapide est alors de mise.

Plusieurs facteurs expliquent la tendance baissière de l'inflation dans la zone euro depuis la fin de 2011. Au niveau mondial, les prix des matières premières ont accusé un recul sensible, tandis que la progression des prix alimentaires est demeurée modeste. La pression à la baisse ainsi exercée sur les prix à l'importation a par ailleurs été renforcée par l'appréciation de l'euro, qui s'est maintenue jusqu'au début de mai 2014. En soutenant le pouvoir d'achat des consommateurs, ces facteurs d'offre externes influent favorablement sur l'économie de la zone euro. En outre, un processus de rééquilibrage est en cours au sein de la zone euro, les pays périphériques s'efforçant, notamment par des réformes structurelles, de rétablir leur compétitivité par rapport aux pays du cœur. La contraction de l'inflation dans les pays périphériques résultant de ces réformes au niveau du potentiel de production de l'économie peut être considérée comme nécessaire et bénéfique. Au-delà de ces facteurs, la persistance d'une inflation faible est toutefois essentiellement imputable à l'atonie de la demande dans la zone euro, laquelle pèse sur l'activité économique, sur les salaires et sur les bénéfices, et donc aussi sur les prix. Comparée au repli de l'inflation induit par une diminution des prix à l'importation, cette dernière n'est pas source de gains de pouvoir d'achat.

L'inflation dans la zone euro se situe ainsi depuis une période prolongée en deçà d'un niveau compatible avec la stabilité des prix, et elle ne devrait remonter que très lentement vers 2 %, comme l'indique la baisse persistante des anticipations d'inflation, à la fois à court, à moyen et à long termes. Néanmoins, le Conseil des gouverneurs de la BCE estime que le risque de déflation (défini comme un processus auto-entretenu de baisse des prix, qui risque notamment d'entraîner un comportement de report des achats) dans la zone euro est limité. La proportion des biens et des services du panier de consommation qui ont enregistré une variation annuelle des prix négative s'est certes accrue dans le courant de 2014, mais elle n'a pas excédé le niveau observé en 2009. L'enquête mensuelle de la CE fait en outre apparaître que seule une part très limitée des consommateurs s'attend à une diminution des prix à la consommation au cours des douze prochains mois.

Même en l'absence d'une diminution généralisée des prix, une longue période d'inflation trop basse occasionne des dommages, en particulier lorsqu'elle résulte d'un tassement de la demande et qu'elle s'accompagne d'un désancrage des anticipations d'inflation. Un recul imprévu de l'inflation accroît la valeur réelle des encours de dettes puisque le taux d'intérêt réel s'avère a posteriori supérieur à ce qui avait été prévu ex ante. Lorsque l'inflation reste durablement inférieure à l'objectif, une redistribution des richesses s'opère donc des débiteurs vers les prêteurs. Ce même phénomène se produit également en sens inverse, en cas d'inflation durablement supérieure à l'objectif. Une inflation trop faible est toutefois susceptible d'exercer un effet négatif supplémentaire sur la demande, dans la mesure où les débiteurs, obérés d'une dette réelle plus élevée, ont en principe une propension à consommer plus grande que celle des prêteurs. En cas d'endettement important, comme c'est le cas pour la zone euro, un repli inattendu de l'inflation peut brider la reprise économique, en ce qu'elle complique le désendettement et est de nature à exacerber le fléchissement de la demande. À cet égard, il convient de remarquer que ce sont les pays périphériques de la zone euro qui sont confrontés au plus gros défi: ils affichent à la fois l'inflation la plus faible et les dettes les plus lourdes.



Comme évoqué ci-dessus, le faible taux d'inflation dans les pays périphériques témoigne, dans une certaine mesure, du succès des réformes structurelles menées en vue de redresser la compétitivité. Il n'est toutefois pas compensé par un taux de croissance supérieur à 2 % des salaires et des prix dans les autres pays, si bien que, par solde, l'inflation dans l'ensemble de la zone euro reste trop basse. Cette situation complique et freine le processus d'adaptation, qui requiert une diminution relative des salaires et des prix, c'est-à-dire uniquement par rapport au reste de la zone euro et pas nécessairement en termes absolus. Ainsi, avec une inflation proche de 2 % en moyenne dans la zone euro, un gel des prix et des salaires dans les pays périphériques pourrait suffire à parvenir assez rapidement à un ajustement des prix relatifs. Dans un contexte d'inflation basse, en revanche, des réductions en termes absolus des salaires et des prix sont nécessaires à cette fin. Pour des raisons d'ordres divers, les travailleurs et les entreprises y sont réticents<sup>(1)</sup>, ce qui ralentit le processus d'adaptation dans les pays périphériques, y fait gonfler le chômage et y érode davantage la demande. Les effets positifs des réformes structurelles sur le marché du travail et sur celui des produits peinent dès lors à se déployer.

Enfin, dans un environnement caractérisé par une faible inflation, mener une politique monétaire suffisamment accommodante peut se révéler plus ardu. En effet, le taux d'intérêt nominal – qui correspond à la somme du taux d'inflation attendu et du taux d'intérêt réel – présente un plancher aux alentours de 0 %. Une fois que le taux directeur s'établit à cet étiage, comme c'est actuellement le cas dans la zone euro, la banque centrale perd l'instrument qui lui permet en temps normal de comprimer davantage le taux réel à court terme. Si les anticipations d'inflation sont fermement ancrées, la situation n'est pas forcément problématique, pour autant que le taux réel négatif ainsi obtenu soit suffisamment accommodant. Ce scénario n'en comporte pas moins des risques. Par exemple, il se peut que le taux réel, fût-il déjà négatif, demeure trop élevé par rapport au niveau du taux réel d'équilibre<sup>(2)</sup>, par exemple en raison d'une baisse additionnelle et persistante de la demande. Par ailleurs, des anticipations d'inflation qui ne seraient plus ancrées et afficheraient une tendance à la baisse induiraient une pression haussière sur le taux réel et une politique monétaire involontairement plus restrictive. La politique monétaire traditionnelle pourrait alors s'avérer incapable de ramener l'activité économique à son niveau potentiel. Cela aggraverait le risque de voir persister une croissance très faible pendant une période prolongée, un phénomène baptisé « stagnation séculaire »<sup>(3)</sup>, de nature à laisser des cicatrices sur le potentiel de croissance.

Une banque centrale confrontée à un tel environnement peut certes chercher son salut dans des mesures alternatives. Ces dernières doivent permettre, même si les taux directeurs sont au plus bas, de mener une politique accommodante afin que l'inflation et les anticipations d'inflation renouent avec un niveau stable proche de l'objectif, de manière à limiter les effets négatifs décrits ici. Les mesures prises par l'Eurosystème sont de fait à considérer à la lumière de ces éléments.

(1) Pour des études portant, entre autres, sur les rigidités à la baisse des salaires et des prix dans la zone euro, cf. les travaux de deux groupes de travail de l'Eurosystème, à savoir le Wage Dynamics Network et le Inflation Persistence Network.

(2) Le taux réel d'équilibre est le taux qui prévaut lorsque la production atteint son niveau potentiel. Il constitue en outre une référence pour l'orientation de la politique monétaire : si le taux réel est supérieur à son équivalent d'équilibre, la politique monétaire est restrictive, tandis que s'il y est inférieur, la politique monétaire est accommodante.

(3) Pour une vue d'ensemble sur le sujet, cf. encadré 1.

## Analyse monétaire

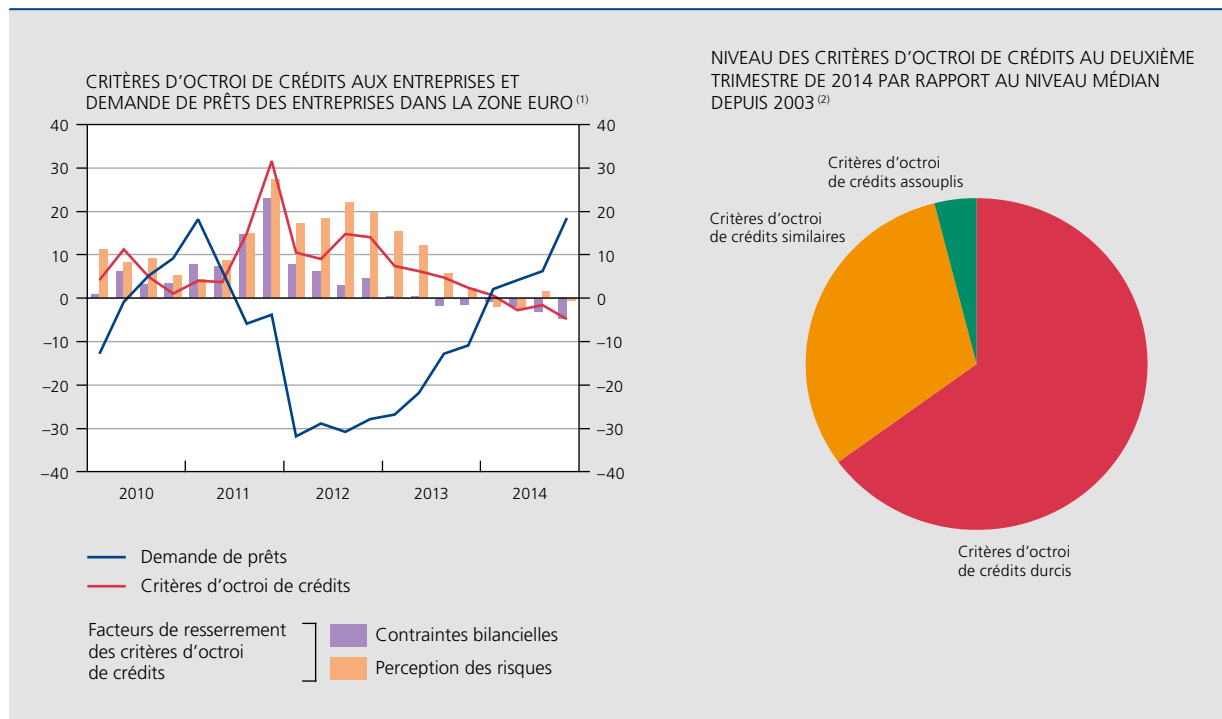
Le scénario tablant sur des tensions inflationnistes particulièrement contenues pendant un laps de temps étendu a largement été corroboré par les évolutions de la monnaie et du crédit.

L'évolution des prêts bancaires au secteur privé non financier est demeurée amorphe, grevée notamment par l'atonie de l'activité économique et par l'ajustement

en cours des bilans. Des signes de retournement dans la dynamique des prêts sont toutefois apparus dans le courant du premier trimestre. Bien qu'il se soit largement maintenu en terrain négatif, le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises est ainsi passé de -3,2 à -1,3 % entre février et novembre, tandis que celui des prêts aux ménages s'est hissé de 0,2 à 0,7 % entre janvier et novembre. En phase avec ces développements, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (bank lending survey – BLS) ont fait état d'un

**GRAPHIQUE 16 ENQUÊTE DE L'EUROSYSTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE DANS LA ZONE EURO**

(données trimestrielles)



Source : BCE.

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

(2) Pourcentages nets des réponses des banques.

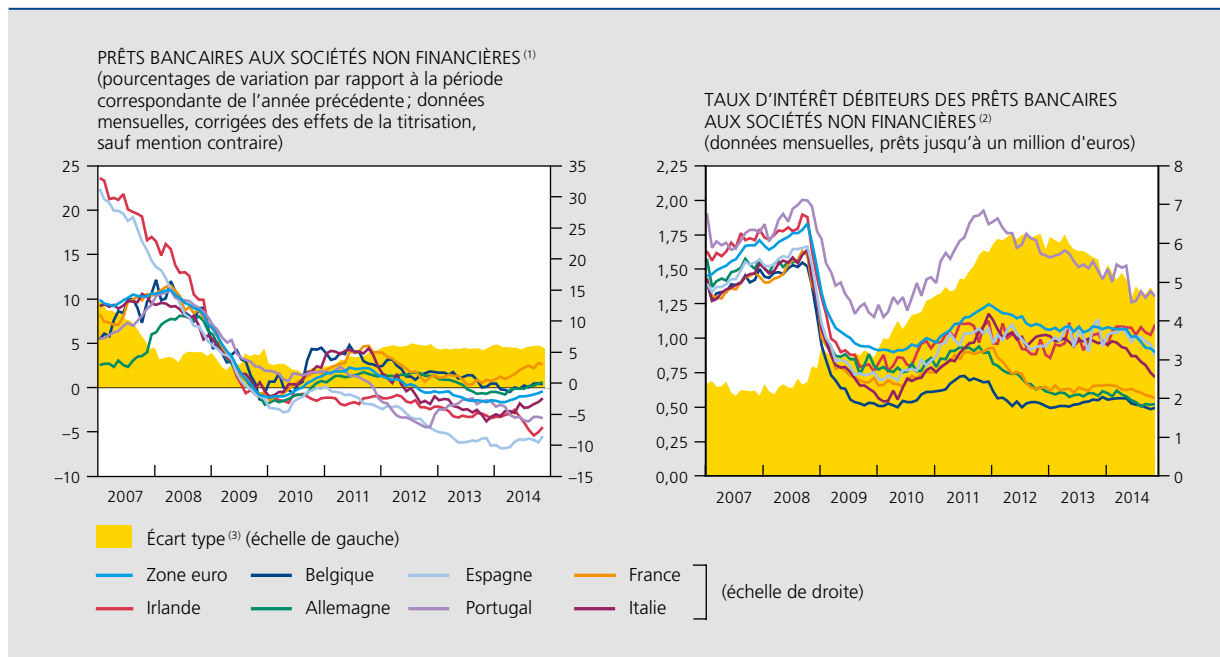
léger assouplissement des critères d'octroi de crédits et d'une hausse de la demande, et ce tant pour les crédits consentis aux entreprises que pour les prêts au logement. Il convient néanmoins de garder à l'esprit que le niveau des critères d'octroi a encore été restrictif dans une perspective historique, en particulier dans les économies périphériques. Dans un environnement financier apaisé, c'est essentiellement la réduction des contraintes bilancielle qui a concouru au desserrement des critères en 2013 et en 2014, tandis que, vu le contexte macroéconomique toujours incertain, la perception des risques est davantage restée une source de préoccupations pour les banques dans leur allocation de crédits. La légère remontée du taux de croissance des prêts bancaires au secteur privé s'est manifestée dans un grand nombre de pays, mais les écarts en termes de niveau entre le centre et la périphérie de la zone euro sont restés marqués, témoignant notamment de décalages dans les dynamiques macroéconomiques et de différences dans les niveaux d'endettement. Parallèlement, les taux d'intérêt débiteurs ont continué de présenter une forte disparité, bien que celle-ci se soit globalement inscrite en recul, sur fond de nouvelles mesures adoptées par le Conseil des gouverneurs. L'hétérogénéité quant au coût du financement

bancaire entre pays tient notamment aux divergences en matière de conditions de financement et de capitalisation des banques, mais également aux écarts entre les pays en termes de risque de crédit.

La modeste reprise de la dynamique des prêts au secteur privé au cours de l'année sous revue s'est accompagnée d'une augmentation contenue de la masse monétaire. Après être retombée à un creux de 0,8 % en avril, la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large M3 s'est ainsi graduellement renforcée pour atteindre 3,1 % en novembre. Cette évolution témoigne d'une préférence accrue pour les actifs liquides, étant donné le bas niveau des taux d'intérêt. Dans ce contexte, l'expansion annuelle de M3 a par ailleurs continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, et en particulier par les dépôts à vue, le coût d'opportunité de ces derniers étant très faible dans un environnement où les autres actifs non risqués offrent des rémunérations réduites.

Le découplage entre la progression de M3 et celle des prêts au secteur privé s'est globalement maintenu, d'autres facteurs ayant contribué à la croissance de

**GRAPHIQUE 17 FINANCEMENT BANCAIRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DANS LA ZONE EURO**

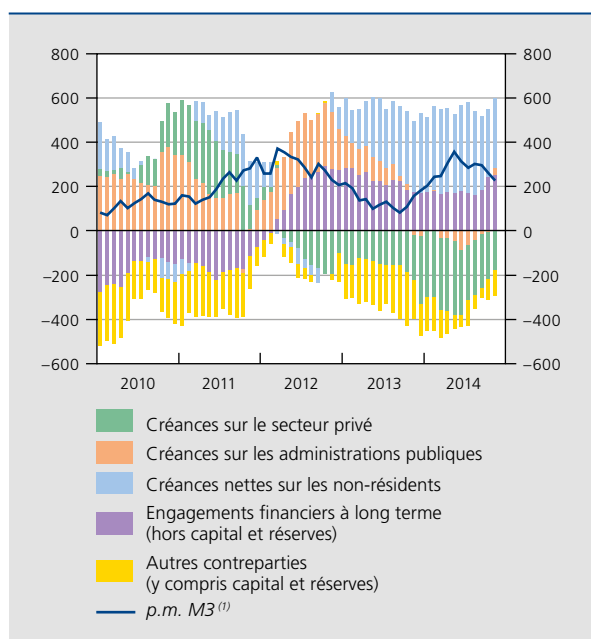


Sources: BCE, BNB.

- (1) Toutes maturités confondues. Les données pour la Belgique sont corrigées pour la titrisation sur toute la période. Celles des autres pays sont corrigées à partir de février 2010, à l'exception des données de l'Italie, qui ne sont pas corrigées.
- (2) Taux offerts pour les nouveaux emprunts dont la maturité initiale est inférieure à un an.
- (3) Écart type pour les douze pays membres de la zone euro au 1<sup>er</sup> janvier 2002, à l'exception du Luxembourg.

**GRAPHIQUE 18 CONTREPARTIES DE M3**

(flux annuels, montants en milliards d'euros, données corrigées des variations saisonnières)



Source: BCE.

- (1) M3 correspond à la somme des différentes contreparties. Les engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) étant des engagements du secteur bancaire, ils sont représentés avec un signe négatif.

l'agrégat monétaire large, aux premiers rangs desquels figurent la hausse de la position extérieure nette des banques et la contraction persistante de leurs engagements financiers à long terme. Le premier facteur reflète les excédents du compte de transactions courantes et les entrées nettes de capitaux dans la zone euro. S'il est le principal moteur de la croissance de M3 depuis la mi-2013, sa prépondérance s'est quelque peu atténuée à partir de l'été de 2014, à la suite d'un léger tassement de la demande des investisseurs désireux d'acquérir des titres de la zone. Cette moindre préférence s'expliquerait par des considérations en termes de rendement liées notamment au renforcement du caractère accommodant de la politique monétaire. Le deuxième facteur traduit pour sa part la réduction des besoins de financement des banques de la zone euro et l'évolution vers une stratégie de financement axée sur les dépôts, comme l'encourage la réglementation actuelle. Il tend également à refléter le caractère particulièrement plat de la courbe des rendements, qui pousse les épargnants à conserver leurs liquidités sous la forme de dépôts. Si on tient compte de ces facteurs, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie au sens large est ainsi demeuré très faible, en dépit d'une légère accélération.

## Mesures de politique monétaire adoptées en 2014

Les développements au titre des analyses économique et monétaire, les deux piliers sur lesquels repose la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, ont conduit le Conseil des gouverneurs à adopter une série de nouvelles mesures conventionnelles et non conventionnelles au cours de l'année sous revue. Bien qu'échelonnées sur l'ensemble de l'année, ces différentes dispositions s'inscrivent toutes dans le cadre d'un même programme visant à renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire et à soutenir davantage le crédit à l'économie réelle dans la zone euro.

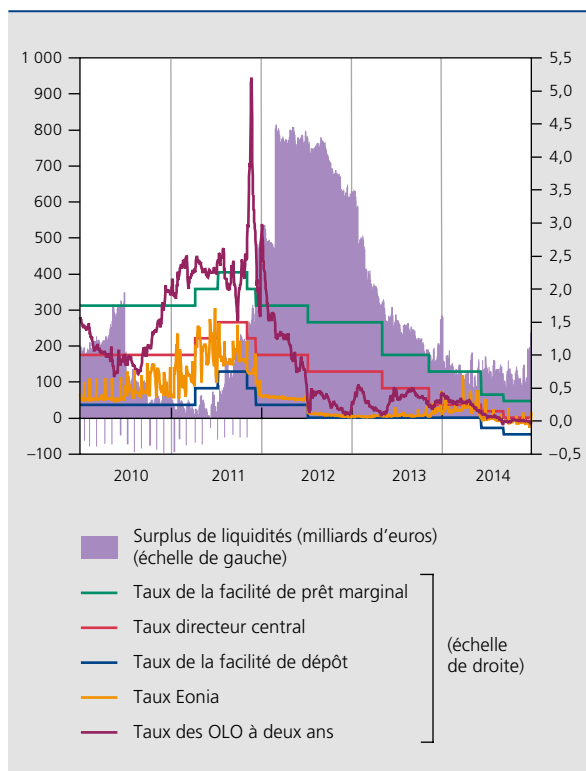
### Baisse des taux directeurs et maintien des orientations prospectives

Face à la langueur persistante de l'activité économique, au repli constant et inattendu de l'inflation et à la faiblesse des tensions inflationnistes sous-jacentes à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a abaissé les taux directeurs à deux reprises en 2014.

Le 5 juin, il a décidé de réduire le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 10 points de base, à 0,15 %, et celui de la facilité de prêt marginal de 35 points de base, à 0,40 %. Le taux de la facilité de dépôt a quant à lui été réduit de 10 points de base, basculant ainsi en territoire négatif, à -0,10 %. Afin d'éviter les arbitrages, le Conseil des gouverneurs a en outre décidé que le solde du compte courant détenu en sus des réserves obligatoires serait dorénavant rémunéré au taux de la facilité de dépôt et non plus à taux zéro, comme c'était le cas auparavant. Au vu des perspectives d'inflation continuellement déprimées et des signes d'essoufflement de l'élan de croissance apparus durant l'été, le Conseil des gouverneurs a estimé, lors de sa réunion du 4 septembre, qu'il y avait lieu de comprimer davantage encore ses taux directeurs. Il a ainsi convenu de retrancher 10 points de base supplémentaires à l'ensemble des taux, ramenant le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 0,05 %, celui de la facilité de prêt marginal à 0,30 % et celui de la facilité de dépôt à -0,20 %. À la suite de cette baisse, il a été annoncé que les taux avaient atteint leur limite inférieure et qu'il ne serait dès lors plus procédé à aucune réduction ultérieure.

La baisse du principal taux directeur a diminué le coût de refinancement des banques de la zone euro auprès de l'Eurosystème, tandis que celle du taux de la facilité de dépôt a permis de peser sur les taux du marché monétaire. Dans un environnement caractérisé par un surplus

GRAPHIQUE 19 TAUX D'INTÉRÊT, TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE ET SURPLUS DE LIQUIDITÉS DANS LA ZONE EURO



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

de liquidités, ce qui a très fréquemment été le cas depuis l'introduction, le 15 octobre 2008, de la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, le taux directeur plancher joue en effet un rôle-clé dans la détermination du taux au jour le jour Eonia, dont il constitue une limite inférieure. S'il a diminué, le taux du marché monétaire au jour le jour s'est toutefois maintenu à bonne distance du taux de la facilité de dépôt et n'est que ponctuellement descendu en territoire négatif. Cette transmission restreinte des mouvements des taux directeurs au taux Eonia s'expliquerait par un niveau du surplus de liquidités moindre et par la réticence d'une partie du système bancaire de la zone euro à effectuer des transactions assorties de taux (trop) négatifs.

Il convient de noter que les banques acceptent globalement de payer un taux négatif pour déposer leurs liquidités auprès de l'Eurosystème car les autres options sont elles aussi coûteuses ou sont moins sûres. L'alternative qui consiste à détenir de la monnaie papier, dont la rémunération nominale est nulle, comporte ainsi des coûts de transport et de stockage des billets, tandis que les placements dans des actifs plus rémunérateurs ne sont

a priori pas dénués de risques. Dans ce contexte et du fait des stratégies d'arbitrage adoptées par les banques, les rendements des actifs de courte échéance dépourvus de risques, tels certains titres souverains, sont également tombés en territoire négatif.

Au-delà de l'objectif d'assouplir la politique monétaire, le mouvement parallèle imprimé au taux des opérations principales de refinancement et à celui de la facilité de dépôt vise à maintenir constant le corridor entre les deux taux directeurs inférieurs et, dès lors, à ne pas décourager les échanges sur le marché interbancaire. La décision d'abaisser plus vigoureusement le taux de la facilité de prêt marginal traduit pour sa part la volonté de comprimer l'écart entre ce dernier et le taux directeur central, afin de limiter la potentielle volatilité à la hausse des taux du marché monétaire. Le taux de la facilité de prêt marginal constitue en effet un plafond absolu pour l'Eonia. Les pics périodiques affichés par le taux du marché monétaire au jour le jour au premier semestre de l'année sous revue, qui témoignaient, dans le contexte d'un surplus de liquidités réduit, de la volonté des banques de conserver des liquidités en fin de mois ou de trimestre pour enjoliver leurs états financiers, ont ainsi été bornés.

Initiées en juillet 2013, les indications de l'Eurosystème sur la trajectoire future des taux directeurs – les orientations prospectives ou forward guidance –, selon lesquelles, compte tenu de l'évaluation des perspectives économiques, les taux directeurs resteront à un bas niveau pendant une période prolongée, ont été continuellement réaffirmées. Ces orientations ont contribué à réduire les anticipations de taux et l'incertitude qui les entoure.

## Vers une gestion plus active du bilan

Déjà depuis l'été de 2012, à la suite de l'adoption des OMT et dans la perspective d'une refonte de la gouvernance économique européenne, les conditions de financement dans la zone euro avaient tendu vers des niveaux plus favorables, en particulier pour les titres publics. Cette embellie s'est poursuivie au début de 2014. Confirmant l'atténuation de la fragmentation financière, les écarts de taux souverains ont continué de se resserrer, tandis que les rendements obligataires du secteur privé ont davantage convergé. Parallèlement, le surplus de liquidités, en nette diminution ces dernières années, est demeuré à un niveau relativement bas, témoignant d'un rôle d'intermédiation plus limité pour l'Eurosystème, rôle repris plus largement par le marché interbancaire. Nonobstant ces développements favorables, le recours aux liquidités de l'Eurosystème est resté concentré dans les pays qui s'étaient retrouvés au cœur de la crise de la dette publique. Aussi

les conditions des prêts bancaires – les plus pertinentes pour la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle dans la zone euro – sont-elles demeurées fort disparates et relativement restrictives dans plusieurs juridictions. Cette situation, qui reflétait une perturbation constante dans la transmission du signal de politique monétaire à l'économie réelle, mettait à mal la reprise de l'activité et le maintien de la stabilité des prix.

Dans ce contexte, afin de préserver pour l'ensemble des banques de la zone euro l'accès à la liquidité et de soutenir ainsi l'octroi de crédits, le Conseil des gouverneurs a annoncé, lors de sa réunion du 5 juin, qu'il continuerait de mener les opérations de refinancement de l'Eurosystème sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire, et au moins jusqu'en décembre 2016. Il a convenu que le taux directeur central continuerait de s'appliquer aux opérations principales de refinancement et que les taux des opérations de refinancement à plus long terme seraient toujours égaux à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement réalisées pendant la durée de l'opération concernée. Étant donné leur rôle mineur dans le cadre d'une procédure d'octroi de liquidités en quantité illimitée à taux fixe, les opérations dont la durée coïncide avec une période de constitution des réserves – soit environ un mois – ont pour leur part été stoppées, tandis que les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidités effectués dans le cadre du programme pour les marchés de titre (Securities Market Programme – SMP) ont été suspendues. Cette dernière décision n'a eu qu'un impact réduit et passager sur le surplus de liquidités, dans la mesure où elle a largement été compensée par une baisse de la demande de fonds dans le cadre des autres opérations, ce qui confirme le rôle plus restreint de l'Eurosystème en matière d'intermédiation.

## Opérations de refinancement à plus long terme ciblées

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a pris des mesures visant à garantir une transmission effective de l'orientation accommodante de la politique monétaire aux conditions du crédit. En juin toujours, il a ainsi annoncé qu'il allait procéder à une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO). Ces dernières offrent aux banques des financements à long terme – jusqu'à quatre ans – en échange de l'octroi de nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages, les prêts au logement étant exclus. Le taux d'intérêt de ces opérations a été initialement fixé, pour toute la durée du prêt, au taux des opérations principales



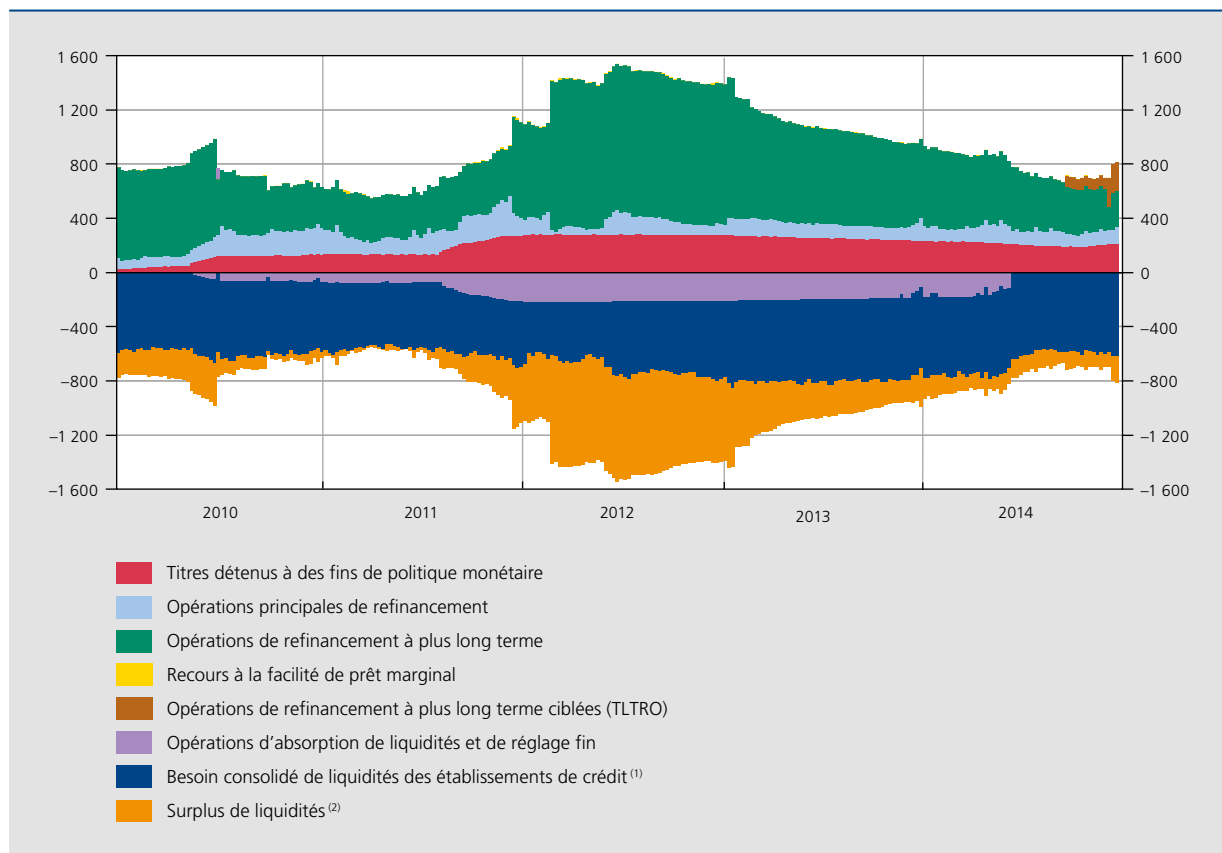
de refinancement en vigueur au moment de la réalisation de l'opération, majoré de 10 points de base. Les TLTRO permettent ainsi, sous certaines conditions, de bénéficier d'un financement à faible coût jusqu'en septembre 2018, indépendamment de l'évolution du principal taux directeur.

Lors des deux premières opérations conduites en septembre et en décembre 2014, les banques ont eu la possibilité de solliciter des liquidités à concurrence d'un maximum de 7% de l'encours de leurs prêts au secteur privé non financier de la zone euro au 30 avril 2014. Les montants additionnels qui pourront ensuite être empruntés chaque trimestre entre mars 2015 et juin 2016 seront tributaires des activités de prêt des banques au-delà de références (benchmarks) définies de manière spécifique pour chacune d'entre elles. Les montants que les établissements pourront solliciter auprès de l'Eurosystème ne pourront dépasser trois fois la différence entre le

montant net des prêts accordés depuis le 30 avril 2014 et la référence au moment de la demande. La référence tient compte des besoins en matière de désendettement et des ajustements de bilan des établissements. Les banques ayant récemment réduit leurs octrois de prêts sont dès lors avant tout incitées à infléchir le rythme de contraction de leur portefeuille de prêts. Les banques ne parvenant pas à atteindre leur référence au 30 avril 2016 seront tenues de rembourser leurs emprunts en totalité en septembre 2016.

Contrairement aux opérations de refinancement à long terme précédemment introduites par l'Eurosystème, ces opérations comportent ainsi un mécanisme incitatif visant à encourager les banques à assouplir leurs conditions de crédit et à stimuler leurs volumes de prêts. Étant menées à taux fixe, elles donnent par ailleurs un signal implicite quant aux intentions de l'Eurosystème en matière de taux directeurs et à son engagement à maintenir une politique accommodante dans le futur.

**GRAPHIQUE 20 LIQUIDITÉ AU SEIN DE L'EUROSYSTÈME**  
(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.

En dépit des conditions assez avantageuses, la demande de liquidités enregistrée lors des deux premières opérations conduites respectivement le 18 septembre et le 11 décembre s'est inscrite dans le bas de la fourchette des prévisions. Tandis que le montant initial cumulé potentiel s'élevait à quelque 400 milliards d'euros, seuls 212,4 milliards ont en effet été sollicités. La relative faiblesse de la demande de liquidités exprimée dans le cadre des TLTRO a deux explications potentielles. D'une part, l'annonce de programmes d'achats de titres au début de septembre (cf. ci-après) a pu dissuader certaines banques d'emprunter. La perspective d'obtenir des liquidités dans le cadre des programmes d'achats de titres de l'Eurosystème pourrait en effet avoir convaincu des établissements de crédit de réduire leur demande de liquidités lors des opérations de refinancement. D'autre part, les signes de ralentissement du rythme de la reprise observés au second semestre ont potentiellement affaibli les perspectives en termes de demande de prêts émanant de l'économie réelle et, par conséquent, le besoin de financement des banques.

Si 82,6 milliards d'euros ont été prêtés en septembre, 129,8 milliards ont été alloués en décembre. Cette plus forte demande lors de la deuxième opération peut s'expliquer de trois manières. D'abord, la publication, en octobre, des résultats de l'exercice d'évaluation complète a probablement offert davantage de certitudes aux banques de la zone euro quant à leur capacité bilancielle de majorer leurs octrois de crédits. Ensuite, dans la mesure où les opérations de refinancement à plus long terme (Longer-Term Refinancing Operations – LTRO) d'une durée de trois ans conduites à la fin de 2011 et au début de 2012 et arrivant à échéance respectivement les 29 janvier et 26 février 2015, offraient un taux équivalent à celui des opérations principales de refinancement, soit 0,05 % et 10 points de base de moins que celui des TLTRO, il était avantageux d'attendre la deuxième opération pour substituer le refinancement ciblé au refinancement à trois ans. Enfin, il est possible que certaines banques aient eu besoin de davantage de temps pour être opérationnellement prêtes à solliciter des fonds dans le cadre des TLTRO.

Conformément à la réduction du rôle d'intermédiation de l'Eurosystème, l'incidence sur la liquidité exercée par les allocations au titre des TLTRO a été limitée. Globalement, compte tenu des autres opérations de crédit de l'Eurosystème réglées durant les périodes d'adjudication et des remboursements au titre des LTRO d'une durée de trois ans, environ 47 milliards d'euros de liquidités ont été injectés, en termes nets, à la suite de la première opération, tandis que la deuxième s'est traduite par un apport net de liquidités de l'ordre de 84 milliards.

## Programmes d'achats d'actifs du secteur privé

Le Conseil des gouverneurs a jugé, lors de sa réunion du 4 septembre, qu'il fallait renforcer les mesures prises au printemps et assouplir encore davantage sa politique monétaire afin de contrer les menaces planant sur la reprise et sur l'ancrage des anticipations d'inflation. Il a ainsi décidé de procéder à des achats d'actifs, une étape logique sur la voie de la stimulation monétaire dans le contexte de taux planchers. D'une part, après avoir annoncé en juin que les travaux préparatoires en la matière seraient intensifiés, il a convenu que l'Eurosystème se porterait acquéreur d'un large portefeuille de titres adossés à des actifs (asset-backed securities – ABS) simples et transparents, dont les actifs sous-jacents seraient des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro. D'autre part, il a annoncé que l'Eurosystème ferait également l'acquisition d'un vaste portefeuille d'obligations sécurisées libellées en euros et émises par des banques domiciliées dans la zone euro, et ce dans le cadre d'un troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (covered bond purchase programme – CBPP3). Comme cela avait déjà été le cas en 2009 et en 2011, ces titres ont été ciblés dans la mesure où ils constituent des instruments de financement importants pour les banques dans plusieurs pays de la zone euro et où le marché est suffisamment large pour acquérir des volumes conséquents. Les deux programmes ont été initialement instaurés pour une durée minimum de deux ans, dans le but d'augmenter la liquidité présente sur le marché monétaire, de dynamiser les marchés des titres concernés, de stimuler les émissions et de soutenir l'octroi des prêts qui leur sont sous-jacents.

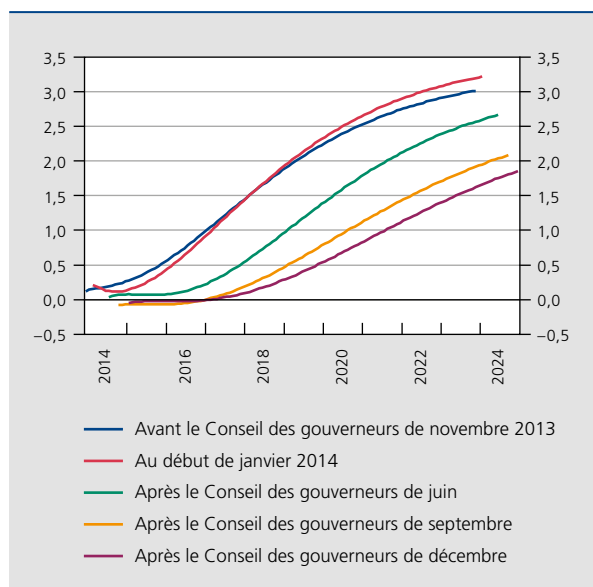
Le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il s'attendait à ce que les acquisitions de titres, en combinaison avec les TLTRO, exercent une incidence notable sur le bilan de l'Eurosystème. La décision de recourir à des achats fermes d'actifs lui permet en effet de contrôler plus directement la croissance de ce dernier. Les programmes adoptés marquent dès lors une rupture avec la situation qui prévalait auparavant et dans le cadre de laquelle l'évolution de la base monétaire dépendait essentiellement du comportement des banques, qui gouvernent le recours aux liquidités de la zone euro dans le cadre d'une procédure de fourniture de liquidités en quantité illimitée. Bien qu'aucun montant n'ait été avancé, le Conseil des gouverneurs a indiqué que le bilan de l'Eurosystème devrait retrouver la taille qu'il affichait au début de 2012. À ce moment, juste après la conduite des deux LTRO d'une durée de trois ans, le bilan dépassait 3 000 milliards d'euros, soit un niveau historiquement élevé et supérieur d'environ 1 000 milliards à celui de septembre 2014.

L'ensemble des nouvelles dispositions adoptées en septembre témoignent d'une nouvelle approche suivie par l'Eurosystème en vue d'asseoir le caractère accommodant de sa politique monétaire dans un environnement de taux d'intérêt planchers. Dans une telle situation, l'orientation de la politique monétaire devient en effet tributaire de la taille et de la composition du bilan de la banque centrale.

Les opérations au titre du programme d'achats d'obligations sécurisées ont démarré le 20 octobre, et les acquisitions se montaient à 29,6 milliards d'euros à la fin de l'année. Les achats d'ABS ont quant à eux débuté le 21 novembre et s'élevaient au total à 1,7 milliard à la fin de décembre. La relative faiblesse du volume des achats d'ABS s'explique par la taille limitée du marché.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a continué de se déclarer, de manière unanime, prêt à prendre de nouvelles dispositions, dans la mesure où cela s'avérerait nécessaire, afin de faire face aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation. En particulier, il a indiqué lors de sa réunion de décembre 2014 qu'il réévaluerait au début de 2015 le degré d'assouplissement monétaire accompli, l'expansion du bilan et les perspectives en matière d'inflation.

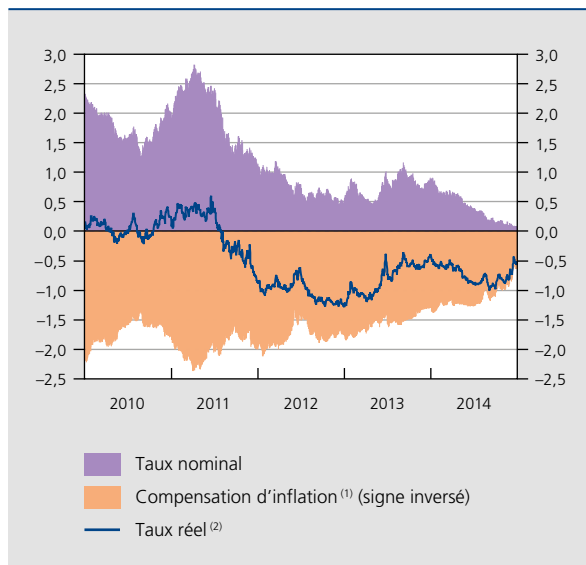
**GRAPHIQUE 21** ANTICIPATIONS IMPLICITES DES TAUX D'INTÉRÊT AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>



Sources : Bloomberg, BNB.

(1) Mesurées sur la base du taux d'intérêt au jour le jour implicite dérivé des taux d'intérêt swap Eonia à différentes échéances.

**GRAPHIQUE 22** TAUX RÉEL DANS LA ZONE EURO  
(taux swap à cinq ans; données journalières, pourcentages)



Source : BCE.

(1) Mesurée sur la base de contrats de swap couvrant le risque d'inflation dans la zone euro pour une période de cinq ans.

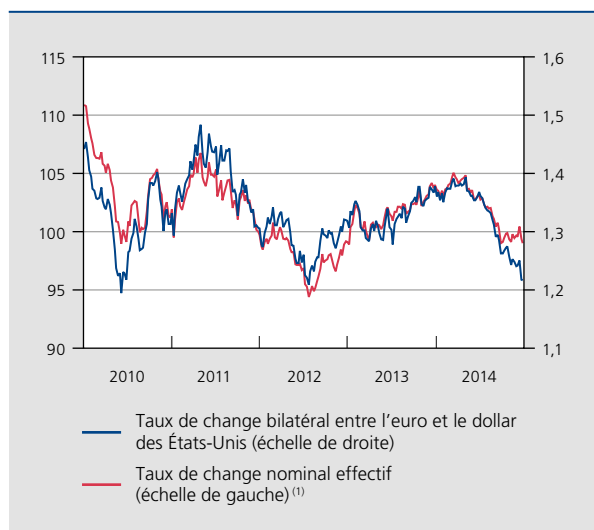
(2) Calculé comme la différence entre le taux nominal et la compensation d'inflation.

Les mesures adoptées en 2014 ont pesé sur les taux d'intérêt nominaux et sur le taux de change

Les mesures adoptées en 2014, couplées aux déclarations du Conseil des gouverneurs témoignant de sa détermination à prendre de nouvelles dispositions si nécessaire, sont loin d'être restées sans effet.

Combinées aux orientations prospectives, les réductions de taux directeurs ont permis d'infléchir les anticipations relatives au taux Eonia et, dès lors, les taux à plus long terme du marché monétaire. La décision de conduire des opérations de fourniture de liquidités d'une maturité allant jusqu'à quatre ans et celle d'acquiescer des actifs ont en outre renforcé l'aplatissement de la structure par terme des taux d'intérêt, en pesant tant sur les anticipations de taux que sur les primes de terme. Les anticipations d'un possible renforcement futur des mesures de politique monétaire adoptées au cours de l'année sous revue – et plus particulièrement la perspective d'un renforcement des programmes d'achats de titres – ont, quant à elles, renforcé la tendance baissière suivie par les taux d'intérêt. Vers la fin de l'année, la courbe des taux à terme affichait ainsi un niveau historiquement bas, toutes maturités confondues. Le taux de l'Eonia était attendu en territoire négatif jusqu'au début de 2017, et il ne devait pas dépasser le taux directeur central actuel, à savoir

GRAPHIQUE 23 TAUX DE CHANGE DE L'EURO



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Taux de change nominal effectif vis-à-vis des 19 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

5 points de base, avant septembre de la même année. Les rendements souverains de plusieurs pays, tels ceux de la Belgique, étaient descendus en territoire négatif pour des maturités allant jusqu'à deux ans et sous les 85 points de base pour des maturités jusqu'à dix ans. Le taux du Bund allemand à dix ans, l'actif sans risque de référence dans la zone euro, est quant à lui descendu en dessous de 60 points de base. La quête de rendement dans un environnement de taux bas avait par ailleurs accru l'attrait des produits financiers plus rémunérateurs, entraînant un nouveau recul des primes de risque.

Dans la mesure où la chute des anticipations d'inflation a été supérieure au repli des taux nominaux, les taux réels ont toutefois pour leur part légèrement augmenté. Par exemple, le taux à cinq ans, un taux assez pertinent pour les décisions de consommation et d'investissement du secteur privé, est remonté vers -0,5% durant les derniers mois de 2014, après avoir enregistré un creux à -1% à la fin de septembre.

Pour ce qui est du stade ultérieur – et capital – de la transmission monétaire, les taux bancaires appliqués aux nouveaux crédits offerts au secteur privé se sont quant à eux inscrits en baisse, au terme d'une période prolongée de relative stabilité. Ces développements sont en phase avec les réponses à l'enquête BLS concernant les troisième et quatrième trimestres de l'année. Questionnées au sujet des TLTRO, les banques ont déclaré qu'elles allaient notamment mettre à profit les liquidités obtenues

en particulier pour assouplir les conditions attachées aux prêts.

Sur le marché des changes, l'euro s'est nettement déprécié face au dollar ainsi qu'en termes nominaux effectifs vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Alors qu'il s'était apprécié de 10% environ face au dollar entre juin 2012 et avril 2014, reflétant par là le rétablissement de la confiance dans la zone euro, il a ainsi perdu pas moins de 13% entre le début de mai et la fin de décembre. On peut voir dans cette évolution les effets de la diminution des taux d'intérêt, qui pousse les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur d'actifs en devises étrangères assortis de rendements supérieurs. La dépréciation de l'euro peut dans ce contexte être jugée favorablement dans la mesure où elle devrait contribuer à faire remonter l'inflation dans la zone euro et à soutenir la compétitivité des exportateurs.

### Un programme étendu d'achats de titres a été lancé au début de 2015

Au début de 2015, d'une part, le Conseil des gouverneurs a constaté que la dynamique inflationniste a continué de se révéler inférieure aux attentes. Si le principal facteur à la base de ce développement est la baisse importante et persistante des prix des produits pétroliers, il a considéré que le risque d'effets de second tour affectant le processus de formation des salaires et des prix s'était accru. Cette évaluation a par ailleurs été corroborée par un fléchissement additionnel des anticipations d'inflation. D'autre part, le Conseil des gouverneurs a considéré que, au-delà de leur effet de soutien des prix sur les marchés financiers, les mesures de politique monétaire adoptées entre juin et septembre 2014 n'ont pas eu l'impact quantitatif anticipé. Dès lors, il en a conclu que le degré d'assouplissement de la politique monétaire était insuffisant pour contrer les risques afférents à une période trop prolongée de faible inflation et qu'une réaction vigoureuse s'imposait.

Ainsi, le 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer un programme étendu d'achats d'actifs, englobant les programmes existants d'achats d'ABS et d'obligations sécurisées lancés en 2014, en y ajoutant l'achat d'obligations émises par les gouvernements de la zone euro, les agences et les institutions européennes. Les nouveaux achats débuteront en mars et atteindront au total 60 milliards d'euros par mois. Ces achats devraient être effectués jusqu'à la fin de septembre 2016, et ils seront en tout cas réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Cette

décision s'inscrit pleinement dans l'approche qu'il avait amorcée en septembre 2014, qui consiste à contrôler plus directement la taille et la composition du bilan de l'Eurosystème.

Les nouveaux achats seront effectués sur le marché secondaire, contre de la monnaie de banque centrale. Les liquidités ainsi obtenues pourront être utilisées par les institutions pour acquérir d'autres actifs et octroyer des crédits à l'économie réelle. Au-delà de ses effets directs sur les taux des titres acquis, le programme d'achats devrait, en suscitant des réallocations de portefeuille, également peser sur les rendements d'autres actifs et soutenir les conditions du crédit dans l'économie. Il amplifie également le signal selon lequel l'Eurosystème inscrira le bas niveau de ses taux directeurs dans la durée. Enfin, l'effet sur les anticipations d'inflation est renforcé par la référence explicite à l'objectif de ramener l'inflation vers 2 %.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a annoncé que le taux d'intérêt applicable aux six TLTRO restantes serait ramené au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment de la réalisation de chacune d'elles. Cette décision d'éliminer le spread de 10 points de base au-dessus du taux des opérations principales de refinancement doit contribuer à l'efficacité de ces opérations en reflétant la baisse des coûts de financement des banques observée depuis l'annonce des TLTRO le 5 juin 2014.

Ces deux décisions visent à réaliser un nouvel assouplissement marqué des conditions monétaires et financières dans la zone euro. En comprimant davantage les coûts de financement, elles devraient soutenir les investissements et la consommation. Elles visent en outre à ancrer solidement les anticipations d'inflation, tant à moyen qu'à long termes. De cette manière, il est attendu qu'elles contribuent au retour de l'inflation vers un niveau proche de 2 %. L'encadré ci-après présente

quelques indications sur l'incidence macroéconomique potentielle des mesures bilancielle récentes de l'Eurosystème, en se fondant sur les effets des mesures adoptées entre 2008 et 2013.

Si elle tient un rôle important, il convient toutefois de souligner que la politique monétaire n'est pas en mesure d'offrir à elle seule les bases d'un retour vers un sentier de croissance soutenable dans la zone euro. Dans ce cadre, le Conseil des gouverneurs a constamment rappelé que, conjointement avec la politique monétaire, les autres politiques économiques devaient également être activées afin de contribuer à ramener l'inflation vers sa cible dans les meilleurs délais.

Sur le plan de la demande, le Conseil des gouverneurs a insisté pour que la politique budgétaire soit en phase avec la situation macroéconomique dans la zone euro, tout en demeurant conforme au pacte de stabilité et de croissance. Ce dernier est en effet le point d'ancrage de la confiance dans les finances publiques, essentielle à la promotion de la consommation et de l'investissement privés. Dans les règles existantes, il offre la flexibilité nécessaire pour faire face à la faiblesse de la reprise et ouvre une marge de manœuvre pour le financement de réformes structurelles. S'agissant de l'offre, comme il l'a régulièrement redit, ce sont ces réformes qui sont essentielles pour améliorer le fonctionnement des marchés de produits et du travail et l'environnement des entreprises. Elles doivent favoriser l'investissement et l'activité économique, aidant par là la politique monétaire à produire tous ses effets.

Tout en assurant qu'il ferait tout ce qui était nécessaire pour rapidement ramener l'inflation à un niveau proche de 2 % et dès lors remplir son mandat, le Conseil des gouverneurs a ainsi invité l'ensemble des acteurs de la politique économique de la zone euro à prendre leurs responsabilités.

#### Encadré 4 – Impact des mesures bilancielle adoptées entre 2008 et 2013 et rôle de la capitalisation du secteur bancaire

Les mesures non conventionnelles décidées par le Conseil des gouverneurs au cours de l'année sous revue et au début de 2015, telles que les TLTRO et les achats d'actifs, vont influencer considérablement la taille du bilan de l'Eurosystème. Ces mesures poursuivent des objectifs clairs: faciliter le crédit au secteur privé non financier et contribuer à l'assouplissement de la politique monétaire. Il n'est toutefois pas aisé d'en évaluer les effets spécifiques sur l'économie de la zone euro, d'autant que l'expérience de la zone euro avec ce type de politique est relativement limitée.

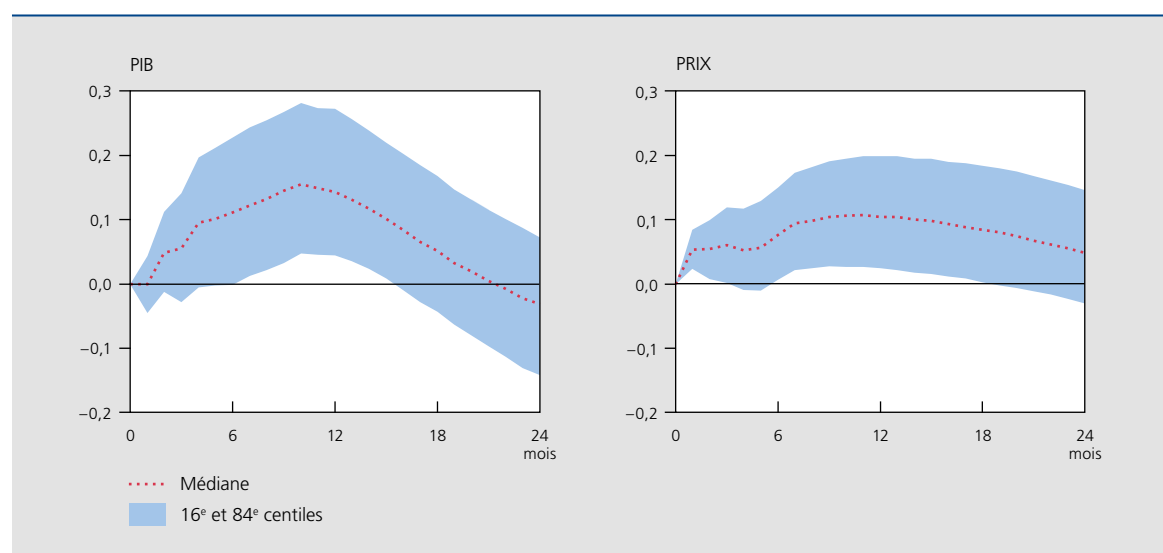


L'Eurosystème n'en est cependant pas à son ballon d'essai puisque, depuis l'automne de 2008, différentes décisions induisant des variations dans la taille et la composition de son bilan ont été approuvées. Ces mesures, qui ont visé à préserver la stabilité financière et une transmission adéquate de la politique monétaire, ont pris diverses formes, allant de l'adoption d'une procédure d'octroi illimité de liquidités à taux fixe à l'élargissement des actifs admis en garantie, en passant par l'allongement de la maturité des opérations de refinancement et l'achat de titres. Elles se sont notamment traduites par un accroissement sensible du bilan de l'Eurosystème, de l'ordre de 1 800 milliards d'euros entre la fin de 2007 et le pic de juin 2012. Dès lors, l'impact potentiel sur l'économie réelle des mesures prises en 2014 peut être évalué à l'aune de celui des décisions antérieures.

Une analyse effectuée sur la base d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (structural vector autoregression – SVAR)<sup>(1)</sup> permet de quantifier les effets dynamiques des politiques monétaires non conventionnelles indépendamment de ceux des mesures de politique dites conventionnelles, à savoir les changements dans les taux d'intérêt directeurs, et d'en identifier les canaux de transmission. Ce modèle a été estimé pour la zone euro et les différents pays qui la composent sur la période allant de janvier 2008 à décembre 2013.

#### IMPACT SUR LE PIB ET SUR LES PRIX D'UN CHOC POSITIF DE 2% SUR LE BILAN DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages)



Source: Boeckx J., M. Dossche et G. Peersman (2014).

Plusieurs réserves appellent à interpréter avec prudence les résultats fondés sur les dispositions antérieures dans le contexte des mesures récentes. D'abord, le modèle étudie l'impact d'une expansion de la taille du bilan de l'Eurosystème de manière générale, sans différenciation entre ses modalités possibles. Par exemple, l'incidence d'une augmentation du bilan liée à des achats de titres souverains dans le cadre du SMP ne peut être distinguée de celle d'une augmentation de même ampleur qui aurait résulté d'un élargissement des garanties acceptées ou d'un allongement de la maturité des opérations de refinancement. Ensuite, les mesures bilancielles précédentes avaient pour objectif principal d'assurer une transmission appropriée des décisions de politique monétaire, alors que les dernières dispositions visent essentiellement à assouplir l'orientation de la politique. De plus, entre 2008 et 2014, l'évolution de la taille du bilan de l'Eurosystème a majoritairement reflété les fluctuations dans la demande

(1) Boeckx J., M. Dossche et G. Peersman (2014), *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*, NBB Working Paper 275.



de liquidités des banques, tandis que l'accroissement envisagé à présent résultera plus directement des décisions de la banque centrale quant au volume de titres qu'elle acquerra. Enfin, le modèle n'intègre pas l'adoption des OMT durant l'été de 2012. Si cette mesure n'a pas eu d'impact sur le bilan, dans la mesure où aucun achat de titres n'a été effectué, elle a toutefois potentiellement eu des effets macroéconomiques non négligeables.

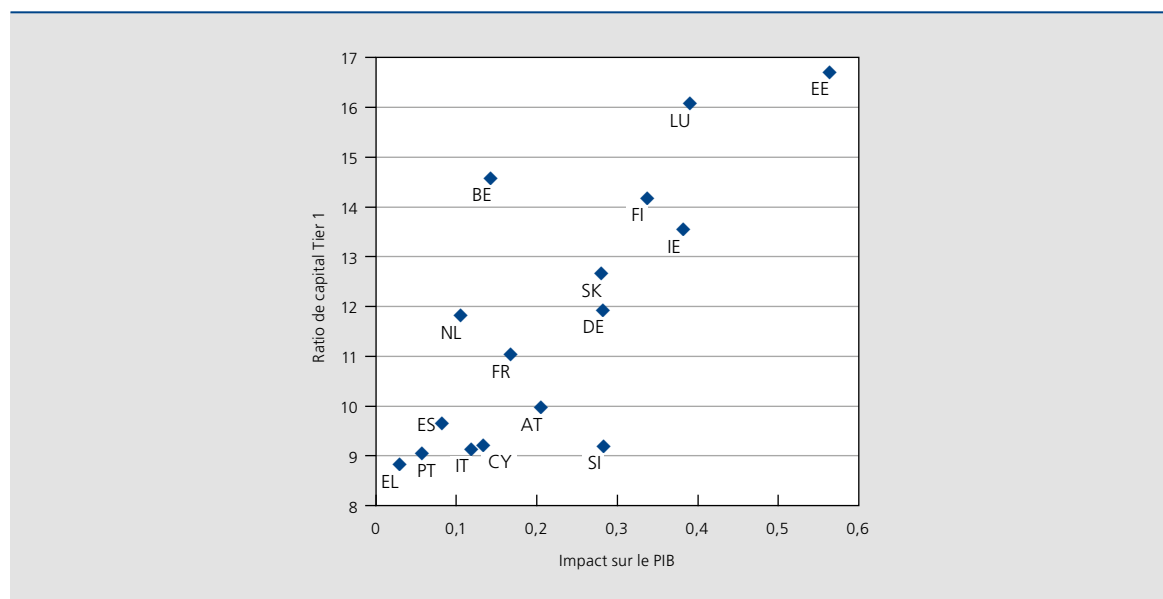
Afin d'évaluer l'effet sur l'économie d'un gonflement du bilan de l'Eurosystème, il y a lieu d'observer les réponses impulsionnelles dérivées du modèle. Ces dernières indiquent comment les différentes variables considérées évoluent en moyenne sur la période examinée à la suite d'un élargissement exogène du bilan imputable aux seules politiques non conventionnelles.

Ces réponses impulsionnelles montrent que des chocs non conventionnels exercent un effet positif sur la croissance économique et sur l'inflation. Plus spécifiquement, un choc non anticipé d'environ 2 % du bilan de l'Eurosystème entraîne une majoration du PIB estimée à 0,15 point de pourcentage et un relèvement des prix pouvant aller jusqu'à 0,1 point. Il ressort en outre que cet impact est qualitativement similaire à celui des politiques monétaires conventionnelles. Enfin, les auteurs montrent que les politiques non conventionnelles semblent agir en réduisant les tensions sur les marchés financiers et à travers le canal du crédit bancaire, en induisant une baisse des taux débiteurs et une hausse du volume des prêts accordés.

S'il est significativement positif pour la zone euro dans son ensemble, l'impact sur le PIB de ces mesures ne semble toutefois pas uniforme d'un pays à l'autre. De manière générale, les mesures bilancielle de l'Eurosystème tendent à avoir une incidence moins marquée dans les pays où, en raison de la plus grande fragilité du secteur bancaire, la transmission de la politique monétaire par le canal du crédit bancaire est moins fluide. En effet, des banques moins solvables auraient une plus grande aversion pour le risque et, confrontées à des contraintes bilancielle, seraient freinées dans leurs octrois de crédits. Dès lors, une forte corrélation positive apparaît entre l'impact maximum sur

#### CORRÉLATION ENTRE L'IMPACT MAXIMUM SUR LE PIB D'UN CHOC SUR LE BILAN DE L'EUROSYSTÈME ET LE RATIO DE CAPITAL TIER 1 DU SECTEUR BANCAIRE DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

(pourcentages)



Source : Boeckx J., M. Dossche et G. Peersman (2014).





le PIB d'un pays d'un choc sur la taille du bilan de l'Eurosystème, d'une part, et le ratio de capital Tier 1 moyen du secteur bancaire de ce pays, d'autre part.

Corrélation n'impliquant pas nécessairement causalité, il y a lieu d'interpréter ces résultats avec prudence. Ils s'avèrent toutefois cohérents avec l'évolution du crédit bancaire au secteur privé non financier observée ces dernières années dans les différents pays de la zone euro. Une relation similaire se dégage par ailleurs entre le niveau des taux débiteurs appliqués par les banques et le ratio de capitalisation de ces dernières, ce qui étaye l'hypothèse selon laquelle la santé du système bancaire est fondamentale pour les octrois de crédits, en matière tant de volume que de prix. La santé du système bancaire se révèle dès lors un facteur essentiel de la transmission des mesures de politique monétaire, tant conventionnelles que non conventionnelles, ceci étant d'autant plus vrai que, dans la zone euro, le secteur bancaire joue un rôle capital dans le financement de l'économie. L'exercice d'évaluation complète des principales banques de la zone euro, effectué conjointement par la BCE et les autorités nationales compétentes en matière de supervision, émerge ainsi comme un facteur-clé du rétablissement d'une transmission adéquate de la politique monétaire. Il a en effet permis d'identifier les établissements pâtissant d'une situation bilancielle délicate et les a incités à renforcer leurs fonds propres. Dans ce contexte, il est permis d'espérer une transmission plus homogène des mesures bilanciennes adoptées au cours de la période récente.