Économie mondiale et zone euro

1. Économie mondiale et zone euro

1.1 Des vents contraires ont freiné l'économie mondiale en 2015

L'activité mondiale, qui n'avait pu renouer que difficilement avec une trajectoire de croissance satisfaisante après la crise financière et la récession qui s'est ensuivie, a une nouvelle fois dû composer en 2015 avec une incertitude grandissante et des difficultés économiques. Elle a dès lors une nouvelle fois perdu de son dynamisme, sous l'influence, principalement, du ralentissement de la croissance en Chine, qui a par ailleurs pesé sur l'activité dans d'autres pays émergents et sur le commerce mondial. Dans ce contexte, l'incertitude s'est elle aussi avivée dès l'été, alimentée par la crainte qu'un environnement

TABLEAU 1 PIB DES PRINCIPALES ÉCONOMIES

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

				p.m. Contribution à la croissance du PIB mondial	*p.m. Part du PIB mondial*[1]	
	2013	2014	2015	*2015*	*2009*	*2014*
Pays avancés	1,1	1,8	1,9	*0,8*	*47,3*	*42,9*
dont :						
États-Unis	1,5	2,4	2,5	*0,4*	*17,4*	*15,9*
Japon	1,6	0,0	0,6	*0,0*	*4,9*	*4,4*
Zone euro	–0,3	0,9	1,6	*0,2*	*15,1*	*12,2*
Royaume-Uni	2,2	2,9	2,5	*0,1*	*2,6*	*2,4*
Pays émergents	5,0	4,6	4,0	*2,3*	*52,7*	*57,1*
dont :						
Asie émergente	7,0	6,8	6,6	*2,0*	*25,0*	*29,9*
dont :						
Chine	7,7	7,3	6,9	*1,1*	*13,3*	*16,6*
Europe centrale et orientale	2,9	2,8	3,4	*0,1*	*3,3*	*3,3*
Russie	1,3	0,6	–3,7	*–0,1*	*3,5*	*3,3*
Amérique latine	2,9	1,3	–0,4	*0,0*	*8,7*	*8,6*
Monde	3,3	3,4	3,1	*3,1*	*100,0*	*100,0*
p.m. Commerce mondial[2]	*3,2*	*3,4*	*2,6*			

Sources : CE, FMI.
(1) Selon les définitions du FMI et calculé sur la base des parités de pouvoir d'achat.
(2) Moyenne des exportations et des importations de biens et de services.

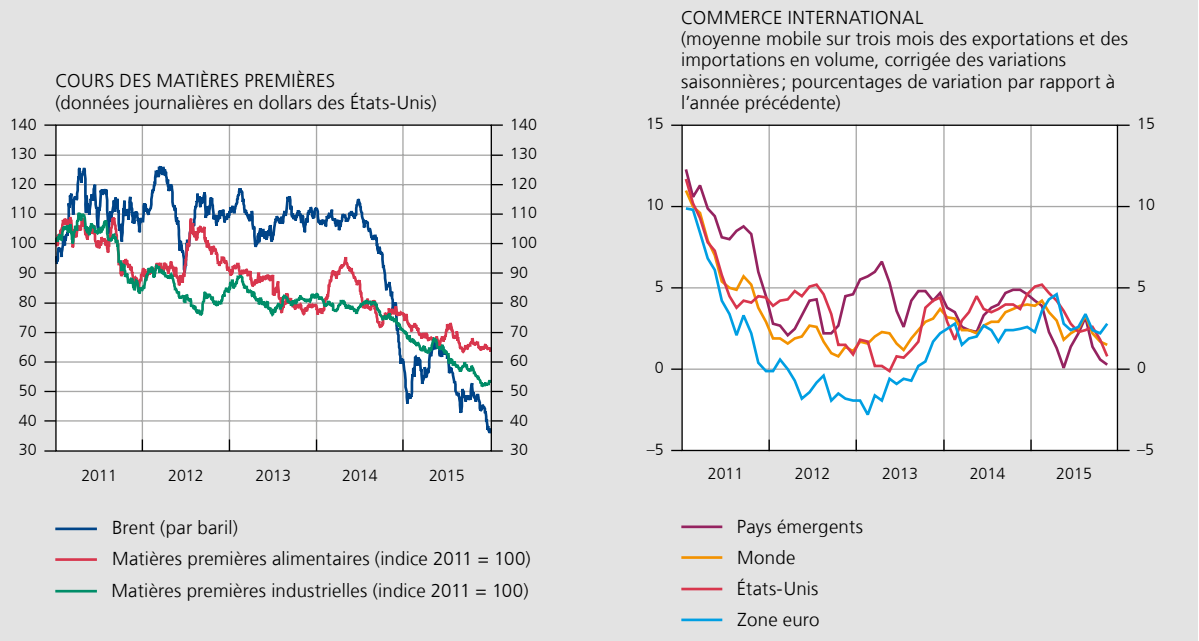
moins propice et un revirement possible des conditions financières jusqu'alors très favorables ne mettent au jour d'importantes vulnérabilités dans certaines économies. Renforcées par des tensions géopolitiques, ces évolutions ont à leur tour assombri le climat économique général. Dans la plupart des pays avancés, leurs effets sont cependant demeurés limités, et la croissance a même continué de progresser, à la faveur de la faiblesse des cours du pétrole et du caractère accommodant de la politique monétaire. Si le redressement dans la zone euro et au Japon est demeuré assez modéré, les États-Unis et le Royaume-Uni ont enregistré cette année encore une croissance robuste.

La croissance s'est ralentie dans les économies émergentes

La croissance de l'économie chinoise s'est encore tassée en 2015, même si elle a continué d'afficher des niveaux assez vigoureux. L'activité y a crû de 6,9 %, soit un taux bien inférieur à la progression de 7,3 % enregistrée l'année précédente et au pic de 14,2 % observé en 2007. Sur la base du PIB, exprimé en parités de pouvoir d'achat, la Chine est devenue en 2014 la plus grande économie mondiale. La croissance a été largement portée par une augmentation de la consommation, elle-même soutenue par la hausse des revenus réels. Les investissements ont en revanche été soumis à une forte pression, principalement dans l'industrie lourde et dans l'immobilier.

L'essoufflement progressif de la croissance en Chine résulte principalement du processus de réorientation de l'économie, d'un modèle fondé sur les investissements et sur les exportations vers une croissance davantage axée sur la consommation et sur les services. Les autorités chinoises se trouvent à cet égard face à un délicat exercice d'équilibre. Elles doivent en effet, d'une part, éviter que la croissance ne fléchisse trop brusquement et, d'autre part, veiller à ce que les vulnérabilités d'une série de branches d'activité, comme l'immobilier et le secteur financier, ne s'exacerbent pas. Afin de limiter quelque peu les retombées néfastes de ce rééquilibrage de l'économie, les autorités chinoises, s'inscrivant dans cette optique de réglage fin, ont adopté plusieurs nouvelles mesures en 2015. Elles ont notamment gonflé les dépenses d'infrastructure et graduellement assoupli la politique monétaire. D'après les calculs de l'OCDE, cet incitant budgétaire s'est monté à quelque 1,5 % du PIB en 2015. Par ailleurs, le gouvernement chinois est revenu sur la décision qu'il avait prise en 2014 d'interdire aux autorités locales de recourir aux véhicules de financement qu'elles avaient elles-mêmes constitués pour financer leurs investissements hors budget. Sur les

GRAPHIQUE 1 LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DANS LES PAYS ÉMERGENTS A PESÉ SUR LES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES ET SUR LE COMMERCE INTERNATIONAL



Sources : CPB, Thomson Reuters Datastream.

plans monétaire et financier, les taux de référence des emprunts et des dépôts assortis d'une durée d'un an ont été revus à la baisse à six reprises depuis novembre 2014. Ils s'élèvent désormais à, respectivement, 4,35 et 1,5 %, contre 6 et 3 % avant le lancement de ce nouveau cycle accommodant. Au cours de l'année, le coefficient des réserves que les établissements de crédit sont tenus de conserver auprès de la Banque populaire de Chine a en outre été ramené, en cinq étapes, de 19,5 à 17 %. Il convient toutefois de ne pas surestimer l'éventuel effet expansif de ces diminutions, dans la mesure où il a été partiellement compensé par la récente baisse des réserves de change, qui avait par ailleurs eu pour effet de réduire le surplus de liquidités du système bancaire. En août et en décembre 2015, la Banque populaire de Chine a ajusté sa politique de change, ce qui a entraîné une dépréciation du renminbi. En outre, d'importants jalons ont de nouveau été posés sur la voie de la libéralisation des taux d'intérêt : après la suppression, en 2013, de la limite inférieure du taux appliqué aux crédits, le plafond en vigueur pour le taux des dépôts a été aboli en octobre.

Sous l'effet de la faiblesse de la demande extérieure et de l'appréciation antérieure du renminbi, les exportations ont apporté une contribution négative à la croissance chinoise. Par ailleurs, la croissance des importations a, elle aussi, considérablement reflué. Cette baisse sensible peut s'expliquer, notamment, par le repli des exportations, dont le contenu en importations est très élevé en Chine, ainsi que par le rééquilibrage précité de l'économie en faveur de la consommation et des services, moins liés au commerce international que les investissements et l'industrie. Ce rééquilibrage s'est surtout fait ressentir dans les pays exportateurs de matières premières ainsi que dans les autres pays asiatiques, l'orientation régionale du commerce extérieur chinois étant très marquée. Pour sa part, l'Inde est restée relativement épargnée, affichant cette année encore une croissance de 7,3 %. L'économie indienne a été soutenue, entre autres, par la consommation privée et par les mesures structurelles adoptées, qui ont exercé une influence positive sur les investissements. De manière générale, l'Asie hors Japon est demeurée la région émergente la plus dynamique, forte d'une croissance se montant à 6,6 %.

Parallèlement à l'affaiblissement de l'activité et aux efforts réalisés par la Chine, l'un des plus gros consommateurs de matières premières au monde, pour réduire l'intensité énergétique de sa production et de sa consommation, la demande de matières premières s'est effondrée. Les cours des matières premières ont donc poursuivi leur tendance baissière en 2015. Les cours pétroliers, qui étaient en chute depuis la mi-2014, se sont temporairement redressés au début de l'année, avant de retomber graduellement sous les 40 dollars des États-Unis le baril vers la fin de l'année, alors qu'ils avoisinaient encore 110 dollars le baril à la mi-2014. Sous l'effet de ce choc négatif des termes de l'échange, l'activité dans les pays exportateurs de matières premières s'est donc nettement contractée. Dans les pays où les revenus tirés des exportations de pétrole reviennent presque intégralement à l'État, à l'instar de ceux du Moyen-Orient, les conséquences se ressentent en outre très vivement au niveau du budget. Après avoir enregistré une expansion modérée de 1,3 % en 2014, l'activité en Amérique latine s'est encore essoufflée en 2015, affichant une diminution de 0,4 %. Ce résultat reflète pour une bonne part l'aggravation de la situation au Brésil, où un recul de 3,8 % a été observé. Hormis l'incidence de la chute des cours des matières premières, des facteurs nationaux ont eux aussi joué un rôle important à cet égard. Ainsi, l'incertitude politique, la situation budgétaire précaire et la nécessité d'une consolidation à ce niveau ont exercé une incidence défavorable sur l'activité. En plus, l'inflation au Brésil est fortement remontée en 2015, dépassant 10 % en fin d'année. En Russie, l'activité a elle aussi subi la diminution des cours des matières premières. Outre ce facteur, les tensions géopolitiques persistantes découlant du conflit en Ukraine et les sanctions internationales qui y sont associées ont également plongé la Russie dans une profonde récession, qui s'est traduite par un taux de croissance négatif, de l'ordre de –3,7 %. En raison d'importants effets de débordement, l'activité s'est aussi fortement repliée dans la plupart des pays de la Communauté des États indépendants. Bien que les conséquences de la récession russe se soient étendues aux pays d'Europe centrale et orientale, ces derniers ont néanmoins pu tirer profit de la baisse des cours pétroliers et de la reprise progressive dans la zone euro.

Le ralentissement observé dans les économies émergentes a lourdement influé sur la croissance du commerce mondial. Si la fragilité du rétablissement des échanges mondiaux dans la foulée de la crise avait surtout reflété l'apathie de la demande dans la zone euro, leur atonie récente peut être principalement imputée à la décélération du volume des importations dans les pays émergents, essentiellement en Chine, au Brésil et en Russie. Durant certains mois de 2015, ces volumes ont même décliné dans plusieurs régions émergentes. Des facteurs structurels continuent par ailleurs de jouer un rôle. Ainsi, les chaînes de valeur mondiales ont cessé de se fragmenter depuis la crise, si bien qu'elles n'alimentent plus l'expansion du commerce mondial autant qu'auparavant. Par conséquent, l'élasticité du commerce, qui exprime la croissance des échanges internationaux par rapport à celle du PIB mondial, a fortement chuté depuis la crise.

Enfin, l'inquiétude grandissante entachant la situation économique des pays émergents, renforcée par la perspective imminente de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, a engendré un net asséchement des entrées de capitaux et, partant, un durcissement des conditions de financement dans plusieurs d'entre eux. Les pays dans lesquels une vive accélération du crédit avait induit des déséquilibres internes et externes, comme le Brésil, la Turquie et l'Afrique du Sud, ont été les plus touchés. Dans le contexte des politiques monétaires particulièrement accommodantes menées par la plupart des économies avancées depuis la crise, nombre de pays émergents avaient en effet recouru à cette liquidité abondante pour soutenir leur économie. Ce mode de fonctionnement a surtout fait exploser le taux d'endettement des entreprises, dont les engagements sont en grande partie libellés en dollars des États-Unis ou dans d'autres devises.

Les économies avancées ont tenu bon[1]

Tandis que la croissance des pays émergents s'amenuisait, l'expansion de l'économie américaine s'est quant à elle poursuivie ; celle-ci a ainsi de nouveau été un moteur important de l'économie mondiale en 2015. Après avoir été affectée par des facteurs temporaires au premier trimestre, la demande intérieure s'est inscrite en forte hausse durant le reste de l'année. La consommation privée, qui représente quelque 70 % du PIB américain, a été étayée par une sensible progression du revenu réel, par un marché de l'emploi solide et par une augmentation du patrimoine net des ménages. La reprise sur le marché de l'immobilier américain qui en a résulté a permis de soutenir les investissements résidentiels. Les conditions de financement toujours avantageuses n'ont cependant pas profité pleinement aux autres investissements. Le secteur manufacturier a été victime d'une perte de compétitivité en termes de prix, à la suite de l'appréciation du dollar des États-Unis. Associés au rebond de la demande intérieure, ces facteurs ont exercé une incidence de plus en plus négative sur la contribution des exportations nettes à la croissance.

Le marché de l'emploi a poursuivi la reprise qu'il avait amorcée les années précédentes, si bien que le taux de chômage est revenu à un niveau considéré de manière générale, mais aussi par le Federal Open Market Committee (FOMC), comme compatible avec le plein emploi. D'autres indicateurs attestaient cependant la persistance, bien qu'à un moindre degré, d'une sous-utilisation sur le marché du travail. Ainsi, des critères plus larges de définition du chômage – tenant compte des personnes dites démotivées ou des travailleurs à temps partiel involontaires – ainsi que les faibles taux d'emploi et d'activité pointent toujours vers un potentiel de travail sous-utilisé. Ce dernier élément s'est traduit par une hausse toujours modérée de la rémunération du facteur travail. Associée au recul des prix de l'énergie et à l'appréciation de la monnaie, elle a eu pour résultat d'empêcher qu'une pression haussière significative ne s'exerce sur les prix à la consommation au cours de l'année, et les anticipations d'inflation ont été revues à la baisse.

À la fin de 2015, le FOMC s'attendait toutefois à ce que l'inflation atteigne à moyen terme 2 % – un niveau qu'il juge compatible avec la stabilité des prix à long terme –, sous l'effet de l'estompement des baisses temporaires des cours de l'énergie et des prix des importations et de la persistance d'une dynamique positive du marché du travail. Aussi le FOMC a-t-il estimé, lors de sa séance des 15 et 16 décembre, que le temps était venu de relever de 25 points de base le corridor des taux directeurs de la Réserve fédérale, le portant à (0,25 % ; 0,50 %). Cette première modification des taux depuis décembre 2008 avait été largement anticipée par les marchés financiers durant les semaines précédant la réunion, si bien qu'elle n'a pas engendré de volatilité supplémentaire. Dans le même temps, le FOMC a fait savoir qu'il n'attendait pour l'exercice à venir qu'une hausse progressive du taux directeur, en fonction de la poursuite de la dynamique d'inflation. S'agissant de l'orientation budgétaire, celle-ci a été plutôt neutre en 2015. Le solde primaire structurel est passé de –1,1 % à –1 % du PIB potentiel, tandis que la dette publique s'est stabilisée au niveau historiquement élevé de 111 % du PIB.

Contrairement à celle des États-Unis, l'économie japonaise est restée atone en 2015. Après une baisse au deuxième trimestre, l'activité ne s'est que modérément redressée au troisième trimestre, si bien que le PIB en volume ne s'est accru en moyenne que de 0,6 % par rapport à l'année précédente. Malgré un marché du travail extrêmement serré – le taux de chômage est retombé à un seuil historique de 3,4 % – et des augmentations de salaires, certes modestes, la consommation privée est restée morne, eu égard notamment à une hausse rapide du taux d'épargne des ménages. La dynamique des investissements des entreprises est elle aussi demeurée décevante, malgré une diminution de l'impôt sur les sociétés, des bénéfices croissants et une abondance de liquidités sans précédent dans les entreprises. Il s'est en outre avéré que la dépréciation du yen n'a pas suffi à compenser le recul de la demande des pays asiatiques émergents, en particulier de la Chine.

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

La politique extrêmement expansionniste s'est quant à elle poursuivie. À la suite de la décision d'octobre 2014 de porter l'expansion de la base monétaire à 80 000 milliards de yens par an, le bilan de la Banque du Japon est passé à 65 % du PIB. Bien que cette mesure ait fait légèrement grimper les anticipations d'inflation, l'inflation (sous-jacente) s'est quant à elle ralentie à environ 1 %. Sur le plan des finances publiques, la réduction du déficit, à 6,7 % du PIB, n'a pas été suffisante pour stopper l'augmentation du taux d'endettement ; entre-temps, celui-ci a atteint près de 230 % du PIB. Comme le vise le troisième pilier des Abenomics, une croissance potentielle plus élevée est la condition sine qua non pour assurer la durabilité des finances publiques. Dans ce cadre, d'autres réformes structurelles complémentaires ont été annoncées, notamment dans l'optique de hausser encore davantage le taux d'emploi de la population féminine.

Malgré l'incertitude croissante, les conditions sur les marchés financiers sont restées relativement favorables

Dans l'ensemble, les conditions financières sont restées relativement favorables, à l'exception de quelques périodes de volatilité accrue et de tensions sur des segments de marché spécifiques. Ainsi, les marchés des actions ont largement poursuivi la tendance haussière qu'ils avaient amorcée en 2013, si bien qu'ils ont atteint de nouveaux niveaux records. Les rendements des obligations d'État sont restés bas, et les variations dans leurs mouvements ont principalement reflété les différences de politique monétaire au sein des diverses zones économiques, de même que l'appréciation par les marchés que celles-ci se trouvaient dans des phases conjoncturelles différentes. Ainsi, la banque centrale américaine a mis un terme à sa politique d'achats massifs en octobre 2014, après avoir constaté que le marché du travail et l'économie avaient commencé à manifester des signes de reprise plus généralisés. À l'inverse, la BCE a annoncé le 22 janvier 2015 l'extension de son programme d'achats d'actifs, sur fond d'inflation plus faible que prévu au sein de la zone euro. Alors qu'aux États-Unis, le rendement des obligations souveraines a emprunté une tendance haussière durant les premiers mois de l'année, celui des obligations européennes a poursuivi sa chute, jusqu'à retomber à un plancher historique en avril. Au Japon aussi, où la politique monétaire était également très accommodante, la faiblesse des taux a persisté. Le rendement des obligations d'État des pays dits périphériques de la zone euro a lui aussi chuté au début de l'année. Compte tenu de la quête de rendement des investisseurs, cette diminution a été encore plus nette que pour les obligations d'État assorties d'une meilleure notation, ce qui a contribué à réduire les écarts avec le rendement du Bund allemand. Seul le taux des emprunts d'État grecs s'est inscrit en hausse au premier semestre de l'année, sur fond de changement de gouvernement et de l'impasse qui s'est ensuivie dans les débats sur les programmes d'assistance financière et d'ajustements économiques, ainsi que de doutes croissants quant à la capacité du pays de maintenir un accès aux financements.

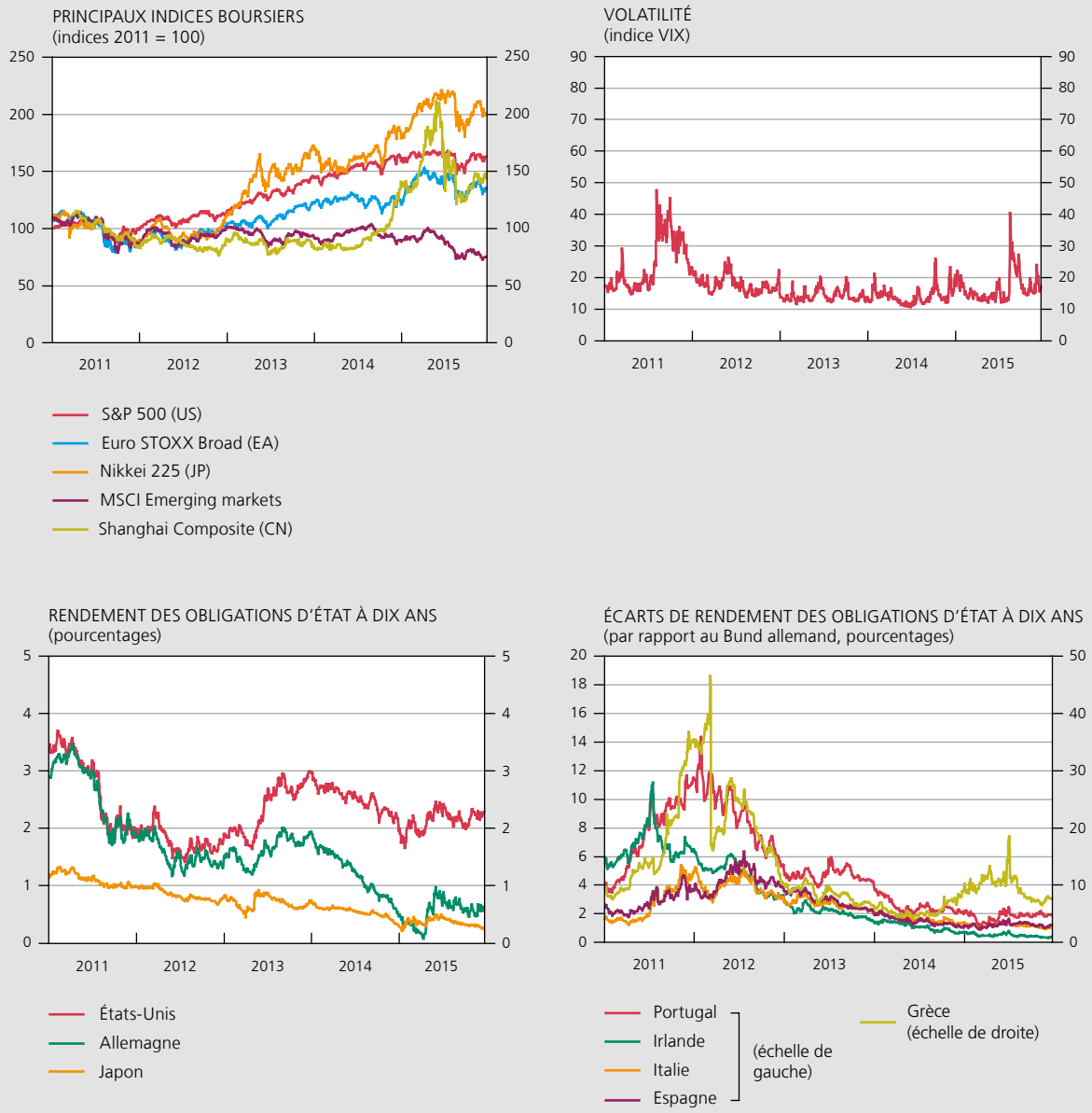
La volatilité sur les marchés financiers s'est fortement accrue dès l'approche de l'été. Ainsi, au terme d'une longue période de baisse, le rendement des obligations d'État au sein de la zone euro est reparti à la hausse au deuxième trimestre. Cette augmentation, qui était imputable à un ensemble de facteurs, dont certains étaient de nature plutôt technique, reflétait l'incertitude grandissante des investisseurs quant à la valeur intrinsèque des obligations d'État après une longue période de repli des taux. Le rendement des obligations d'État américaines a poursuivi son mouvement ascendant au cours de la première moitié de l'année. En Europe, le rebond du rendement des obligations souveraines s'est accompagné d'une chute des bourses européennes, qui se sont ensuite progressivement redressées. Dans un contexte d'agitation croissante concernant leur situation économique, les cours boursiers de plusieurs économies émergentes ont eux aussi accusé un recul au deuxième trimestre, pour ne se stabiliser quelque peu qu'après l'été.

Durant cette période, l'écart de rendement entre les obligations d'État des pays dits périphériques de la zone euro et le Bund allemand a aussi commencé à se creuser légèrement, sous l'effet de l'incertitude croissante entachant la situation en Grèce. Cette agitation a atteint un sommet à la fin de juin, lorsque le pays n'est pas parvenu à rembourser le FMI à l'échéance du deuxième programme d'assistance, et les négociations relatives aux futures conditions d'octroi de financements ont alors semblé être dans l'impasse. La prime de risque sur les obligations de l'État grec a augmenté jusqu'à atteindre près de 20 %, mais elle est repartie à la baisse au début de juillet, lorsqu'il est devenu évident qu'un accord sur un nouveau programme allait être conclu. Tandis que les rendements proposés sur les bons d'État allemands s'infléchissaient quelque peu, en raison d'une fuite vers les valeurs refuge, l'impact sur les primes de risque des autres obligations à haut rendement de la zone euro est toutefois resté temporaire et limité. Il en est allé de même pour l'effet de contagion à d'autres actifs financiers de pays avancés, comme l'atteste la faible diminution des cours des actions.

Ce n'est que plus tard au cours de l'été que les turbulences qui ont secoué les marchés financiers ont atteint leur paroxysme, en raison des évolutions observées en Chine. Entre le 12 juin et le 8 juillet, la Bourse chinoise

GRAPHIQUE 2 VOLATILITÉ ACCRUE SUR LES MARCHÉS FINANCIERS AU COURS DE L'ÉTÉ DE 2015

(données journalières)

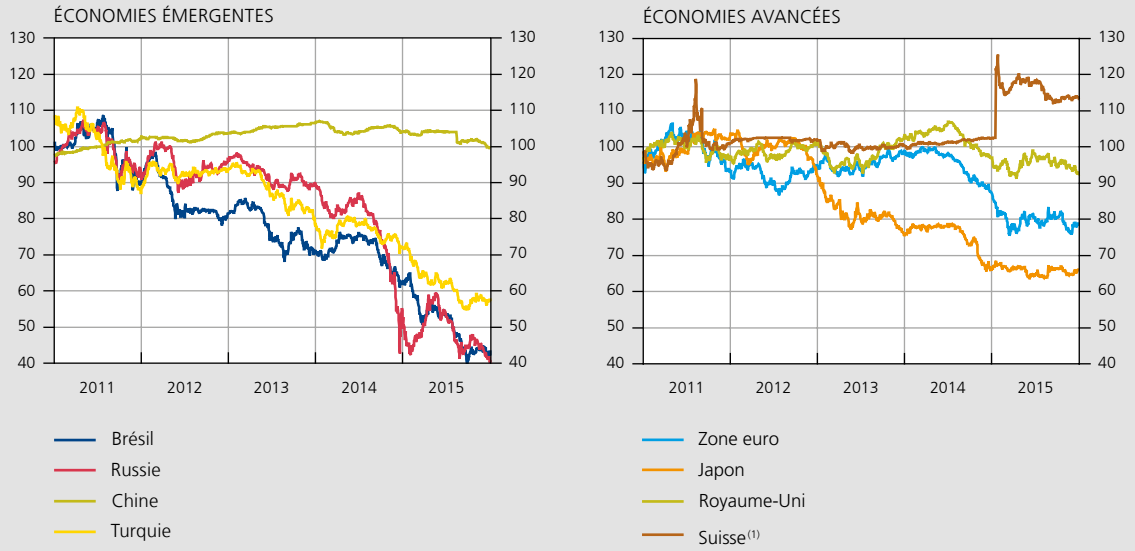


Source : Thomson Reuters Datastream.

a perdu plus de 30 %, dans la foulée de l'annonce par l'autorité de contrôle chinoise de certaines nouvelles mesures visant à réprimer le comportement de placements à risque du secteur bancaire parallèle, après le bond de 150 % des actions chinoises depuis le milieu de 2014. Au niveau mondial, l'incidence sur les marchés financiers est initialement restée limitée, mais cette situation a brusquement changé après l'annonce par la Banque populaire de Chine, le 11 août, d'un ajustement de sa politique de change. Bien que cette décision ait été présentée comme une transition vers une valorisation du renminbi plus conforme au marché et que la dépréciation de la devise chinoise qui en a résulté soit demeurée réduite, elle a été interprétée par les marchés comme un rappel de la poursuite de l'essoufflement de l'économie chinoise. La panique s'est dès lors emparée des marchés financiers mondiaux ; les cours boursiers se sont repliés, la volatilité s'est accrue, les prix des matières premières ont diminué et les devises de différents pays émergents se sont sensiblement affaiblies. La fuite vers les placements sûrs a

GRAPHIQUE 3 DÉPRÉCIATION DES DEVISES DES ÉCONOMIES LES PLUS VULNÉRABLES

(cours de change vis-à-vis du dollar des États-Unis, sauf mention contraire; indices 2011 = 100)



Source : Thomson Reuters Datastream.
(1) Vis-à-vis de l'euro.

entraîné un recul du taux des obligations d'État des pays avancés. Après un apaisement graduel à partir d'octobre, la volatilité s'est par la suite de nouveau sensiblement ravivée sur les marchés, et les cours boursiers ont baissé, les mesures supplémentaires d'assouplissement annoncées par la BCE n'ayant rencontré que partiellement les anticipations.

La dépréciation du renminbi vis-à-vis du dollar des États-Unis n'a finalement pas dépassé 3 % durant les premiers jours qui ont suivi l'annonce de la modification de la politique. Après plusieurs interventions de la banque centrale chinoise, le renminbi s'est stabilisé à un niveau inférieur de 2,5 % environ à celui en vigueur avant la période de turbulences. Ces dernières ont néanmoins également eu une incidence sur les cours de change des devises d'autres pays émergents, notamment des économies asiatiques. Dans différents pays émergents, les monnaies subissaient en fait déjà depuis un certain temps une pression accrue, en raison de la baisse des entrées de capitaux due à la détérioration des attentes en matière de croissance et à l'incertitude quant aux retombées d'une normalisation imminente de la politique monétaire américaine. En particulier, la diminution continue des prix des matières premières a également exercé un effet modérateur sur les cours des devises des pays exportateurs de matières premières, tels la Russie et le Brésil. Le rouble comme le real ont perdu environ la moitié de leur valeur entre la mi-2014, lorsque la chute des prix des matières premières s'est accélérée, et la fin de 2015.

Les évolutions observées sur les marchés des changes des pays avancés ont reflété les différences en matière de politique monétaire dans les différentes zones économiques. La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, qui s'était amorcée à la mi-2014 à la suite de l'anticipation d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE, s'est poursuivie au début de 2015. L'incidence de cet assouplissement ne s'est toutefois pas limitée à l'euro. Les devises qui lui sont liées, notamment la couronne danoise et le franc suisse, ont de ce fait subi une pression haussière. En raison de la nette dépréciation de l'euro, la pression exercée sur ce dernier a été tellement intense que la banque centrale suisse a décidé, au début de 2015, de ne plus soutenir le taux de change minimal de 1,20 franc suisse pour 1 euro. Les marchés financiers ont vivement réagi à cette décision : la valeur du franc suisse a initialement grimpé de plus de 20 % par rapport à l'euro, avant de se replier à nouveau partiellement. La banque centrale danoise est largement intervenue pour maintenir la fluctuation de la couronne au sein de la marge fixée par rapport à l'euro. L'euro s'est toutefois temporairement un peu

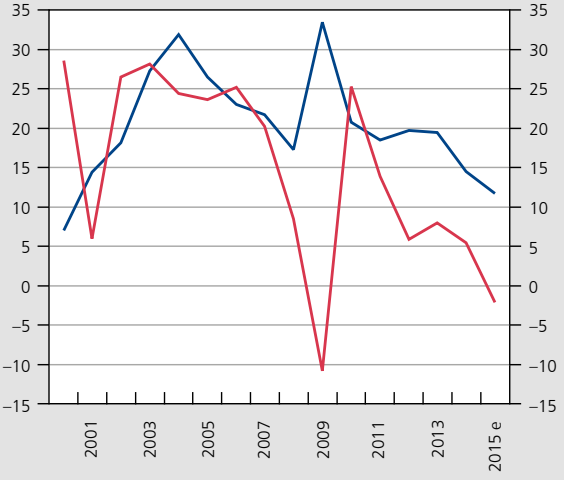
apprécié vis-à-vis du dollar des États-Unis dans le courant de l'année, à mesure que se renforçait le sentiment d'un report de la normalisation de la politique monétaire américaine. Néanmoins, il s'est à nouveau affaibli vers la fin de l'année, en raison des attentes quant à une nouvelle extension du programme d'achats de la BCE et de la conviction de plus en plus répandue que la Réserve fédérale commencerait à relever son taux directeur dès décembre. La livre britannique et le yen japonais ont enregistré des mouvements similaires à ceux de l'euro : la valeur de ces deux devises, qui s'étaient dépréciées vis-à-vis du dollar des États-Unis au cours du second semestre de 2014 et au début de 2015, s'est quelque peu accrue, avant de se replier en fin d'année.

Encadré 1 – Le rééquilibrage de l'économie chinoise et ses conséquences pour l'économie mondiale

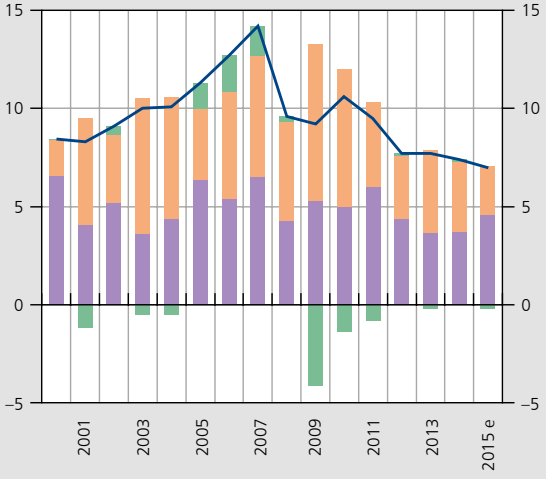
Dans le courant de 2015, différents événements survenus en Chine ont suscité des turbulences sur les marchés financiers. Les cours des actions ont ainsi perdu beaucoup de terrain sur les bourses chinoises en juin et en juillet, tandis que la devise s'est dépréciée, dans le sillage de l'ajustement de la politique de change auquel il a été procédé à la mi-août. La faiblesse des importations et des exportations a également soulevé des interrogations quant à la vigueur de l'économie chinoise. Le ralentissement de la croissance n'est toutefois pas un phénomène nouveau en Chine : il se manifeste depuis quelques années déjà. Alors que la croissance s'élevait encore à 14,2 % en 2007, elle n'a même plus atteint 7 % en 2015. Le présent encadré examine les facteurs susceptibles d'expliquer cette décélération ainsi que ses conséquences pour l'économie mondiale.

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

EXPORTATIONS ET INVESTISSEMENTS
(pourcentages de variation, en volume)



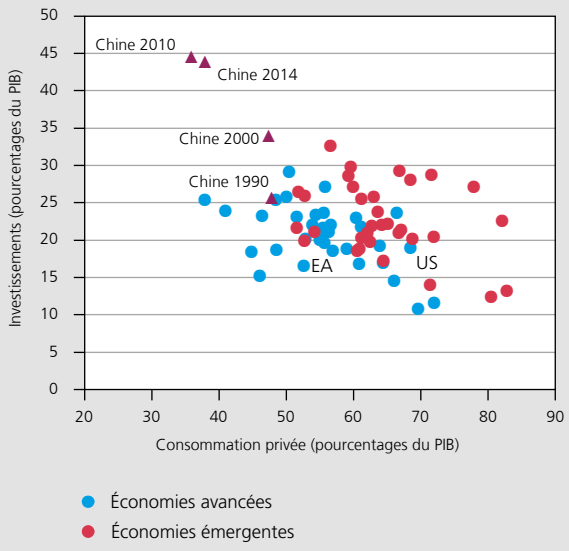
PIB ET SES COMPOSANTES
(contributions aux variations du PIB en volume ; points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : CEIC, OCDE.
(1) Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

Jusqu'à l'éclatement de la crise financière mondiale, la Chine a suivi un modèle de croissance axé sur les exportations. Si l'augmentation des flux d'exportations était en effet phénoménale, les exportations nettes n'ont jamais apporté une contribution très importante à la croissance, la Chine s'étant initialement spécialisée dans les activités d'assemblage. En outre, la hausse des exportations s'est appuyée sur d'énormes investissements dans l'extension de la capacité de production industrielle et des infrastructures, ce qui a nécessité l'importation massive de biens d'équipement et de matières premières. Les investissements et les exportations constituaient traditionnellement les moteurs de la croissance. Toutefois, des déséquilibres grandissants sont progressivement apparus dans la structure de l'économie et dans la composition des dépenses, et les limites de cette stratégie de croissance ont été mises en évidence de plus en plus clairement par des indicateurs tels que la stagnation – à un niveau certes élevé – des parts de marché dans le commerce mondial pour certains biens et la baisse constante des rendements des investissements. Néanmoins, la Chine a maintenu une stratégie centrée sur les investissements, qu'elle a même renforcée par une politique d'expansion budgétaire et monétaire massive à l'issue de la crise financière mondiale, afin d'éviter une brutale décélération de la croissance sur fond d'effondrement des marchés à l'exportation. De ce fait, la progression du PIB s'est poursuivie à un rythme soutenu, de l'ordre de 10 %, en 2009-2010. Dans ce contexte, la part des investissements dans le PIB est passée de 25 % en 1990 à 45 % en 2010, tandis que celle de la consommation privée est retombée à 38 %, ce qui a rendu la composition des dépenses assez exceptionnelle par rapport aux autres pays émergents et développés. Cela a également engendré de nouvelles vulnérabilités, dont une bulle sur certains segments du marché de l'immobilier, une surcapacité dans quelques industries lourdes, une hausse rapide du taux d'endettement des entreprises et des véhicules de financement des pouvoirs locaux, une expansion incontrôlée des banques parallèles et une proportion toujours plus grande d'investissements moins rentables. Ces vulnérabilités ont amplifié les doutes quant à la soutenabilité de ce modèle de croissance, de sorte que les autorités chinoises et les organisations internationales ont estimé nécessaire d'évoluer vers une croissance plus modérée mais plus équilibrée, un rôle accru étant dévolu à la consommation et aux services. L'allégement du programme de relance a engendré un affaiblissement graduel de la croissance économique à partir de 2011.

COMPOSITION DÉSÉQUILIBRÉE DES DÉPENSES [1]



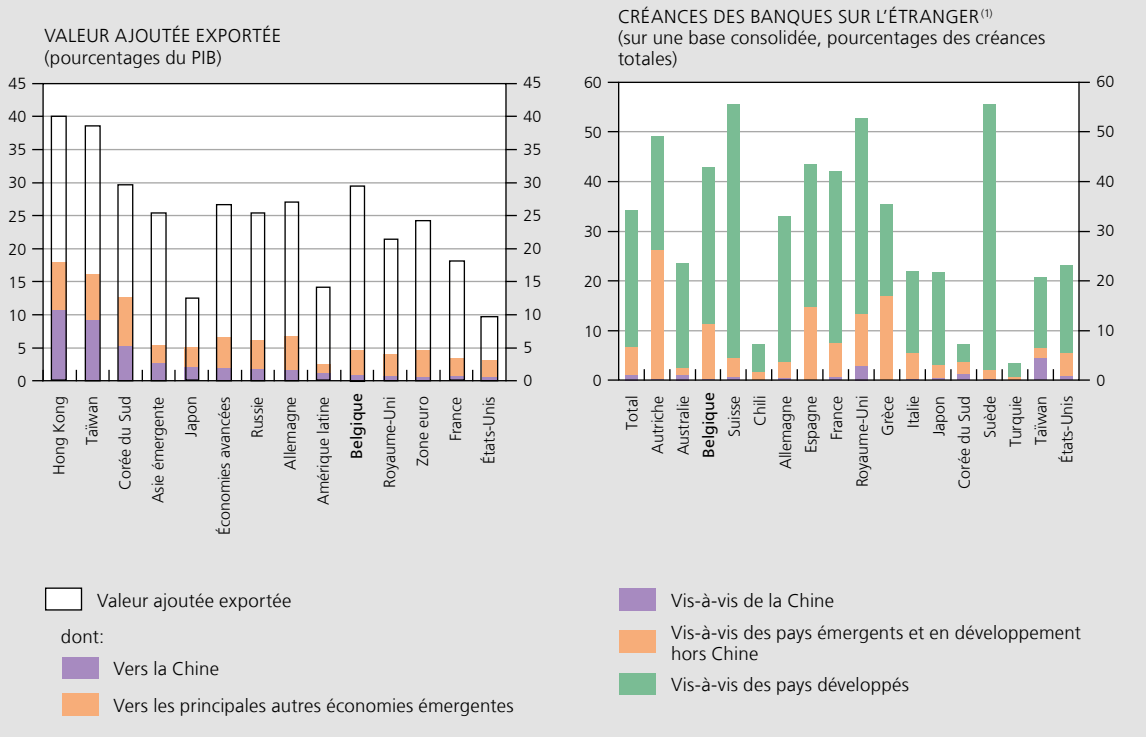
Source : Banque mondiale.
(1) Sauf mention contraire, les chiffres portent sur l'année 2014.

Incidences sur la zone euro et sur la Belgique

Les conséquences d'un ralentissement de la croissance chinoise pour le reste du monde, et plus particulièrement pour la zone euro et la Belgique, sont complexes. Outre un effet direct par le jeu des relations commerciales et financières avec la Chine, une incidence indirecte s'exerce par l'intermédiaire d'autres pays qui, dans certains cas, sont fortement exposés aux évolutions en Chine.

Le graphique de gauche montre le degré d'ouverture d'un pays ou d'une région mesuré à l'aune de la valeur ajoutée exportée en pourcentage du PIB. Cette statistique est pertinente dans la mesure où elle tient compte des réexportations et des inputs importés[1] et où elle reflète la destination finale de la valeur ajoutée exportée, en ce compris celle acheminée via d'autres pays. Elle n'est pas sans importance dans le cadre d'une étude d'incidence, compte tenu de l'évolution des chaînes de production mondiales au cours de ces dernières décennies et du rôle central joué par la Chine à cet égard. Le graphique ne montre donc que la part de la valeur ajoutée dont les destinations finales sont, respectivement, la Chine et le groupe des principales autres économies émergentes. Conformément aux attentes, ce sont les pays asiatiques qui sont les plus dépendants de la Chine et des autres économies émergentes. Les exportations vers la Chine, exprimées en pourcentage de la valeur ajoutée, représentent environ 1 % du PIB, pour la Belgique comme pour la zone euro. Quant à l'ensemble des autres principaux pays

EXPOSITION COMMERCIALE ET FINANCIÈRE À LA CHINE



Sources : BRI, OCDE.
(1) Il s'agit de banques dont le siège central est établi dans un pays figurant dans la base de données de la BRI.

(1) Cf. notamment Duprez C. (2014), « Création de valeur à l'exportation. Un diagnostic de la Belgique », BNB, *Revue économique*, septembre, 27-42.

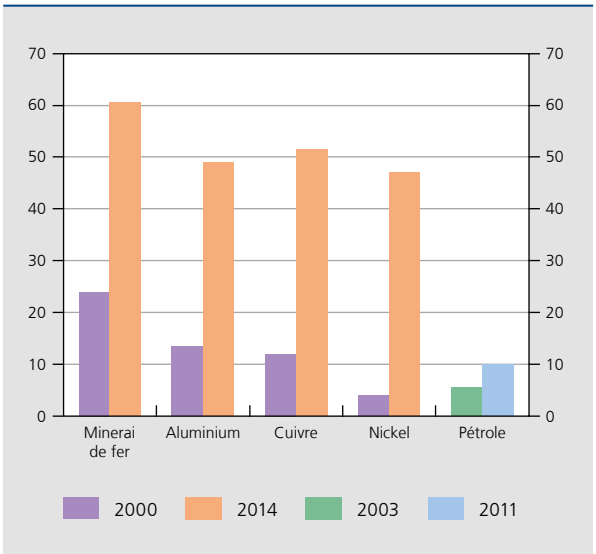
émergents, quelque 4 % de la valeur ajoutée belge leur sont destinés. Ce degré relativement élevé d'exposition à la Chine, quasiment similaire à celui de l'Allemagne, résulte de l'importance des exportations dans l'économie belge et de la large part de la valeur ajoutée exportée qui est à son tour incorporée aux exportations des partenaires proches (principalement l'Allemagne) vers la Chine et les autres économies émergentes.

Les turbulences récentes observées sur les marchés financiers chinois et leurs répercussions sur les marchés financiers mondiaux ont suscité des inquiétudes quant à l'exposition financière. Les relations financières directes de la Chine avec le reste du monde, et en particulier avec l'Europe, demeurent toutefois limitées. Non seulement la Chine dispose d'un vaste excédent d'épargne, si bien qu'elle n'est que peu tributaire des financements étrangers, mais, surtout, les opérations financières, les investissements et les activités bancaires à l'échelle internationale y sont toujours soumis à des limitations très strictes. L'exposition financière directe à la Chine peut notamment être mesurée à l'aide de l'encours des créances des banques étrangères sur des résidents chinois. Il s'avère en effet que les créances vis-à-vis de la Chine sont encore négligeables pour tous les pays, à l'exception du Royaume-Uni et de Taïwan. Plus généralement, l'exposition des banques des pays les plus développés au groupe d'économies émergentes et de pays en développement hors Chine demeure faible, à moins de 10 % des créances totales. La transmission d'un choc en Chine aux marchés financiers mondiaux se manifeste donc principalement par le jeu des effets de confiance.

Les répercussions de l'essoufflement de la croissance en Chine passent enfin par un troisième canal, à savoir les prix des matières premières. En raison de sa soif d'investissements, la Chine est devenue le principal consommateur de certaines matières premières telles que le cuivre, le nickel, l'aluminium et le minerai de fer. Dans les années qui ont suivi la crise financière mondiale, les prix des matières premières se sont maintenus à un niveau élevé parce que le programme massif de relance de la Chine soutenait encore la demande. Le ralentissement du rythme d'investissement actuellement constaté en Chine a toutefois signifié la fin de ce « supercycle » des métaux. Les producteurs de ces matières premières ont dès lors été confrontés à la combinaison d'une baisse des exportations vers la Chine et/ou d'une diminution des revenus des matières premières et/ou d'une dépréciation des devises.

PART DE LA CHINE DANS LA CONSOMMATION DE MATIÈRES PREMIÈRES

(pourcentages de la consommation mondiale)



Source : UN Comtrade.

L'incidence de la Chine sur l'évolution des cours du pétrole est moins marquée parce que la part de ce pays dans la consommation finale est plus réduite (11 %) et que la surabondance de l'offre joue ici un rôle particulièrement important.

Selon les calculs les plus récents de l'OCDE[1], une baisse de la croissance de la demande chinoise de 2 points de pourcentage par rapport au scénario de base pour 2016 et pour 2017 contribuerait à ralentir la croissance dans les pays de l'OCDE de 0,1 à 0,2 point de pourcentage au cours de ces deux années, si on ne tient compte que des effets qui s'exercent par l'intermédiaire du commerce. Lorsqu'elle inclut aussi des chocs financiers négatifs dans ses simulations, comme un recul mondial des marchés boursiers et une hausse de différentes primes de risque, l'OCDE estime que l'incidence sur la croissance atteindrait respectivement 0,6 et 0,8 point de pourcentage en 2016 et en 2017 dans la zone euro, où l'Allemagne est confrontée à une exposition élevée. Pour la Belgique, on peut supposer une exposition comparable à celle de ce dernier pays. L'incidence serait toutefois encore plus vive au Japon (–0,8 en 2016 et –1 en 2017), en Inde (–0,6 en 2016 et –1,2 en 2017) et en Russie (–0,7 en 2016 et –1,3 en 2017). Si on prend également en considération une diminution des prix des matières premières, l'incidence du choc sur la zone euro et surtout sur le Japon serait moindre, ces économies étant des importateurs nets de pétrole et de métaux. Pour la Russie, c'est l'inverse qui prévaudrait : le ralentissement de la croissance serait encore plus prononcé (–1,8 en 2016 et –1,9 en 2017). Comme toujours, les simulations de ce type doivent être interprétées avec la prudence de rigueur, la structure du modèle, les hypothèses sous-jacentes et la nature des chocs simulés pouvant influencer fortement les résultats.

(1) Cf. OCDE (2015), *Perspectives économiques n° 98*, novembre.

1.2 Nouvelles mesures d'assouplissement monétaire dans la zone euro pour lutter contre la faiblesse de l'inflation

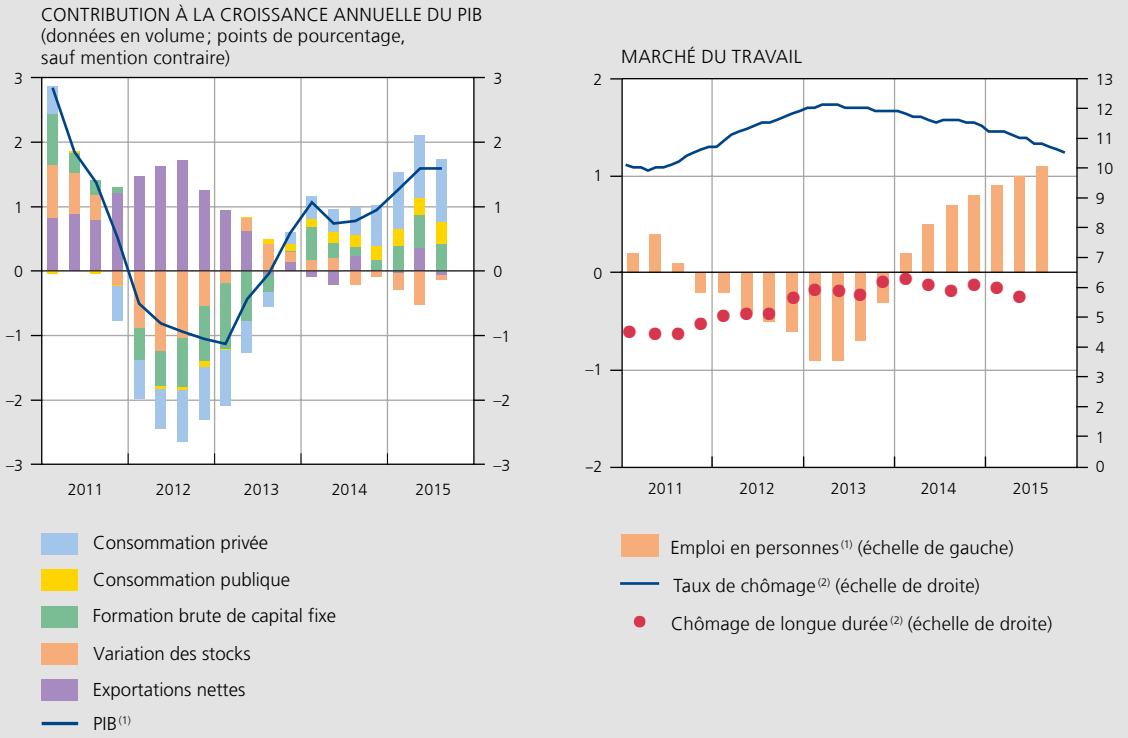
Reprise encore modérée en 2015

Dans la zone euro, la progression à un rythme modéré de l'activité entamée deux ans plus tôt s'est poursuivie en 2015. La croissance annuelle moyenne du PIB s'est même quelque peu accélérée, passant de 0,9 % en 2014 à 1,6 %.

Dans la foulée des développements survenus en 2014, ce rebond graduel de l'économie a continué de s'appuyer sur la conjonction de facteurs substantiels. D'une part, sur le plan extérieur, le cours de change de l'euro s'est maintenu à un niveau relativement faible durant la plus grande partie de l'année, ce qui a favorisé les exportations, essentiellement durant le premier semestre. En outre, même exprimé en euros, le cours du pétrole est retombé à un niveau plancher, après qu'il avait chuté de moitié entre la mi-2014 et le début de 2015. D'autre part, dans la zone euro, alors qu'elles étaient initialement déjà très avantageuses, les conditions de financement des différents secteurs de l'économie se sont encore légèrement améliorées. Considérée globalement, l'orientation de la politique budgétaire a pour sa part été neutre en 2015, ce qui constitue un assouplissement par rapport aux années antérieures.

La reprise persistante de l'activité dans la zone euro s'est progressivement accompagnée d'un renforcement plus en profondeur de l'économie, dont témoignent plusieurs signes. Tout d'abord, l'assise géographique de la croissance s'est étendue à quasiment tous les États membres. Ensuite, la reprise a plus largement reposé sur le raffermissement de la demande intérieure, principalement de la consommation privée. Les ménages ont en effet bénéficié non seulement du faible niveau des cours du pétrole, mais aussi d'une embellie significative de la situation sur le marché du travail. Les créations nettes d'emplois qui s'étaient fait jour en 2014 se sont poursuivies à un rythme régulier en 2015, permettant de prolonger le mouvement de repli du taux de chômage amorcé au milieu de 2013. Dans certains pays, elles ont été favorisées par les efforts d'ajustement réalisés durant les dernières années en matière de coûts salariaux et par des réformes sur le marché du travail. Enfin, la dynamique du crédit bancaire aux sociétés non financières et aux particuliers a commencé à se redresser après une longue période de recul, en raison d'une demande moins atone et d'une transmission plus généralisée des effets de la politique monétaire accommodante à travers les différentes juridictions de la zone euro.

GRAPHIQUE 4 CROISSANCE MODÉRÉE DE L'ACTIVITÉ DANS LA ZONE EURO, SUR FOND D'EMBELLIE SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL



Source : CE.
(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.
(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active, pourcentages.

Ces progrès sont toutefois restés modestes, au regard non seulement de l'ampleur des facteurs de soutien, mais aussi des performances affichées par d'autres économies avancées, tels les États-Unis ou le Royaume-Uni. Plusieurs facteurs ont continué de freiner le retour de la zone euro vers son potentiel de production, des réserves demeurant inexploitées.

En effet, en dépit de son repli, le taux de chômage se situait toujours à un niveau élevé en 2015, tant pour le chômage total que pour celui de longue durée. Les entreprises n'ont pas encore été en mesure d'utiliser pleinement leurs capacités de production, et la vigueur de leurs investissements est également restée en retrait de ce que présageaient le rebond des perspectives de demande intérieure, l'augmentation de la rentabilité, ou encore l'amélioration des conditions de financement. De plus, malgré des ajustements parfois substantiels, certaines retombées de la grande récession de 2008-2009 et de la crise de la zone euro de 2011-2012 continuent de brider la vigueur de la reprise, même si elles sont maintenant plus circonscrites et spécifiques. Ainsi, dans certains États membres, les investissements résidentiels, qui avaient affiché une expansion inconsidérée dans les années 2000, sont toujours en berne, tandis que, dans d'autres cas, les ménages ou les sociétés non financières sont encore engagés dans un processus de réduction de leur niveau d'endettement.

Alors même que la zone euro continuait d'éprouver des difficultés à tirer pleinement profit des facteurs de soutien et que, avec le temps, l'impulsion de ceux-ci tendait à s'atténuer, le climat conjoncturel s'est obscurci durant l'été. À ce moment-là, l'effet du tassement de la demande extérieure émanant de la Chine et d'autres économies émergentes a commencé à se faire sentir de manière plus prononcée, quoiqu'avec une intensité variable selon les pays. Parallèlement, la vive chute de la monnaie de certaines économies émergentes a tempéré l'effet positif que les exportateurs européens tiraient de la dépréciation antérieure de l'euro. En outre, au-delà des mouvements ponctuels, et somme toute limités, liés à la crise grecque durant l'été, le sentiment des investisseurs est devenu nettement plus prudent et plus volatil sur les marchés financiers. Enfin, sur fond de tensions géopolitiques, l'intensification de la crise des réfugiés et, plus tard, les menaces

terroristes planant sur l'Europe ont pesé ponctuellement sur la confiance en fin d'année.

Une dynamique inflationniste apathique

Compte tenu de l'effondrement des prix des matières premières, et notamment du pétrole, d'une part, et de la vigueur insuffisante de la reprise pour absorber les réserves de production disponibles dans l'économie, d'autre part, l'inflation dans la zone euro a poursuivi la tendance baissière qu'elle avait entamée en 2012. Mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), elle est retombée à 0 % en moyenne en 2015, alors qu'elle n'avait pas dépassé 0,4 % l'année précédente.

Le repli s'est temporairement accéléré à la fin de 2014, au moment où les effets de la chute des cours pétroliers étaient les plus prononcés, entraînant en janvier 2015 un recul du niveau général des prix de 0,6 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Après un léger rebond au printemps, l'inflation s'est de nouveau progressivement atténuée, revenant à un taux à peine supérieur à 0 % en fin d'année, soit un niveau nettement en deçà de l'objectif du Conseil des gouverneurs, à savoir un taux inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

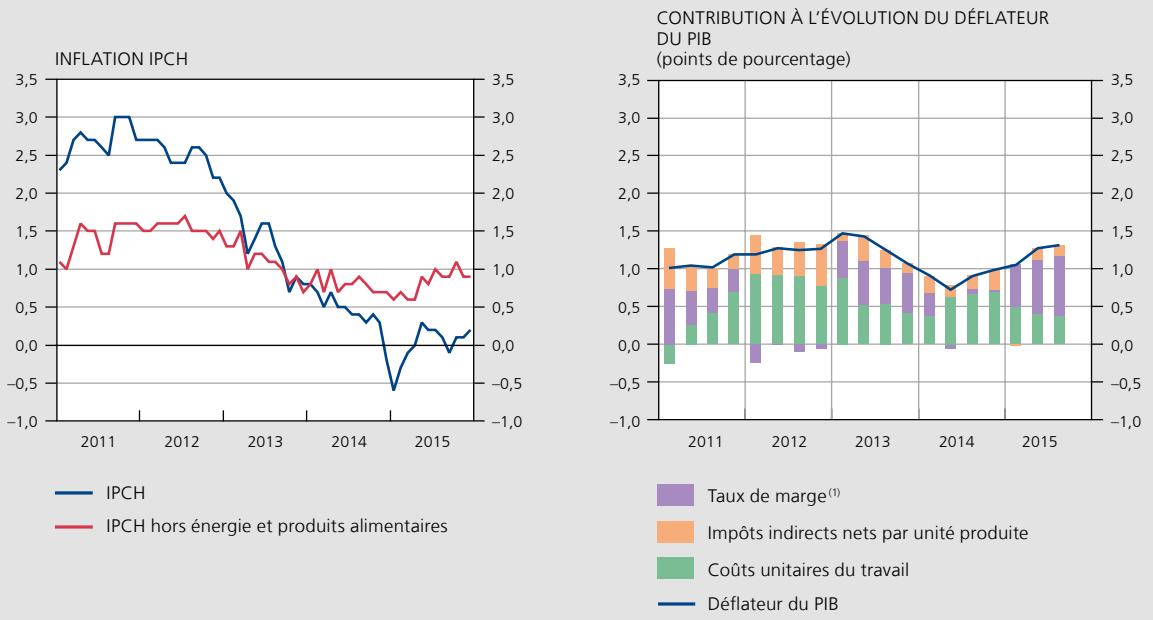
Si la plongée des prix des matières premières a constitué un facteur majeur de pressions à la baisse sur les prix, l'inflation sous-jacente, mesurée par la variation annuelle de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires et énergétiques, a fluctué au sein d'une fourchette comprise entre 0,6 et 1,1 %. Elle est donc elle aussi restée très faible, à l'instar des deux années précédentes.

En ligne avec l'évolution de la demande intérieure, les pressions d'origine intérieure sur les prix ont certes enregistré une légère poussée, tout en demeurant limitées. Tandis que la hausse des coûts unitaires du travail s'est infléchie à partir de la fin de 2014, les marges bénéficiaires ont pour leur part contribué au modeste accroissement des tensions d'origine intérieure sur les prix. Ainsi, la progression du déflateur du PIB s'est quelque peu renforcée, prolongeant la tendance observée depuis le deuxième semestre de 2014. Ce redressement était toutefois toujours précaire.

Au fil du temps, la tendance baissière persistante de l'inflation dans la zone euro a commencé à peser également sur les anticipations d'inflation. Celles-ci ont amorcé un repli dès la fin de 2013 et, dans le contexte d'un affaiblissement plus prononcé à compter de la mi-2014, elles

GRAPHIQUE 5 L'INFLATION A POURSUIVI SON REPLI DANS LA ZONE EURO, DANS UN CONTEXTE DE PRESSIONS INTÉRIEURES FAIBLES SUR LES PRIX

(variations par rapport à la période correspondante de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : BCE, CE.

(1) Le taux de marge est défini comme l'excédent brut d'exploitation par unité produite.

sont retombées à des niveaux historiquement bas au début de 2015, toutes maturités confondues. Les mesures de politique monétaire adoptées dans le courant de l'année ont exercé un effet stabilisateur. En décembre, les marchés financiers, tout comme les prévisionnistes professionnels, s'attendaient cependant toujours à ce que l'inflation ne revienne que très progressivement à un niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix.

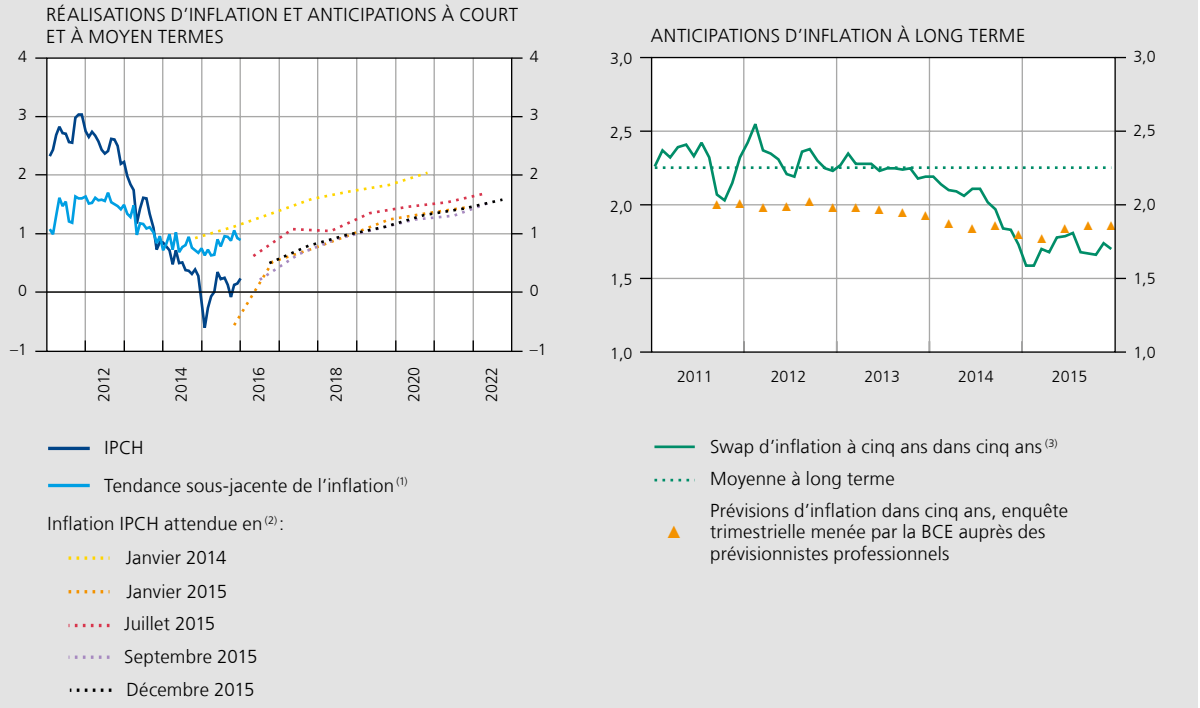
De même, les anticipations d'inflation extraites des données financières et portant sur le long terme – à savoir l'inflation à un horizon auquel les chocs qui influencent les mouvements des prix à court terme ont produit tous leurs effets et qui, à politique appropriée, devrait donc à nouveau être conforme à l'objectif – ont cessé de se dégrader. Ces anticipations sont néanmoins demeurées faibles, si bien que le risque d'un éventuel désancrage de celles-ci a subsisté. Un tel risque a également, jusqu'à un certain point, été étayé par les anticipations d'inflation à long terme tirées des données d'enquêtes – qui n'incorporent pas de primes de risque et constituent à ce titre une mesure plus juste des anticipations. Après s'être contractées en 2014, elles ont présenté une évolution positive en 2015, tout en demeurant en deçà de leur moyenne historique. Tenant compte de la volatilité limitée de ces données, cet écart – certes restreint – est donc dans une certaine mesure préoccupant. La distribution des anticipations d'inflation à cinq ans (qui, en 2015, font référence à 2020) a par ailleurs mis en exergue les risques baissiers en la matière, ainsi qu'une asymétrie toujours forte de l'interprétation de la définition de la stabilité des prix par les prévisionnistes du secteur privé. Une large proportion d'entre eux évoquaient en effet des anticipations d'inflation nettement inférieures à 2 %.

Des risques essentiellement baissiers

Selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs de la BCE, ce contexte de fragilité de la reprise économique

GRAPHIQUE 6 APATHIE DE LA DYNAMIQUE INFLATIONNISTE DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle)



Sources : BCE, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

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

(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 reflètent l'inflation attendue le mois précédant de trois mois leur date d'échéance. Ainsi, les contrats de décembre 2015 reflètent les taux d'inflation attendus en septembre les 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.

dans la zone euro, en général, et de faiblesse de l'inflation, en particulier, s'est conjugué à la constatation que, contrairement à ce qui avait été escompté, les perspectives macroéconomiques ne se sont pas améliorées. Ainsi, les prévisions d'inflation pour 2016 et pour 2017 ont été revues à la baisse, revenant de respectivement 1,5 et 1,8 % dans l'exercice de projection de mars à 1 et 1,6 % dans celui de décembre. En outre, les risques baissiers auxquels étaient exposées ces perspectives ont persisté, en dépit des mesures prises. Ils incluent notamment un ralentissement plus important qu'escompté dans les économies émergentes, sur fond d'incertitude quant au chemin de transition de l'économie chinoise. De plus, la normalisation attendue de la politique monétaire américaine, tout comme les tensions géopolitiques, était susceptible d'entraîner de nouveaux effets perturbateurs sur les marchés émergents, de même que sur les marchés financiers internationaux et des matières premières.

Dans la mesure où ces risques retardent le retour de l'inflation vers son objectif de moyen terme, ils renforcent les craintes d'une période prolongée de faible inflation, d'une part, et d'un désancrage des anticipations d'inflation, d'autre part. Ces deux types de risques entraînent des coûts liés à une certaine forme de rigidité nominale à la baisse, à savoir au fait que certaines variables nominales ne peuvent que difficilement baisser, voire pas du tout. Ainsi, le taux nominal – qui correspond à la somme de l'inflation attendue et du taux d'intérêt réel – présente un plancher naturel proche de zéro. Lorsque le taux directeur tombe à ce seuil, la banque centrale voit se réduire la marge de manœuvre lui permettant d'abaisser encore le taux d'intérêt réel à court terme. À supposer que les anticipations d'inflation ne soient plus fermement ancrées à ce moment-là et qu'elles affichent une tendance baissière, elles en viennent même à exercer une pression à la hausse sur le taux réel, induisant ainsi une politique monétaire involontairement plus restrictive. Par ailleurs, la plupart des contrats d'endettement étant conclus en termes nominaux, un ralentissement inopiné de l'inflation accroît la charge réelle des dettes contractées antérieurement. Le processus de désendettement s'en trouve compliqué, ce qui renforce encore, toutes autres choses étant égales, la propension à épargner et occasionne dès lors un (nouveau) repli de la demande. Lorsque l'ensemble de la zone euro est confronté à une inflation basse, les États membres devant rétablir leur compétitivité relative sont contraints d'abaisser également leurs salaires et leurs prix en termes absolus. Pour des raisons d'ordres divers, employeurs et travailleurs y sont réticents, ce qui freine le processus d'ajustement, pousse le chômage à la hausse et érode encore un peu plus la demande. Pour éviter que ces risques ne persistent et ne se matérialisent, le Conseil des gouverneurs a adopté au cours de l'année des mesures visant à préserver, et même à amplifier, le caractère accommodant de sa politique monétaire afin de soutenir la reprise économique dans la zone euro.

Mesures de politique monétaire

À la fin de 2014, les instruments activés se sont avérés insuffisants

À la lumière de la persistance de perspectives d'inflation faibles, de l'essoufflement de la dynamique de croissance et de l'atonie de l'évolution des octrois de crédits dans la zone euro, l'Eurosystème avait mis en place dès 2014 une série de mesures de politique monétaire accommodantes. Celles-ci visaient à la fois un nouvel assouplissement de l'orientation de la politique monétaire et la transmission effective de celle-ci au secteur financier et à l'économie réelle.

Dans un premier temps, le Conseil des gouverneurs a abaissé les taux directeurs à des niveaux historiquement bas en septembre 2014 : le taux des opérations principales de refinancement a ainsi été amené à 0,05 %, celui de la facilité de prêt marginal à 0,30 % et celui de la facilité de dépôt à –0,20 %, ce dernier taux signifiant que les banques paient un intérêt sur les liquidités qu'elles déposent auprès de l'Eurosystème. L'abaissement des principaux taux directeurs a réduit les coûts de refinancement des banques de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Ensuite, le Conseil a lancé en septembre et en décembre 2014 les deux premières opérations de refinancement ciblées à plus long terme (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO) sur les huit prévues. Ces opérations proposent aux banques un financement à taux fixe courant au plus tard jusqu'en septembre 2018 en échange de nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages (à l'exclusion des prêts au logement). Enfin, il a également été décidé de procéder à des achats d'actifs émis par le secteur privé. Ainsi, le 20 octobre 2014 a été lancé un troisième programme d'achats d'obligations sécurisées libellées en euros et émises par des banques établies dans la zone euro (covered bond purchase programme – CBPP3), suivi, le 21 novembre, d'un programme d'achats de titres adossés à des actifs (asset-backed securities purchase programme – ABSPP), dont les actifs sous-jacents sont des créances sur le secteur non financier de la zone euro. Ces deux programmes avaient pour objectifs d'accroître les liquidités sur le marché monétaire, de dynamiser les marchés de ces titres, de stimuler le marché des émissions et de soutenir l'octroi de crédits sous-jacents.

Au début de 2015, le Conseil des gouverneurs a toutefois constaté que l'assouplissement de la politique monétaire était insuffisant au vu de la dynamique de l'inflation, qui s'avérait plus faible qu'escompté. Une série de chocs d'offre positifs, parmi lesquels le repli sensible et continu des cours des produits pétroliers, étaient avancés comme en étant la cause principale. Bien qu'un choc d'offre positif ne requière en principe pas de réaction sur le plan de la politique monétaire, il peut, s'il s'avère persistant et si les capacités de production sont sous-utilisées – ce qui était le cas –, amener les agents économiques à revoir à la baisse leurs anticipations d'inflation, ce qui, par le jeu d'effets de second tour, se répercute sur le processus de formation des salaires et de fixation des prix et finit par nuire à l'inflation sous-jacente. De ce fait, une série de chocs d'offre initialement positifs sont susceptibles de se muer en chocs de demande négatifs qui, pour leur part, nécessitent une réponse appropriée de la politique monétaire. Le Conseil estimait que ce risque était significatif, conforté en cela par le recul des anticipations d'inflation. Une réponse forte de la politique monétaire s'imposait donc pour contrer les risques liés à une trop longue période de faible inflation. Dans la mesure où la marge disponible pour comprimer encore davantage les taux directeurs était devenue extrêmement mince, une démarche logique pour l'Eurosystème consistait à utiliser la taille et la composition du bilan de la banque centrale comme instrument afin d'imprimer une trajectoire de politique monétaire appropriée. Plutôt que d'orienter les seuls taux d'intérêt à court terme, l'Eurosystème s'est efforcé, par l'acquisition d'actifs, de faire pression directement sur l'ensemble du spectre des taux d'intérêt. À supposer que ces conditions de financement plus favorables profitent aux ménages et aux entreprises, elles doivent permettre, à terme, de soutenir la consommation et l'inflation et, par ce biais, de ramener l'inflation vers 2 %. Étant donné que les achats témoignent de la détermination de la banque centrale à préserver la stabilité des prix, ils favorisent en outre un ancrage ferme – ou plutôt, dans les conditions actuelles, un redressement – des anticipations d'inflation. Ce dernier est essentiel pour assurer l'efficacité de la politique monétaire, en ce sens qu'il permet à l'Eurosystème de continuer d'avoir prise sur le taux réel, même lorsque le taux nominal est au plus bas.

Des mesures bilancielles supplémentaires en 2015

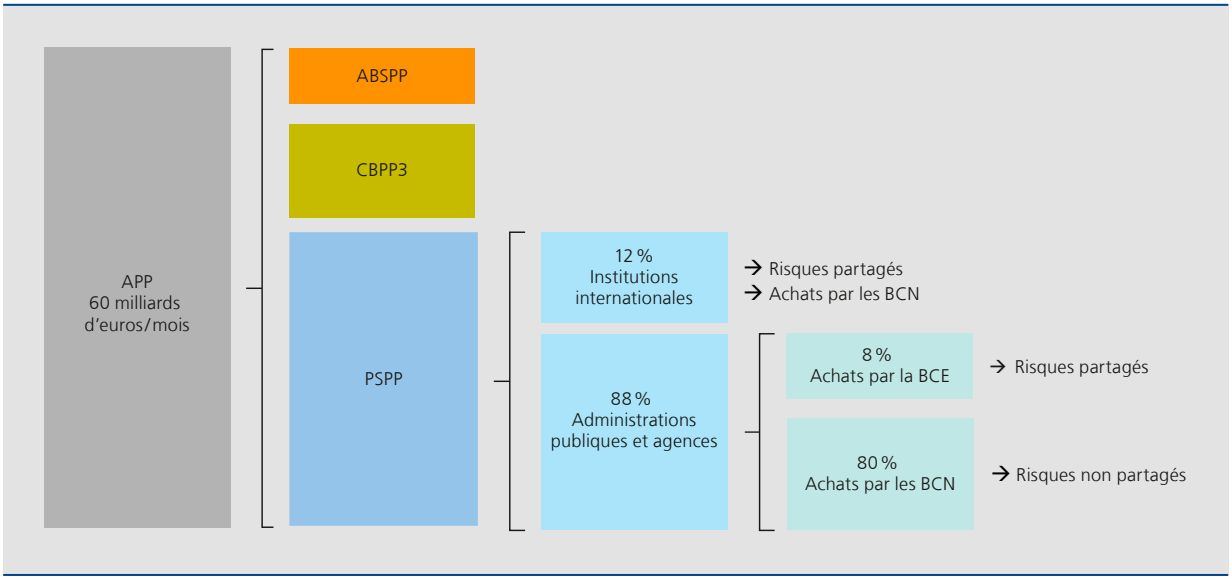
Le Conseil des gouverneurs a donc décidé, lors de sa réunion du 22 janvier 2015, de lancer un programme étendu d'achats d'actifs (expanded asset purchase programme – APP). Celui-ci englobait les deux programmes existants, l'ABSPP et le CBPP3, et leur adjoignait un vaste programme d'achats d'actifs du secteur public (public sector purchase programme – PSPP). Au titre de l'APP, le Conseil vise à acquérir chaque mois des actifs pour un montant total de 60 milliards d'euros. En janvier, il prévoyait que le programme courrait jusqu'à la fin de septembre 2016, délai qu'il a décidé, en décembre, de prolonger jusqu'à la fin de mars 2017, à la lumière de la révision à la baisse des perspectives en matière de stabilité des prix. Par ailleurs, le Conseil a toujours fait savoir qu'il avait en tout état de cause l'intention de maintenir l'APP jusqu'à ce que l'inflation retrouve une évolution durable conforme à son objectif en matière de stabilité des prix. Dans la mesure où cela s'avérerait nécessaire, des achats pourraient ainsi encore être effectués après mars 2017. En procédant de la sorte, le Conseil soulignait explicitement que la finalité de l'APP est de mener à bien son mandat.

Tandis que la reprise économique dans la zone euro s'est poursuivie en 2015, fût-ce à un rythme modéré, la dynamique de l'inflation est demeurée apathique. Le Conseil a par ailleurs estimé, à la fin de l'année, que des risques baissiers continuaient de peser sur les perspectives en matière d'inflation. Afin que l'inflation renoue promptement avec les 2 %, il a adopté en décembre – en sus de la prolongation du programme – des mesures supplémentaires visant à améliorer l'efficacité du programme d'achats. D'une part, il a décidé de réinvestir à l'échéance les remboursements au titre du principal sur les titres acquis en vertu de l'APP, aussi longtemps que nécessaire. Cette décision allonge l'horizon tant des conditions de liquidité favorables que de l'orientation accommodante de la politique monétaire. D'autre part, il a réduit de 10 points de base le taux de la facilité de dépôt, pour l'établir à -0,30 %, afin d'inciter les banques à faire usage de leur surplus de liquidités plutôt que de les placer en dépôt auprès de l'Eurosystème. Les autres taux directeurs sont restés inchangés. S'agissant de l'avenir, le Conseil a de surcroît répété qu'il était disposé à agir, et en mesure de le faire, le cas échéant en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat. Il a en particulier rappelé que l'APP était suffisamment souple, son ampleur, sa composition et sa durée pouvant être adaptées.

Particularités du PSPP

Le PSPP prévoit l'acquisition, sur le marché secondaire, de titres libellés en euros émis par des administrations publiques, des agences et des institutions européennes de la zone euro, en échange de monnaie de banque centrale ou de dépôts auprès de la banque centrale. Les établissements de crédit peuvent utiliser ces avoirs pour se procurer d'autres actifs et pour octroyer des crédits à l'économie réelle (pour de plus amples informations sur l'influence de l'APP sur le bilan de la banque centrale et

GRAPHIQUE 7 COMPOSITION DU PROGRAMME ÉTENDU D'ACHATS D'ACTIFS (APP)[1]



Source : BCE.
(1) La taille des cadres ne correspond pas à l'ampleur relative des différents programmes. Elle en donne toutefois une indication.

sur ceux des banques commerciales, cf. encadré 2). Dans un cas comme dans l'autre, cela contribue à assouplir encore les conditions financières.

Les achats sont répartis entre les pays de la zone euro conformément à la clé de répartition du capital de la BCE, qui reflète l'importance économique et démographique des pays. Les acquisitions effectuées en vertu du PSPP le sont tant par les banques centrales nationales (BCN) que par la BCE (pour de plus amples détails, cf. graphique 7). Bien que le PSPP fasse donc l'objet d'une mise en œuvre décentralisée, le Conseil des gouverneurs conserve la mainmise sur toutes les caractéristiques de son organisation, tandis que la BCE coordonne les achats. L'uniformité de la politique monétaire de l'Eurosystème est ainsi garantie.

Pour être éligibles au PSPP, les titres de créance doivent répondre à une série de conditions. Ils doivent ainsi présenter une qualité de crédit élevée (investment grade) et être assortis d'une durée résiduelle comprise entre deux ans minimum et 30 ans maximum. Par ailleurs, l'Eurosystème n'acquiert pas de titres dont le rendement est inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt. Des limites d'achat sont en outre imposées afin de ne pas perturber le fonctionnement du marché ou la fixation des prix, d'éviter que l'Eurosystème ne puisse constituer une minorité de blocage en cas de règlements collectifs de dettes et de réduire le risque de voir la BCE devenir un des principaux créanciers des administrations publiques de la zone euro. Enfin, des critères d'éligibilité supplémentaires s'appliquent aux pays soumis à un programme d'ajustement UE-FMI.

Le Conseil des gouverneurs a décidé que les pertes éventuelles encourues sur les achats de titres d'institutions européennes effectués par les BCN et de titres d'administrations publiques et d'agences effectués par la BCE seraient partagées. Ce principe ne s'applique toutefois pas aux autres achats effectués en vertu du PSPP, si bien que seuls 20 % de ces achats relèvent du régime de partage des risques. Ce partage limité des risques – qui contraste avec le régime appliqué aux autres opérations de politique monétaire – s'explique par le caractère incomplet de l'union monétaire et par l'absence, au niveau européen, d'une politique budgétaire commune plus étendue. Dans la situation présente, un partage complet des risques signifierait en effet que tous les pays de la zone euro endosseraient les risques d'un éventuel défaut de paiement ou d'une éventuelle restructuration de la dette d'un seul membre. Une telle situation entraînerait in fine des transferts budgétaires entre États membres, ce qui ne s'inscrit pas dans le cadre du mandat de l'Eurosystème. Compte tenu de ce qui précède, et afin de continuer d'inciter chaque État membre à mener une politique budgétaire appropriée, le Conseil des gouverneurs a jugé nécessaire d'opter pour un partage limité des risques. Pour autant, cela ne nuit pas à l'unité de la politique monétaire, puisque c'est au Conseil qu'il revient de prendre toutes les décisions au nom de l'ensemble de la zone euro.

Mise en œuvre concrète de l'APP

L'APP a été mis en œuvre sans encombre au cours de l'année, les achats portant sur des volumes conformes au montant annoncé de 60 milliards d'euros par mois. Des achats nets de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées ont ainsi été effectués chaque mois pour des montants moyens de, respectivement, 1 milliard d'euros et 9 milliards d'euros. S'agissant des actifs publics, dont les achats, qui ont débuté le 9 mars 2015 et constituent la plus grosse partie de l'APP, ce sont en moyenne 49 milliards d'euros qui y ont été consacrés chaque mois.

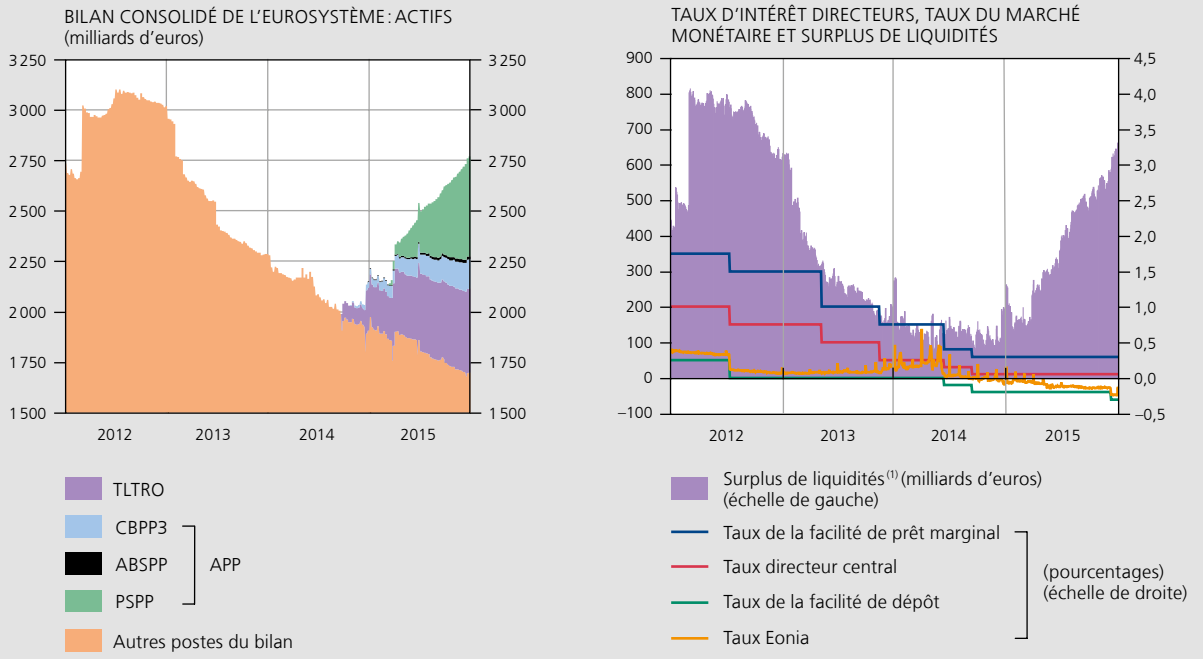
Lors du lancement du programme, certains doutes planaient parmi les opérateurs des marchés financiers quant à la capacité du Conseil d'atteindre les objectifs quantitatifs qu'il s'était fixés dans le cadre des achats mensuels au titre du PSPP. L'inquiétude concernant une éventuelle pénurie d'obligations d'État répondant à toutes les conditions était alimentée par deux considérations. D'une part, on s'attendait à ce que les émissions nettes de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro soient plutôt restreintes sur la durée du PSPP, compte tenu de la consolidation budgétaire entamée et des excédents budgétaires attendus en Allemagne. D'autre part, il régnait l'impression que, en raison d'exigences réglementaires ou de l'absence d'alternatives d'investissement attrayantes, les banques, les fonds de pension et les entreprises d'assurance ne seraient pas disposés à vendre des titres publics. Ce risque de pénurie ne s'est pourtant pas matérialisé, et les objectifs d'achats ont été atteints sans réel problème. Qui plus est, le PSPP présente une flexibilité suffisante pour, le cas échéant, être adapté afin de prévenir ces risques. Le Conseil des gouverneurs a d'ailleurs fait usage de cette flexibilité. Ainsi a-t-il décidé en septembre 2015 de porter la limite d'achats par titre de 25 % initialement à 33 %, à moins que, ce faisant, l'Eurosystème ne soit en situation de détenir une minorité de blocage, auquel cas la limite d'achats resterait fixée à 25 %. La limite d'achats arrêtée à 33 % sur l'encours des dettes d'un émetteur est quant à elle demeurée inchangée. Par ailleurs, la liste des agences émettant des titres éligibles au PSPP a été étendue à deux reprises (en avril et en juillet), sur la base de considérations de politique monétaire et de maîtrise des risques. En outre, le Conseil a annoncé en décembre que les instruments de dette négociables émis en euros par des administrations régionales et locales de la zone euro pourraient désormais aussi être acquis au titre de l'APP. Cette mesure entend remédier à d'éventuels problèmes de pénurie, par exemple sur le marché allemand des obligations publiques.

S'agissant de la mise en œuvre de l'APP en Belgique, la Banque a entamé, le 9 mars également, des achats d'obligations linéaires sur les marchés secondaires. Sur l'ensemble de 2015, les acquisitions nettes de titres publics belges en vertu du PSPP se sont élevées à environ 16 milliards d'euros. Le risque de pénurie d'obligations de l'État belge est demeuré relativement limité puisque leur proportion sur les marchés secondaires des emprunts publics de la zone euro (quelque 5 %) est supérieure à la part de la Banque dans la clé de répartition du capital de la BCE (3,52 %), et ce en raison de l'ampleur de la dette publique brute de la Belgique. La stratégie de financement de l'Agence fédérale de la dette permet en outre d'assurer une liquidité importante pour les différentes lignes d'OLO. Enfin, les marchés secondaires des obligations linéaires et des « repo » n'ont pas davantage été confrontés à des problèmes de liquidités, comme l'atteste le recours limité à la facilité de prêt de titres de la Banque ou à la repo facility de l'Agence fédérale de la dette.

La demande enregistrée dans le cadre des TLTRO a baissé, mais ces opérations jouent un rôle important

L'anticipation du lancement d'un programme étendu d'achats d'actifs par l'Eurosystème a également comprimé les coûts de financement à long terme des banques sur le marché. Le Conseil des gouverneurs a dès lors décidé, en janvier 2015, d'aligner le taux d'intérêt fixe des futures TLTRO sur le taux des opérations principales de refinancement au moment de l'opération. Par conséquent, le supplément de 10 points de base appliqué lors des deux premières TLTRO menées en 2014 a été supprimé. Cette mesure visait à préserver la demande de financement des banques par la voie des TLTRO et, partant, à garantir une meilleure transmission de l'assouplissement monétaire. Au deuxième trimestre, il est apparu clairement que les TLTRO contribuaient grandement à garantir l'accès des banques à un financement peu onéreux, en particulier dans un environnement de taux du marché en hausse. Lorsque les marchés obligataires de la zone euro – en ce compris ceux des obligations bancaires – ont traversé deux périodes de volatilité accrue, la demande enregistrée dans le cadre de la quatrième TLTRO de juin a dépassé les attentes. De manière générale, la demande de liquidités dans le cadre des quatre opérations menées en 2015 a cependant été en moyenne inférieure à celle qui avait été observée lors des deux premières TLTRO conduites en 2014 (51,4 milliards d'euros, contre 106,2 milliards). Ce constat n'a rien de surprenant, étant donné que les nouvelles TLTRO portaient sur une durée plus courte et que, comparativement aux deux premières opérations, les montants autorisés étaient moins élevés. Par ailleurs, les achats effectués au titre de l'APP alimentent également les banques en liquidités.

GRAPHIQUE 8 L'AUGMENTATION DU BILAN DE L'EUROSYSTÈME S'ACCOMPAGNE D'UN ACCROISSEMENT DU SURPLUS DE LIQUIDITÉS QUI COMPRIME LE TAUX EONIA



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.
(1) Le surplus de liquidités équivaut à la somme des montants placés sur la facilité de dépôt et sur les comptes courants en sus des réserves obligatoires.

Incidences sur le bilan de l'Eurosystème, sur l'excédent de liquidités et sur le taux Eonia

Comme attendu, la mise en œuvre de l'APP et des TLTRO s'est traduite par un net gonflement du bilan de l'Eurosystème. Le programme d'achats permet à l'Eurosystème de contrôler plus directement son bilan, contrairement à la situation qui prévalait jusqu'alors, dans laquelle l'évolution de la base monétaire reposait essentiellement sur la demande de liquidités des banques. Cette demande s'est avérée particulièrement importante en période d'agitation sur les marchés financiers, si bien que la taille du bilan a servi d'indicateur des tensions au sein du système financier de la zone euro, ou encore du rôle d'intermédiation de la banque centrale entre les établissements financiers. Cette interprétation de l'évolution du bilan de la banque centrale ne s'applique toutefois plus depuis le lancement du programme étendu d'achats d'actifs.

L'introduction des TLTRO et de l'APP – les TLTRO proposant aux banques des prêts à long terme peu onéreux, l'APP les pourvoyant pratiquement en permanence de réserves de banque centrale – a permis d'infléchir la demande de financements par l'intermédiaire d'opérations régulières de politique monétaire, telles que les opérations principales de refinancement hebdomadaires et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois.

La croissance du bilan consolidé de l'Eurosystème s'est accompagnée d'une augmentation des liquidités mises en dépôt par les établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Ainsi, le surplus de liquidités – c'est-à-dire les réserves de banque centrale que les banques conservent en sus de leurs réserves obligatoires, que ce soit en compte courant ou sur la facilité de dépôt dont la rémunération est identique – s'élevait à la fin du mois de décembre 2015 à 640 milliards d'euros, contre 120 milliards au début de septembre 2014, soit avant le lancement des différents programmes d'achat d'actifs et des TLTRO.

Comme les banques cherchaient à placer leurs réserves excédentaires sur le marché, l'important surplus de liquidités a durablement ramené le taux interbancaire au jour le jour, l'Eonia, vers le niveau du taux de la facilité de dépôt. Celui-ci constitue la limite inférieure du taux Eonia, mais en devient également la valeur de référence en cas d'excédent de liquidités. Tout au long de l'année sous revue, le taux du marché monétaire au jour le jour est donc lui aussi demeuré en territoire négatif, avec pour conséquence des coûts de financement interbancaire historiquement bas.

Encadré 2 – L'effet du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème sur le bilan des banques

Le programme étendu d'achats d'actifs (expanded asset purchase programme – APP) de l'Eurosystème affecte durablement non seulement le bilan de l'Eurosystème – qui acquiert des titres – mais aussi celui des établissements de crédit de la zone euro – qui jouent les intermédiaires dans le règlement des achats, et ce quel que soit le vendeur des titres.

Ainsi, au niveau du bilan de l'Eurosystème, les achats se traduisent, à l'actif, par un gonflement du portefeuille de politique monétaire et, au passif, par une augmentation correspondante des réserves excédentaires détenues par les établissements de crédit de la zone euro.

EFFET DE L'APP SUR LE BILAN CONSOLIDÉ ET SIMPLIFIÉ DE L'EUROSYSTÈME

(milliards d'euros)

Actif			Passif		
	06-03-2015	25-12-2015		06-03-2015	25-12-2015
Opérations de refinancement	471	542	Billets en circulation	1 010	1 083
Titres détenus à des fins de politique monétaire ↑	**237**	**805**	Dépôts des administrations publiques	56	70
Autres actifs	1 427	1 421	Réserves des banques	254	757
			Réserves obligatoires	107	113
			Réserves excédentaires ↑	**147**	**644**
			Autres passifs	815	858
Total	**2 135**	**2 768**	**Total**	**2 135**	**2 768**

Source : BCE.

En principe, les réserves excédentaires des banques de la zone euro conservent leur niveau élevé tant que les actifs restent dans le portefeuille de politique monétaire de l'Eurosystème. L'usage par les agents économiques (à l'exclusion de l'Eurosystème) des fonds générés peut cependant mener à une « destruction » de la liquidité bancaire fraîchement créée dans trois cas : (1) quand les banques de la zone euro substituent les nouveaux fonds à la liquidité obtenue au travers des opérations de refinancement ; (2) lorsque la liquidité est retirée sous la forme de billets de banque ; et (3) quand les fonds sont utilisés pour payer les administrations publiques de la zone euro, qui les placent sur les comptes qu'elles détiennent auprès de l'Eurosystème. Toutefois, ces mouvements se sont en pratique révélés relativement limités, et l'ampleur de l'accroissement des réserves excédentaires a donc suivi le rythme des acquisitions.

Au niveau du bilan agrégé des établissements de crédit de la zone euro, la contrepartie de la liquidité bancaire créée par les achats dans le cadre de l'APP – celle-ci donnant lieu à une augmentation des réserves excédentaires à l'actif – dépend, dans un premier temps, du vendeur « ultime » des actifs et, par la suite, de l'affectation finale des liquidités.

Si le vendeur est une banque de la zone euro (vente pour compte propre), l'achat se traduira, à l'actif du bilan agrégé des banques de la zone euro, par la réduction du portefeuille à hauteur des titres vendus. Si le vendeur est un

résident non bancaire de la zone euro, l'opération d'achats par l'Eurosystème sera réglée, au passif du bilan agrégé des banques de la zone euro, par le crédit d'un compte de dépôt[1]. Enfin, si le vendeur est un non-résident de la zone euro, l'ajustement du bilan agrégé des banques de la zone euro face à la croissance des réserves consistera en une diminution de leurs actifs extérieurs nets, c'est-à-dire la différence entre leurs créances et leurs engagements envers l'étranger (hors zone euro). Cette baisse résulte soit du versement du montant de la vente de titres sur un compte détenu par le vendeur non résident auprès d'un établissement de crédit de la zone euro, soit du débit porté au compte qu'une banque résidente détient auprès d'une banque étrangère.

EFFET DIRECT DE L'APP SUR LE BILAN AGRÉGÉ ET SIMPLIFIÉ DES BANQUES DE LA ZONE EURO, PRÉSENTÉ SCHÉMATIQUEMENT SELON LE VENDEUR

Actif		Passif	
Réserves des banques (auprès de l'Eurosystème)		Dépôts des résidents	
Réserves obligatoires		Dépôts de vendeurs APP	↑
Réserves excédentaires	↑	Autres dépôts	
Dépôts auprès des non-résidents	↓	Dépôts de non-résidents	↑
Portefeuilles de titres		Emprunts auprès de l'Eurosystème	
Titres éligibles à l'APP	↓	Autres emprunts	
Autres titres		Capitaux propres	
Prêts			
Autres actifs			
Contrepartie de l'accroissement des réserves excédentaires :			
Le vendeur est une banque de la zone euro			
Le vendeur est un résident non bancaire de la zone euro			
Le vendeur est un non-résident de la zone euro			

Source : BNB.

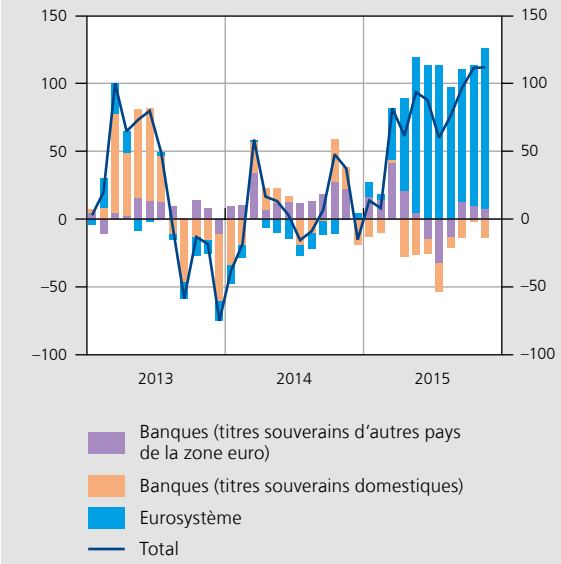
Tandis que le portefeuille de titres de dette souveraine de la zone euro détenu par l'Eurosystème n'a pas cessé d'augmenter, sous l'effet des acquisitions dans le cadre du programme d'achats de titres publics (public sector purchase programme – PSPP), celui des banques de la zone euro s'est quelque peu contracté à partir du mois de mars 2015. Ces dernières ont donc vendu à l'Eurosystème des titres souverains qu'elles possédaient pour compte propre. Toutefois, au regard des montants observés – en particulier en comparaison des volumes totaux des achats dans le cadre du PSPP et de la taille du portefeuille de titres publics détenu par le secteur bancaire de la zone euro –, ces ventes nettes sont restées relativement limitées. D'autres agents économiques, résidents ou non de la zone euro, ont donc également vendu des titres à l'Eurosystème dans le cadre du PSPP.

L'effet direct de l'APP est donc un accroissement des liquidités des banques de la zone euro, qui résulte à la fois de réserves des banques auprès de l'Eurosystème plus élevées et d'une hausse du financement par les dépôts. Ces liquidités peuvent trouver différentes affectations, qui, à leur tour, influent sur le bilan des établissements de crédit. Par exemple, on pourrait observer que certaines banques utilisent ces fonds à des fins d'octroi de nouveaux crédits. Une telle situation a pour effets, à l'actif, d'alourdir le portefeuille de prêts de ces banques et, au passif, d'engendrer des

(1) Si le détenteur fait partie du secteur détenteur de monnaie, l'achat d'actifs par l'Eurosystème ira de pair, en première instance, avec une expansion de l'agrégat monétaire M3.

ACHATS DE TITRES SOUVERAINS DE LA ZONE EURO PAR L'EUROSYSTÈME ET PAR LES BANQUES DE LA ZONE EURO

(flux nets cumulés sur trois mois, milliards d'euros)



Source: BCE.

dépôts supplémentaires. Si leurs clients, à leur tour, consacrent ces dépôts à, par exemple, acquérir des biens auprès de clients d'autres banques de la zone euro, les réserves de banque centrale changeront alors de détenteur au sein du système. Toutefois, au niveau agrégé du secteur bancaire, le volume des réserves des banques restera en principe inchangé. Le système bancaire de la zone euro dans son ensemble constituant un circuit fermé, les fonds doivent en effet, d'une manière ou d'une autre, toujours revenir dans le giron de l'Eurosystème.

Ces mécanismes de second tour – dont l'exemple ci-dessus ne constitue qu'une des modalités – impliquent que l'effet direct présenté de manière schématique ne traduit pas l'incidence finale de l'APP sur le bilan des établissements de crédit de la zone euro. De ce fait, dans la pratique, il est difficile d'identifier avec précision l'effet global du programme sur l'ensemble des postes du bilan des banques de la zone euro, et ce dans la mesure où les décisions de rééquilibrage de portefeuille sont diverses et variées, tant du côté des banques individuelles que de celui des agents non bancaires (qui opèrent en principe nécessairement par l'intermédiaire des banques)[1]. Cette tâche se révèle d'autant plus ardue que l'évolution des différents postes du bilan des banques résidentes subit également l'influence d'autres facteurs que l'APP.

Jusqu'à présent, l'augmentation des réserves excédentaires des banques de la zone euro observée depuis mars 2015 s'est accompagnée d'une hausse des dépôts des résidents non bancaires de la zone euro, d'une diminution des actifs extérieurs nets et des crédits au secteur public de la zone euro, ainsi que d'une certaine croissance du crédit au secteur privé de la zone euro. L'effet de l'APP sur le bilan des banques de la zone euro finira donc vraisemblablement en partie par soutenir les prêts à l'économie réelle. En ce qui concerne les banques belges, on a également constaté un gonflement des réserves. Ce dernier est allé de pair avec une baisse de leurs actifs extérieurs nets, une contraction de leur financement net par le marché et une progression des dépôts des résidents non bancaires belges. L'octroi de crédits au secteur privé non bancaire belge a également présenté une tendance haussière, mais d'une ampleur moindre.

(1) Les décisions de rééquilibrage de portefeuille doivent ici s'entendre comme des décisions relatives à l'ajustement de la composition de leurs bilans respectifs.

Transmission des mesures adoptées aux conditions financières et à l'environnement macroéconomique

En pratique, le train de mesures semble avoir eu une incidence positive visible, bien qu'il soit malaisé d'en faire une estimation précise. Ainsi, la volatilité des marchés des obligations souveraines de la zone euro s'est accrue au deuxième trimestre. Depuis l'été, on assistait par ailleurs à un ralentissement de l'économie mondiale et à un regain de nervosité sur les marchés internationaux des capitaux et des matières premières. Ces chocs, essentiellement extérieurs, ont entravé l'évaluation correcte des mesures adoptées et ont même entraîné un recalibrage du cours de la politique monétaire en raison de leur incidence sur les perspectives d'inflation. On peut supposer qu'en l'absence de ces mesures de soutien, leurs retombées sur l'économie de la zone euro auraient été plus négatives.

Effet de signal sur les attentes d'inflation

Avec l'APP, le Conseil des gouverneurs a donné un signal fort, soulignant sa volonté de tout mettre en œuvre pour assurer sa mission de maintien de la stabilité des prix. Cette mesure contribue à garantir un pilotage adéquat des taux d'intérêt réels, de manière à ce que la banque centrale puisse continuer d'exercer sa fonction de stabilisation de l'activité économique et de l'inflation. En cela, l'annonce explicite de la poursuite de l'APP jusqu'à ce que l'inflation soit à nouveau attendue à un niveau proche de 2 % a joué un rôle crucial.

Les mesures adoptées ont ainsi permis d'éviter que l'importante chute de l'inflation totale n'induise une contraction durable des anticipations d'inflation. Après l'annonce de l'APP, les indicateurs de marché ont d'ailleurs manifesté des signes de reprise, tandis que le nouveau repli de l'inflation observé dans le courant de l'été de 2015 ne s'est que temporairement ressenti dans les anticipations d'inflation. Ceci reflète également les attentes d'une extension du programme d'achats d'actifs en décembre. Dans le même temps, les anticipations d'inflation tirées de données d'enquêtes se sont, elles aussi, légèrement redressées : leur distribution dans l'échantillon des répondants à l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels a attesté un glissement ascendant par rapport à la fin de 2014. En fin d'année, les anticipations d'inflation à tous les horizons et issues de diverses sources étaient toutefois à peine supérieures aux niveaux historiquement bas qu'elles affichaient au début de l'année. Elles demeurent donc bien loin d'un niveau compatible avec la stabilité des prix, d'où la décision de poursuivre sur la voie d'une politique monétaire accommodante.

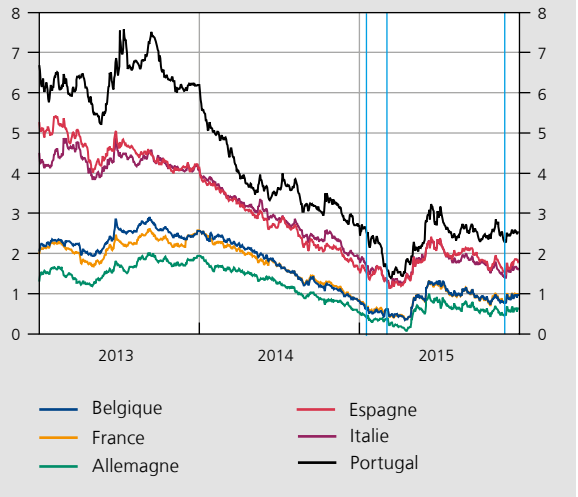
Des taux nominaux plus faibles, toutes échéances confondues

Le programme d'assouplissement quantitatif initié par la BCE a par ailleurs influencé directement le rendement des actifs qui font l'objet des achats. On s'attendait à ce que les achats d'obligations d'État à grande échelle induisent – conformément à la loi de l'offre et de la demande – une hausse des prix de ces actifs, et dès lors un fléchissement de leurs rendements. Étant donné que le taux des obligations souveraines constitue une valeur de référence (le « taux sans risque »), l'impulsion se transmet – sous la forme de coûts de financement plus faibles – au reste de l'économie, contribuant ainsi à soutenir le crédit et l'investissement.

Dans la mesure où les marchés s'attendaient déjà depuis la mi-2014 à de nouvelles mesures d'assouplissement de la part de la BCE, ces dernières avaient déjà été intégrées dans les prix de nombreux actifs financiers. Par conséquent, à la fin de 2014, le taux des obligations d'État était déjà retombé à un niveau historiquement bas dans de nombreux pays de la zone euro. Les rendements ont malgré tout poursuivi leur déclin après l'annonce du PSPP au mois de janvier, ainsi qu'à son lancement en mars. Cela s'explique entre autres par le fait que la taille du programme d'achats d'actifs dépassait les attentes.

GRAPHIQUE 9 À LA SUITE DU PSPP, LE RENDEMENT DES OBLIGATIONS À DIX ANS EST TOMBÉ À UN PLANCHER HISTORIQUE, AVANT D'AFFICHER UNE CERTAINE VOLATILITÉ (1)

(pourcentages)



Source : Bloomberg.

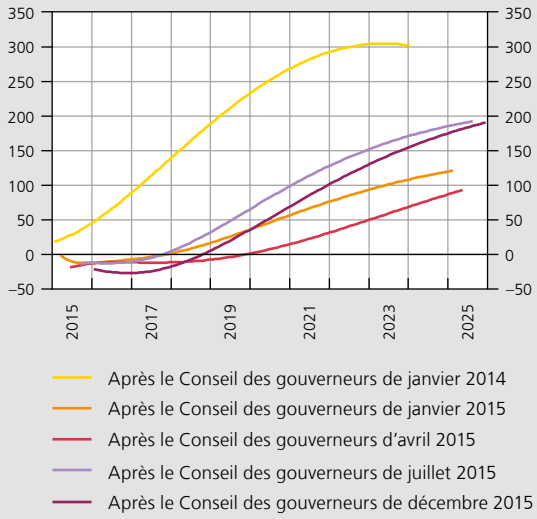
(1) Les lignes bleues verticales marquent l'annonce, la mise en œuvre et l'extension du programme d'achats d'actifs, respectivement les 22 janvier, 9 mars et 3 décembre.

Les titres de créance à plus long terme ont enregistré le recul le plus prononcé. Ainsi, le taux sur le Bund allemand à dix ans, qui constitue une référence en matière d'actifs peu risqués dans la zone euro, a chuté de 0,64 % en décembre 2014 à près de 0 % à la mi-avril 2015. Le rendement à sept ans s'est même inscrit en territoire négatif. Au cours de la même période, le rendement des obligations à dix ans de l'État belge est retombé de 0,90 % à moins de 0,40 %, et il est même devenu négatif pour les échéances inférieures ou égales à six ans. Les rendements des obligations souveraines des pays plus vulnérables de la zone euro ont eux aussi chuté, souvent de manière plus prononcée encore.

Dans le courant du deuxième trimestre, deux corrections de prix ont été observées (l'une à la fin du mois d'avril, l'autre au début du mois de juin), si bien que le rendement des obligations d'État a fortement augmenté. Ainsi, entre les mois d'avril et de juin, le taux du Bund allemand à dix ans a pris 67 points de base, pour atteindre 0,83 % (moyenne mensuelle). Une série d'explications peuvent être avancées pour ces corrections de prix. L'ajustement soudain peut ainsi être envisagé comme une inversion – d'une certaine manière logique – de la chute brutale et tout aussi inattendue des rendements depuis le lancement des achats au mois de mars. Par ailleurs, la publication de données macroéconomiques présentant quelques signes d'amélioration, de même que des anticipations d'inflation en hausse – deux éléments indissociables de l'APP – peuvent avoir donné lieu à une hausse du taux d'intérêt nominal à long terme. À cet égard, la remontée des taux ne doit pas nécessairement être perçue négativement. Si l'APP comprime au départ les taux à long terme, il vise in fine à induire un taux à long terme plus élevé. Pour autant que celui-ci reflète une révision à la hausse des anticipations en matière de taux à court terme, il atteste de meilleures prévisions de croissance et d'inflation. Enfin, plusieurs facteurs techniques affectant les marchés peuvent avoir renforcé le mouvement ascendant : une liquidité saisonnière moins abondante sur les marchés, d'importantes émissions d'obligations par plusieurs pouvoirs publics sous l'effet de rendements très faibles, ainsi que certaines stratégies d'investissement, qui produisent des effets mécaniques et conduisent la volatilité à s'auto-alimenter. Il n'est pas possible de déterminer avec précision l'incidence de ces facteurs sur la volatilité. Il appert toutefois que les périodes de volatilité accrue sont propres à un environnement de taux d'intérêt faibles. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a fait savoir qu'il réagirait en cas de durcissement infondé des conditions monétaires. Dans le courant du second semestre, les rendements des obligations d'État se sont contractés, reflétant l'anticipation de mesures additionnelles de politique monétaire.

GRAPHIQUE 10 LES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE CONTINUENT DE PESER SUR LA TRAJECTOIRE ATTENDUE POUR LE TAUX AU JOUR LE JOUR[1]

(points de base)



Source : Bloomberg.

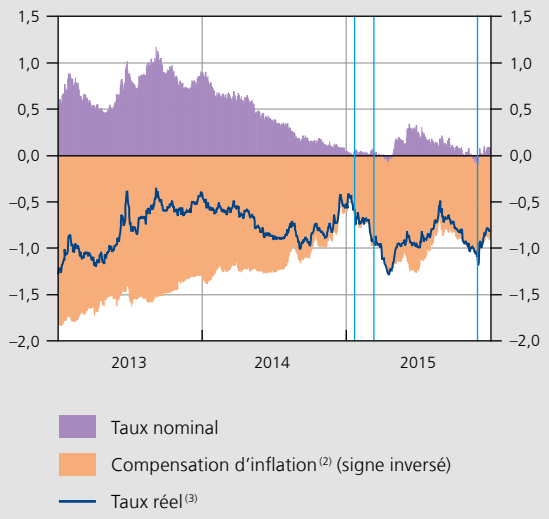
(1) Sur la base du taux d'intérêt au jour le jour implicite dérivé des taux d'intérêt swap Eonia à différentes échéances.

En dépit d'une certaine volatilité, les mesures de politique monétaire ont renforcé l'aplatissement de la structure par terme des taux d'intérêt. Comme pour l'évolution des rendements des obligations d'État, les anticipations relatives aux taux du marché monétaire se sont inscrites en hausse de la fin d'avril au début de juillet, avant de repartir à la baisse. La progression plus marquée du segment à (très) long terme de la courbe s'est maintenue par rapport au début de janvier, ce qui peut indiquer qu'on s'attend à une normalisation plus rapide une fois que les taux directeurs auront été relevés, ce qui est une bonne nouvelle en soi. En revanche, les segments à court et à moyen termes de la courbe des taux ont poursuivi leur chute en cours d'année. Cela illustre l'influence des orientations prospectives (forward guidance), de l'abaissement du taux de la facilité de dépôt, ainsi que de l'effet de signal amorcé par les achats d'actifs en matière d'orientation de la politique monétaire – à savoir, une révision à la baisse des anticipations concernant le taux sans risque à court terme. Il apparaît ainsi que l'incidence de l'effet de signal est plus forte pour les taux à plus court terme, la banque centrale étant plus réticente à se lier à des perspectives de taux faibles à plus long terme.

L'APP ayant comprimé les taux d'intérêt nominaux, tout en exerçant un effet haussier sur les anticipations d'inflation, le taux d'intérêt réel à plus long terme est tombé à

GRAPHIQUE 11 LES TAUX RÉELS SE SONT MAINTENUS À UN FAIBLE NIVEAU[1]

(pourcentages)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

(1) Les lignes bleues verticales marquent l'annonce, la mise en œuvre et l'extension du programme d'achat d'actifs, respectivement les 22 janvier, 9 mars et 3 décembre.

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

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

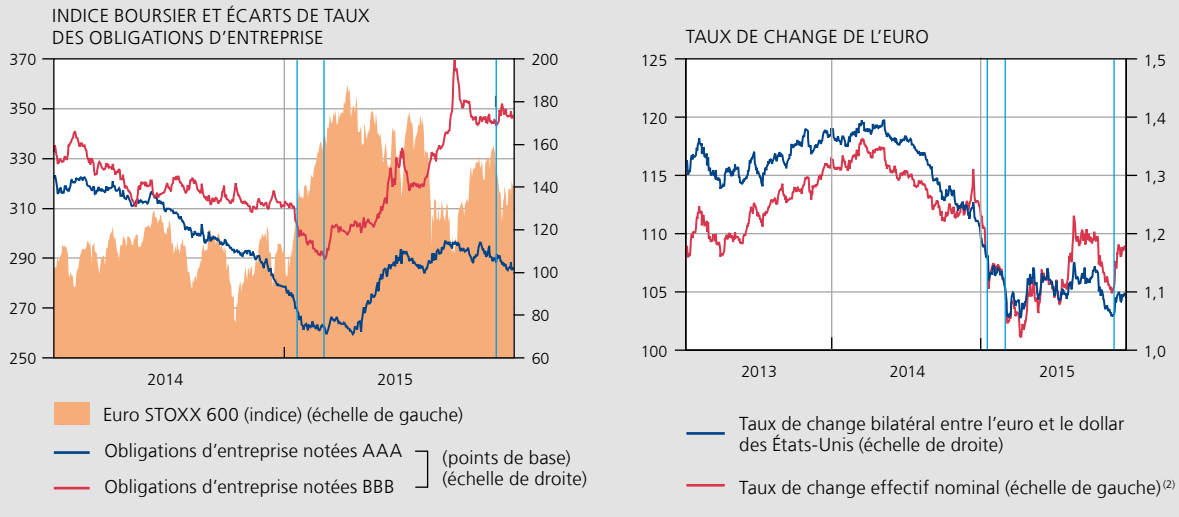
des planchers historiques. L'assouplissement monétaire prononcé enregistré au premier trimestre de l'année sous revue ne s'est toutefois pas inscrit dans la durée : le taux d'intérêt nominal a en effet retrouvé une courbe ascendante, tandis que les anticipations d'inflation ont reculé. À compter du mois d'octobre, on a cependant assisté à une nouvelle amélioration, des mesures de politique monétaire additionnelles ayant été anticipées. De ce fait, le taux d'intérêt réel est revenu à des niveaux bas à la fin de l'année sous revue.

Rééquilibrage du portefeuille

Au-delà de son incidence directe sur les rendements nominaux des titres acquis, l'APP exerce également un effet indirect sur d'autres actifs, ce qui engendre une baisse des coûts de financement par le marché pour les banques et les sociétés non financières.

L'APP a en effet tout d'abord exercé un effet favorable sur les obligations d'entreprise et sur les marchés boursiers européens. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise par rapport au taux swap à cinq ans ont continué de se resserrer au cours du premier trimestre, en particulier pour les obligations assorties d'une notation plus basse. Parallèlement, les marchés boursiers européens ont gagné quelque 23 % entre le début de l'année et le moment où ils ont atteint leur pic, vers la mi-avril. En outre, les investisseurs se sont tournés vers

GRAPHIQUE 12 L'APP INCITE LES INVESTISSEURS À RÉÉQUILIBRER LEURS PORTEFEUILLES[1]



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Les lignes bleues verticales marquent l'annonce, la mise en œuvre et l'extension du programme d'achats d'actifs, respectivement les 22 janvier, 9 mars et 3 décembre.

(2) Taux de change effectif nominal vis-à-vis des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

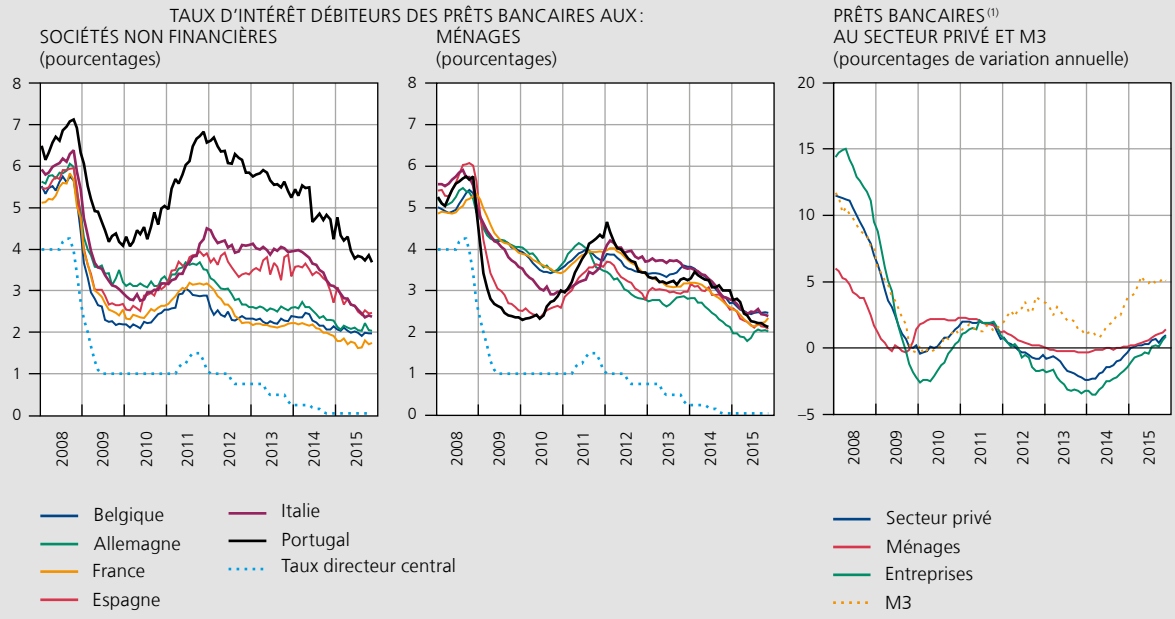
des actifs offrant des rendements plus élevés en dehors de la zone euro. L'ajustement des portefeuilles de placement qui en a découlé a également eu une influence baissière sur le taux de change de l'euro. Entre le début de janvier et la mi-avril, la monnaie européenne s'est affaiblie de 10 % environ en termes nominaux effectifs et de quelque 13 % vis-à-vis du dollar des États-Unis. Vers la fin d'avril, ces tendances se sont toutefois inversées, notamment en raison d'un regain de volatilité sur les marchés européens des obligations souveraines, des turbulences financières qui ont secoué les économies émergentes au second semestre de l'année et du report, à l'automne, du relèvement des taux d'intérêt directeurs de la Réserve fédérale, ce qui a reflété des doutes quant à la reprise économique aux États-Unis. La disparition de certains de ces facteurs et les anticipations d'un ajustement des mesures existantes ont à nouveau amélioré les conditions financières au sens large. Ces dernières sont toutefois restées moins favorables qu'au cours de la première moitié de l'année.

Transmission par le secteur bancaire (volumes des crédits et taux débiteurs)

Pour que l'assouplissement de la politique monétaire atteigne aussi les ménages et les entreprises, l'amélioration des conditions de financement doit in fine également se répercuter sur l'octroi de crédits, en matière tant de prix que de volumes. L'éventail des mesures de politique monétaire en place a visé ces deux aspects et a dès lors généré des conditions d'accès au financement bancaire plus attrayantes.

Les coûts de financement bancaire pour les ménages et les entreprises ont poursuivi leur repli. Un net mouvement de convergence, entre les pays, des taux débiteurs des prêts bancaires aux entreprises a par ailleurs été observé. Les entreprises établies dans les pays plus vulnérables ont ainsi vu leurs coûts de financement bancaire diminuer constamment, tandis que ceux des entreprises établies dans les pays moins affectés par la crise sont demeurés relativement stables depuis le début de 2015. En effet, dans ce second groupe de pays, les baisses antérieures des taux directeurs s'étaient transmises plus rapidement et de manière plus complète. Il apparaît dès lors que la fragmentation des conditions d'accès au financement bancaire dans la zone euro a nettement reculé. Vers la fin de l'année, la réduction des taux débiteurs au secteur privé s'est toutefois interrompue, ce qui peut témoigner d'une stabilisation des coûts de financement des banques, ainsi que des tentatives de ces dernières pour élargir leurs marges.

GRAPHIQUE 13 POURSUITE DE L'AMÉLIORATION EN MATIÈRE DE FINANCEMENT BANCAIRE DU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream

(1) Toutes maturités confondues. Les données relatives aux prêts bancaires au secteur privé sont corrigées pour la titrisation sur toute la période. Celles des prêts bancaires aux ménages et aux entreprises sont corrigées à partir de janvier 2010.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey – BLS) a également révélé une amélioration soutenue des conditions d'octroi de crédits au secteur privé. En outre, cette amélioration a été généralisée dans la zone euro. La hausse de la concurrence et la baisse de la perception du risque parmi les banques ont constitué les principaux facteurs à l'origine de l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits. Les banques ont par ailleurs déclaré recourir essentiellement aux liquidités supplémentaires générées par l'APP et au financement provenant des TLTRO pour accroître leurs octrois de crédits. Enfin, s'agissant de la demande de crédits des ménages et des entreprises, la BLS a fait état d'un progrès par rapport à l'année précédente. Ce dernier est imputable à la faiblesse des taux d'intérêt, au besoin de financement des entreprises, au raffermissement de la confiance des consommateurs et à l'embellie des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Le raffermissement, tant de la demande que de l'offre de crédits, a eu une influence favorable sur la dynamique de croissance de l'octroi de crédits. C'est ainsi qu'un revirement s'est opéré dans le rythme de progression annuelle des prêts bancaires aux entreprises : après avoir été négatif à compter de juin 2012, il est redevenu légèrement positif à partir de juillet 2015. L'augmentation des prêts aux ménages s'est quant à elle accélérée, passant de 0,2 % en janvier à 1,4 % en novembre.

Parallèlement à la progression des crédits, la croissance monétaire a également poursuivi son ascension, dans des proportions qui ont même été plus importantes. L'APP a assurément joué un rôle non négligeable à cet égard. Comme indiqué dans l'encadré 2, la masse monétaire s'accroît lorsque les résidents de la zone euro, à l'exception du secteur bancaire, vendent des titres à l'Eurosystème. Lors d'une telle opération, les banques, qui agissent comme intermédiaires financiers entre les agents économiques et l'Eurosystème, voient s'accroître non seulement leurs réserves auprès de ce dernier, mais également les dépôts (inclus dans M3) que les agents économiques détiennent auprès d'elles, et ce d'un montant équivalent à la valeur des titres vendus. En outre, l'APP incite également à un rééquilibrage des portefeuilles, ce qui peut contribuer indirectement au gonflement de la masse monétaire, par exemple lorsque le secteur bancaire décide de consacrer les nouvelles liquidités à l'octroi de nouveaux crédits ou à l'acquisition d'autres actifs. Enfin, les coûts d'opportunité de la détention d'actifs inclus dans M3 sont très faibles, en raison de l'aplatissement de la courbe des rendements peu risqués.

La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large M3 a ainsi poursuivi sa remontée modérée, passant de 3,9 % en janvier à 5,1 % en novembre. Le principal moteur de cette évolution a été l'expansion des composantes les plus liquides de M3, en particulier les dépôts à vue (M1).

Interactions avec d'autres domaines

Réformes structurelles, politique budgétaire et stabilité financière

Pour que les mesures prises en matière de politique monétaire exercent des effets aussi favorables que possible, d'autres domaines de la politique économique doivent également être mobilisés. S'agissant de l'offre, le Conseil des gouverneurs n'a cessé de souligner qu'une poursuite de la mise en œuvre des réformes structurelles est cruciale pour transformer l'actuelle embellie conjoncturelle en une reprise structurelle. En effet, l'amélioration du fonctionnement des marchés du travail et de produits et un climat plus favorable aux affaires encouragent les investissements, favorisent la création d'emplois et accroissent la productivité. Quant à la demande, le Conseil a insisté sur l'importance d'une politique budgétaire qui soit à la fois propice à la croissance et respectueuse des règles budgétaires de l'UE. En effet, le respect du Pacte de stabilité et de croissance est primordial pour faire face aux coûts budgétaires du vieillissement et constituer des réserves financières pour l'avenir. Le renforcement de la confiance dans les finances publiques est à son tour favorable à la promotion de la consommation et de l'investissement du secteur privé.

Dans la mesure où elle soutient les revenus nominaux, la politique monétaire exerce également une incidence positive fondamentale, bien qu'indirecte, sur la stabilité financière. Le fait de laisser s'installer une tendance déflationniste aurait en effet des conséquences néfastes sur la soutenabilité des dettes nominales, et il confronterait le secteur financier à une faiblesse permanente des taux d'intérêt, y compris pour les échéances plus longues. Abstraction faite de ces interactions positives, le caractère particulièrement accommodant de la politique monétaire actuelle comporte également des risques pour la stabilité financière. Ainsi, la persistance d'un bas niveau des taux d'intérêt peut induire une quête exagérée de rendement, faciliter un endettement excessif ou peser sur la rentabilité des banques et des assureurs-vie. Ce dernier point a été mis en avant tant dans le Rapport macroprudentiel publié par la Banque en juin 2015 que dans la Financial Stabilty Review de la BCE et dans le Rapport annuel du Comité européen du risque systémique (CERS). Dans la détection et la gestion de ces

risques financiers, un rôle substantiel semble être avant tout dévolu à la politique (macro)prudentielle : celle-ci doit permettre à la politique monétaire de se concentrer pleinement sur son objectif premier, à savoir le maintien de la stabilité des prix.

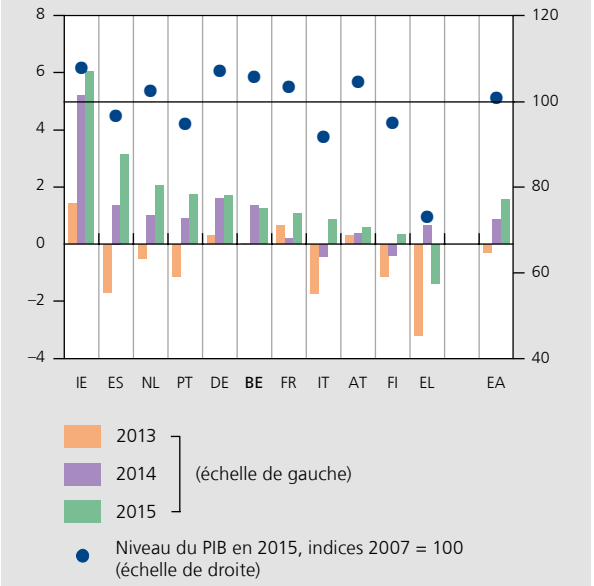
1.3 L'activité a repris dans les pays de la zone euro, tout en demeurant en deçà de son niveau potentiel

Une croissance plus vigoureuse et plus généralisée

En 2015, le redressement économique a été plus largement réparti entre les pays de la zone euro que l'année précédente. Dans nombre de ces pays, la demande intérieure a bénéficié d'une forte impulsion, sous l'effet de facteurs qui ont joué à des degrés divers, tels la chute des prix des produits énergétiques et des matières premières, les conditions financières favorables, l'accès plus aisé au crédit, l'embellie sur le marché du travail et l'assouplissement de la politique budgétaire. Non seulement la consommation s'est affermie, mais les investissements ont poursuivi le rétablissement qu'ils avaient amorcé en 2014. En dépit d'un tassement du commerce mondial, les exportations ont été un important moteur de la croissance, soutenues notamment par la dépréciation de l'euro.

GRAPHIQUE 14 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EST REDEVENUE POSITIVE DANS LA QUASI-TOTALITÉ DES PAYS DE LA ZONE EURO

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



Source : CE.

C'est l'Allemagne qui, en tant que principale économie, a continué de porter la croissance dans la zone euro. Aux Pays-Bas, la relance s'est également poursuivie à un rythme soutenu, à la faveur de la hausse des investissements. Par ailleurs, la reprise s'est de plus en plus étendue aux pays qui, préalablement à la crise financière, avaient accumulé de considérables déséquilibres macroéconomiques et les ont depuis lors largement corrigés. Après les ajustements qui y ont été opérés, et sous l'influence, entre autres, des facteurs favorables à la croissance évoqués ci-avant, le redressement économique s'est intensifié dans la plupart d'entre eux en 2015. Ainsi, l'activité en Espagne a affiché une progression plus de deux fois plus élevée qu'en 2014, tandis que la croissance s'est également accélérée au Portugal. L'Irlande a même enregistré, pour la deuxième année consécutive, l'expansion de loin la plus vigoureuse de la zone euro. À l'instar de l'année précédente, les exportations y ont vivement rebondi. Cet accroissement des exportations tient au rôle majeur que jouent les entreprises multinationales dans les exportations irlandaises. Le redressement économique s'est en outre de plus en plus propagé aux firmes plutôt tournées vers les débouchés intérieurs, qui sont relativement plus intensives en main-d'œuvre. La reprise en Irlande, qui reposait à l'origine surtout sur les exportations, a ainsi élargi son assise durant les deux années écoulées, s'étendant à d'autres secteurs et à d'autres catégories de dépenses.

Dans d'autres pays, parmi lesquels la France et l'Italie, la demande intérieure a cependant continué de s'inscrire en retrait par rapport à la moyenne de la zone euro. Les investissements en France, en particulier dans la construction, se sont par exemple encore repliés. Il n'en demeure pas moins que les exportations ont été stimulées dans ces deux pays par la faiblesse de l'euro et par la reprise en Europe et dans d'autres économies avancées. De manière générale, les économies de ces deux pays ont enregistré une croissance modérée, alors qu'elles étaient restées relativement stables l'année précédente. En Finlande, l'activité économique est repartie à la hausse en 2015, après trois années successives de recul. Lestée par l'atonie persistante de la demande intérieure et par la stagnation des exportations, résultant notamment des sérieux revers essuyés par les exportations vers la Russie, la croissance y a pourtant encore été limitée.

Globalement, presque tous les pays de la zone euro ont apporté une contribution significative, proportionnelle à leur importance économique, à la croissance dans la

zone euro, alors qu'en 2014, plus de la moitié de la croissance avait encore été le fruit de l'augmentation du PIB en volume en Allemagne. L'Espagne et le Portugal ont, à titre d'exemple, effectué un important mouvement de rattrapage au cours des deux dernières années. En Irlande, le PIB affiche même un niveau nettement supérieur à celui de 2007.

Seule la Grèce a continué de lutter pour sortir de la crise

La Grèce est le seul pays de la zone euro dont le PIB s'est contracté en 2015, accusant un recul de 1,4 %, alors qu'il s'était quelque peu rétabli en 2014. Cette baisse est à mettre en perspective avec les difficultés qui ont émaillé l'expiration du deuxième programme d'ajustement de la Grèce et les négociations en vue du troisième programme.

Alors que l'économie grecque avait semblé aller en s'améliorant dans le courant de 2014, les négociations relatives à la cinquième évaluation du deuxième programme d'ajustement se sont retrouvées dans une impasse à l'automne. Sur les marchés financiers, l'écart de rendement des obligations de l'État grec s'est creusé, et l'instabilité politique s'est accrue. De surcroît, à la fin de cette année-là, le pays a dû faire face à une augmentation des retraits sur les dépôts qui a placé les banques hellènes en difficulté. La situation est restée très tendue au premier semestre de 2015, notamment en prélude au référendum grec qui s'est tenu au début de juillet. Étonnamment, la croissance était toujours positive à ce moment-là, en dépit de la grande incertitude qui régnait et de la confiance en berne. Toutefois, cet élément est partiellement attribuable au repli des importations, et il reflète vraisemblablement aussi des achats effectués de manière anticipée par les consommateurs redoutant d'encourir des pertes sur leur épargne.

Après avoir été dans un premier temps prolongé, le deuxième programme d'ajustement a pris fin le 30 juin 2015, en l'absence d'un accord entre la troïka et le gouvernement grec sur la cinquième évaluation et sur le versement de la dernière tranche d'aide financière. Par la suite, la Grèce s'est retrouvée dans l'impossibilité de rembourser sa dette auprès du FMI selon les échéances prévues. En raison de la perte de confiance envers les banques grecques et du retrait massif de dépôts, les autorités grecques se sont vues contraintes, à la fin de juin, d'instaurer des contrôles sur les mouvements de capitaux. Dans ce contexte, l'économie s'est une nouvelle fois affaiblie au second semestre de 2015.

Malgré la victoire des partisans du « non » aux conditions du programme d'ajustement dans le cadre du référendum grec, les autorités hellènes ont approuvé une série de mesures, après avoir négocié avec l'Eurogroupe et les chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro. La Grèce a ensuite obtenu un prêt-relais lui permettant de respecter ses engagements financiers immédiats. En août, les autorités grecques et le Mécanisme européen de stabilité (MES) sont parvenus à un accord concernant le troisième programme d'ajustement. Celui-ci a ouvert la voie vers une nouvelle aide financière à la Grèce, pouvant se monter, sur une période de trois ans (d'août 2015 à août 2018), à 86 milliards d'euros, 25 milliards d'euros étant réservés à la recapitalisation des banques. L'échéance moyenne des nouveaux crédits octroyés par le MES est de 32,5 ans. Cet accord a paré au danger d'un « grexit ». Le FMI a été étroitement associé à ces négociations. Il envisagera de participer au nouveau programme d'assistance financière pour autant qu'Athènes prenne les mesures qu'il juge nécessaires pour la mise en œuvre du programme et que les créanciers européens fassent le nécessaire pour alléger la dette grecque.

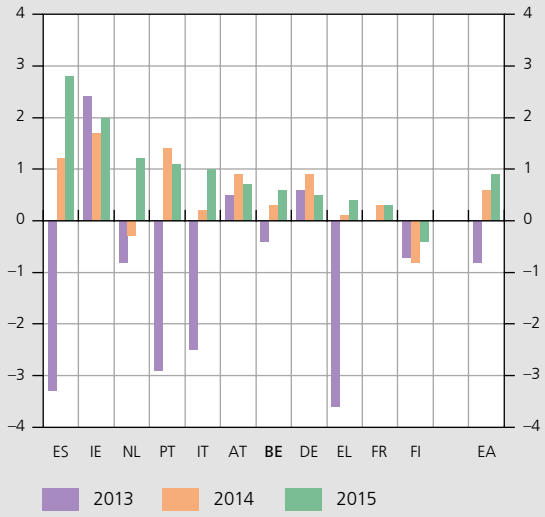
La première tranche de l'aide financière se chiffrait à 26 milliards d'euros, dont 10 milliards se présentant sous la forme de titres de créance du MES devaient servir au redressement du secteur bancaire grec. Sur le montant restant, 13 milliards d'euros ont été versés en août, suivis de 2 milliards en novembre, puis de 1 milliard en décembre, après que, conformément au mémorandum du programme d'ajustement, la Grèce avait atteint plusieurs objectifs et pris des mesures portant sur le secteur financier en vue d'une recapitalisation effective des banques. À l'automne, l'évaluation complète des quatre principales banques grecques effectuée par la BCE a amorcé un processus de recapitalisation de ces établissements.

Facteurs favorables à la croissance dans la zone euro

La reprise économique dans la zone euro est allée de pair avec une embellie sensible sur le marché du travail de la plupart de ses États membres. Associée aux facteurs porteurs de croissance évoqués ci-dessus, cette amélioration, de même que l'augmentation du revenu disponible des ménages qui y est associée, a soutenu la demande intérieure dans la zone euro. L'emploi s'est ainsi à nouveau vivement accru aux Pays-Bas et en Italie, où il avait reculé antérieurement. Il s'est par ailleurs très nettement renforcé dans des pays où de nombreux postes avaient été perdus dans le sillage de la crise. Outre en Irlande, la situation s'est notamment considérablement améliorée en Espagne et au Portugal,

GRAPHIQUE 15 L'EMPLOI EST RESTÉ ORIENTÉ À LA HAUSSE DANS LA PLUPART DES PAYS DE LA ZONE EURO

(emploi en personnes, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



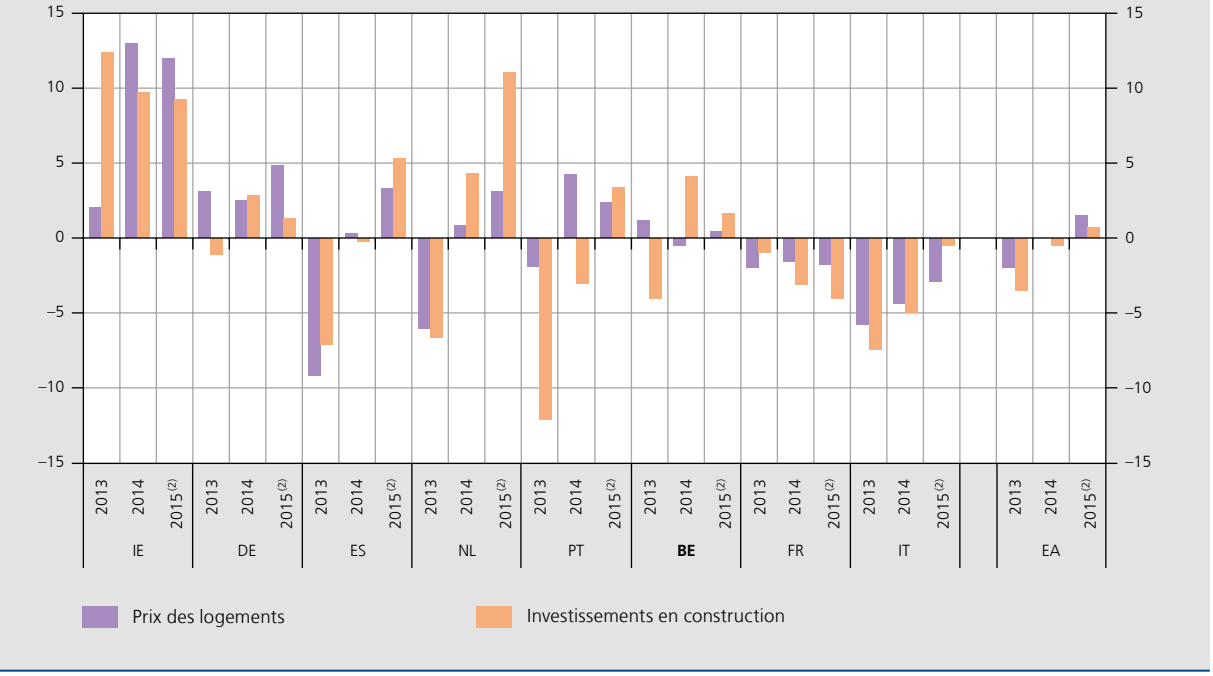
Source : CE.

deux pays qui ont réformé leur marché du travail ces dernières années. En France, la création nette d'emplois est en revanche demeurée modérée. Du reste, le chômage a diminué dans la plupart des pays de la zone euro, fût-ce souvent dans des proportions limitées.

Par ailleurs, les prix des logements dans la zone euro ont peu à peu commencé à se redresser. En Allemagne, le secteur de l'immobilier a poursuivi son mouvement de rattrapage en 2015, après une longue période de stagnation. Dans le même temps, un notable rétablissement a été observé dans quelques pays dont le marché du logement avait été sévèrement touché ces dernières années. Ainsi, les prix des logements en Irlande et, dans une moindre mesure, au Portugal ont vivement grimpé après 2013. En Espagne également, l'étiage semble avoir été atteint, et une reprise s'est amorcée. Il en a été de même aux Pays-Bas, où les prix des logements s'étaient fortement repliés auparavant. La remontée des prix des logements s'est souvent accompagnée d'un revirement des investissements en construction, de vives progressions étant en particulier enregistrées en Irlande et aux Pays-Bas. En France et en Italie, les prix des logements ont par contre continué de baisser, et les investissements en logements ont encore reflué, surtout

GRAPHIQUE 16 L'AJUSTEMENT DES MARCHÉS DU LOGEMENT A TOUCHÉ À SA FIN DANS LES PAYS QUI AVAIENT ÉTÉ LES PLUS SÉVÈREMENT AFFECTÉS PAR LA CRISE (1)

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Source : CE.

(1) Les pays sont classés selon l'ampleur de la variation des prix des logements en 2015.

(2) Trois premiers trimestres pour les prix des logements.

dans l'Hexagone. Pour l'ensemble de la zone euro, ces évolutions se traduisent par un léger raffermissement des prix des logements depuis la mi-2014. De même, les investissements en construction sont quelque peu repartis à la hausse en 2015, après avoir décliné des années durant.

Qui plus est, il s'avère que, dans une série de pays de la zone euro, les retombées de la crise financière ont pesé moins lourdement sur la reprise de l'activité économique qu'au cours des années précédentes. Les pays affichant des niveaux de dette élevés, comme l'Irlande, l'Espagne et le Portugal, ont notamment réalisé des progrès considérables sur la voie de la réduction de l'endettement des ménages et des sociétés non financières. Cette évolution n'est pas le seul fait de la croissance du PIB nominal, puisque plusieurs pays ont présenté une forme active de désendettement, ce qui implique que le montant de la dette y a aussi diminué.

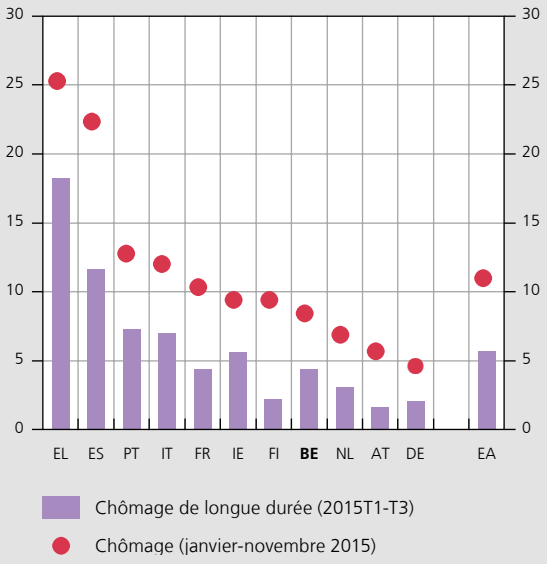
L'héritage de la crise a toutefois continué de grever quelque peu la croissance

Le taux d'endettement du secteur privé demeure cependant élevé dans plusieurs pays. Cela reste une source de vulnérabilité et un obstacle aux dépenses et, en particulier, aux investissements. Comme le commente plus en détail l'encadré 3, la nécessité de comprimer l'endettement privé a exercé une incidence négative marquée sur la dynamique des investissements dans les pays où il atteint encore un haut niveau, ce qui a notamment entravé une transmission fluide de la politique monétaire à l'octroi de crédits.

Par ailleurs, en dépit de sa baisse récente, le niveau du chômage reste substantiel en Grèce et en Espagne, ainsi qu'au Portugal et en Italie, notamment, quoique dans une moindre mesure. Dans ces pays, le marché du travail avait été fortement touché par la crise. Les chômeurs de longue durée y constituent la majeure partie du chômage ; c'est le cas en Irlande également, où le taux de chômage est pour sa part retombé sous la moyenne de la zone euro. Ces chômeurs risquent de perdre leurs qualifications au fil du temps. Il s'agit là d'un facteur qui nuit à la croissance potentielle.

GRAPHIQUE 17 LE CHÔMAGE A RECULÉ, MAIS SON NIVEAU RESTE ÉLEVÉ DANS PLUSIEURS PAYS DE LA ZONE EURO

(pourcentages de la population active)

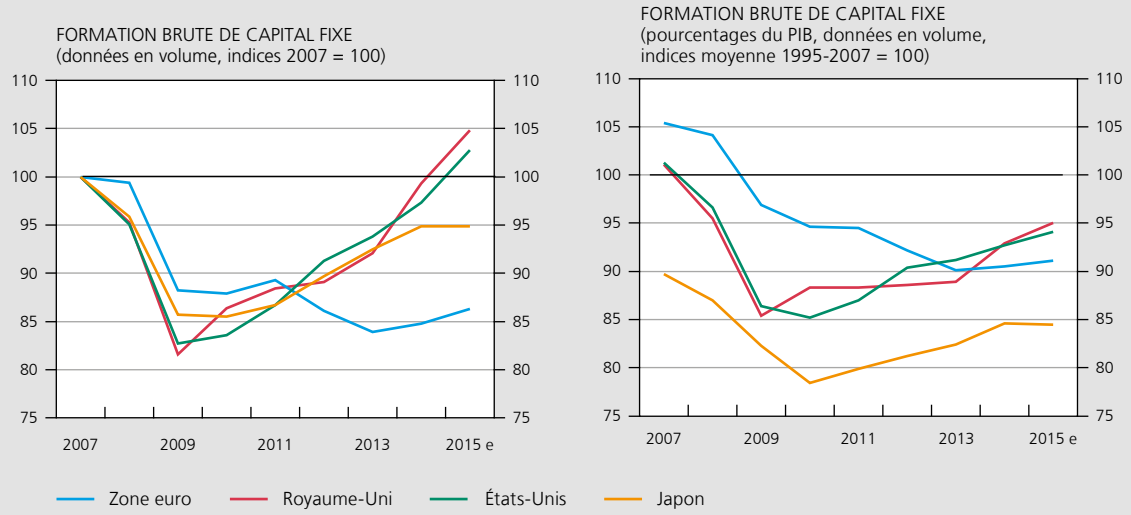


Source : CE.

Encadré 3 – Reprise morose des investissements dans la zone euro

Les investissements dans la zone euro ont été lourdement affectés par la crise et, sept ans plus tard, ils n'ont toujours pas retrouvé leur niveau d'avant 2008. Les investissements constituent une composante importante et très cyclique de la demande. Leur net recul et la faible dynamique qui s'est ensuivie expliquent pour une grande part la gravité de la récession et la reprise économique laborieuse dans la zone euro. Non seulement la faiblesse des investissements pèse sur la demande, mais elle mine le potentiel de croissance à long terme de l'économie dans la zone euro. Cela entrave en effet l'élargissement du stock de capital et la diffusion de technologies innovantes, ce qui constitue en soi un frein à la création d'emplois et au bien-être. Dans cet encadré, la dynamique récente des investissements est comparée à celle de plusieurs autres grandes économies avancées. On vérifie ensuite si la modeste évolution des investissements dans la zone euro est un phénomène purement conjoncturel ou si d'autres facteurs, hérités de la crise, continuent d'exercer une incidence baissière, notamment sur les investissements des entreprises.

INVESTISSEMENTS DEPUIS 2007: COMPARAISON INTERNATIONALE



Source : CE.

Comparativement à d'autres grandes économies avancées, l'incidence de la crise a d'abord été moins prononcée dans la zone euro. En effet, aux États-Unis et au Royaume-Uni, le volume des investissements réalisés en 2009 a chuté de façon encore plus dramatique. Ces investissements s'étant nettement rétablis au cours des deux années suivantes, les différences sont restées limitées pendant la première phase de la crise.

En 2012 et en 2013 toutefois, les investissements dans la zone euro ont continué de se replier à la suite de la crise de la dette souveraine, qui a replongé la zone euro dans la récession. En outre, la reprise est depuis lors restée atone. Depuis la fin de 2014, le volume des investissements est remonté quelque peu mais, selon les prévisions d'automne de la CE, il s'établissait en 2015 toujours bien en deçà du pic atteint avant la crise. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, en revanche, la reprise a démarré beaucoup plus rapidement et, dans les deux premiers pays cités, les investissements en termes réels ont entre-temps dépassé le niveau d'avant la crise.

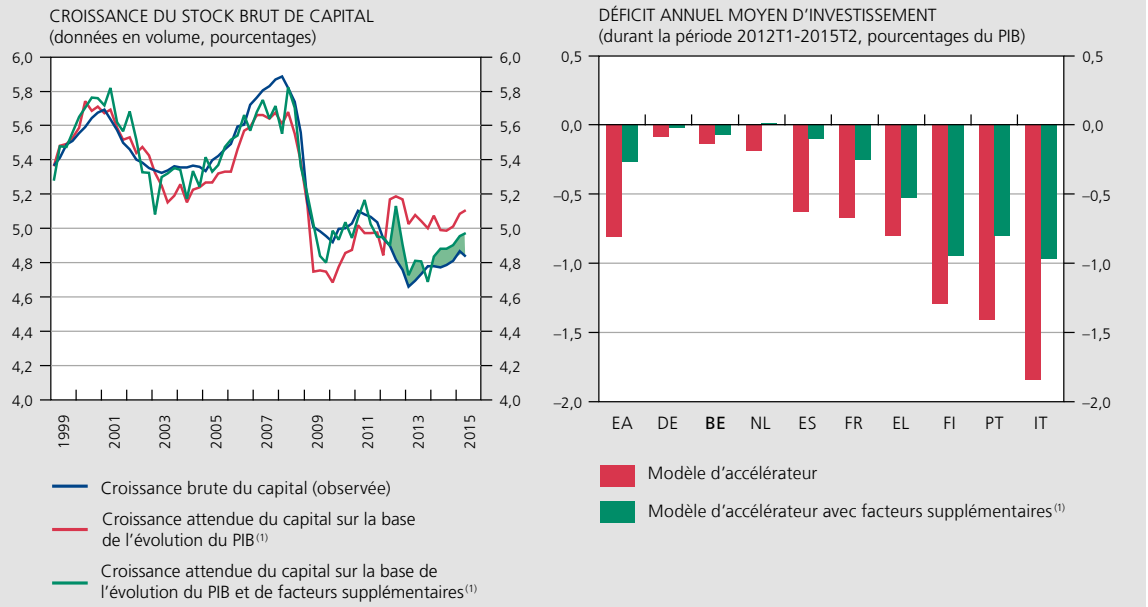
Ce niveau d'avant la crise ne représente qu'un instantané. Lorsqu'on prend comme niveau de référence le ratio moyen investissements/PIB mesuré sur une plus longue période, à savoir 1995-2007, il s'avère que, dans la zone euro, ce ratio était, l'année qui a précédé l'éclatement de la crise, supérieur à la moyenne à long terme. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, en revanche, en 2007, le ratio des investissements par rapport au PIB oscillait autour de cette moyenne, alors que, au Japon, il y était même inférieur car il avait reculé plusieurs années durant, après l'éclatement de la bulle sur le marché des actifs au début des années 1990. Dès lors, la baisse du ratio d'investissements dans la zone euro peut éventuellement être considérée comme persistante, dans la mesure où elle constitue une correction par rapport à des investissements qui étaient auparavant excessifs. Mis à part cela, les investissements rapportés au PIB y sont jusqu'à présent demeurés largement en dessous de leur moyenne à long terme, alors que les ratios américain et britannique s'en rapprochent.

La faiblesse de la croissance économique et le modèle d'accélérateur

L'analyse se concentre ensuite sur les investissements non résidentiels, dont les investissements des entreprises[1] constituent la principale composante. Afin de pouvoir mieux évaluer la dynamique des investissements, on se fonde sur un modèle économétrique simple, en l'occurrence le modèle d'accélérateur. Selon ce modèle, les entreprises se laissent surtout guider par leurs attentes en matière de demande. Dans la recherche empirique, ce modèle offre en général une assez bonne explication de l'évolution des investissements. L'hypothèse sous-jacente en est que les variations dans le stock de capital souhaité sont proportionnelles aux variations du PIB. Ce stock de capital souhaité détermine – compte tenu de sa dépréciation – la dynamique des investissements bruts.

Ce modèle explique dans les grandes lignes la dynamique des investissements depuis 1999. Il confirme le caractère exceptionnel de la croissance des investissements à l'approche de la crise financière (2004-2008), de même que l'incitant budgétaire qui a soutenu l'activité économique durant la période 2009-2010, notamment par l'intermédiaire des investissements d'infrastructure. On peut également constater que, depuis le début de 2012, les investissements sont plus faibles que ne le présage la croissance économique. Cela vaut aussi bien pour la zone euro

EXPLICATION EMPIRIQUE DE LA DYNAMIQUE MOROSE DES INVESTISSEMENTS DANS LA ZONE EURO



Source : Calculs BNB.

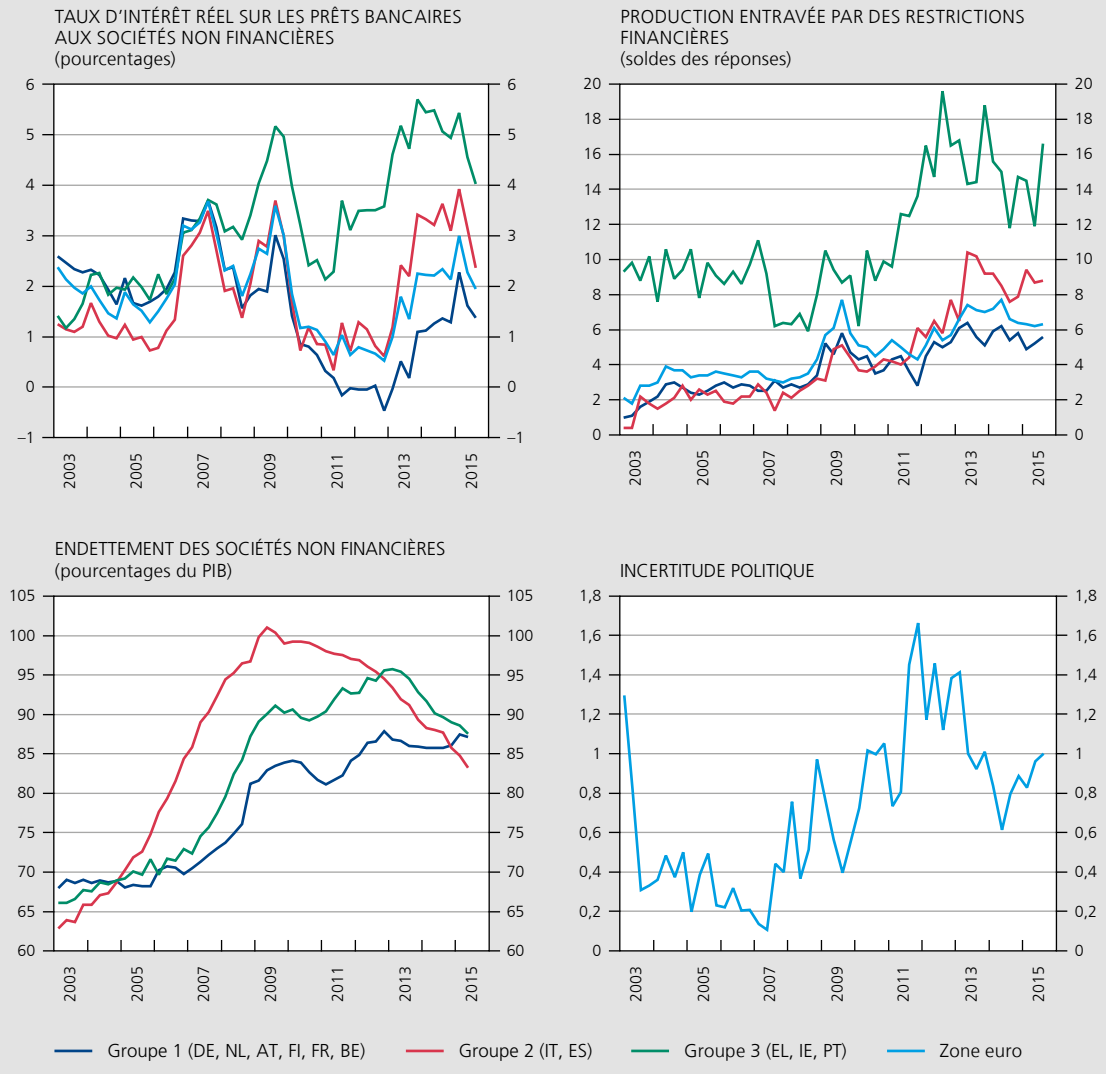
(1) La croissance attendue du capital est le résultat d'une estimation du « modèle d'accélérateur » qui prend éventuellement en compte des facteurs supplémentaires. Les facteurs supplémentaires sont: le taux débiteur bancaire réel, le taux d'endettement des entreprises, les restrictions financières affectant la production et l'incertitude politique.

(1) Pour les investissements des entreprises, seules des données nominales sont disponibles, il n'existe pas de données en volume. Dans la littérature, différentes approximations sont utilisées à cet effet. Certains chercheurs déflatent les investissements nominaux des entreprises au moyen du déflateur des investissements totaux. D'autres, comme la CE (cf. EC (2013) *European Economic Forecast – Autumn 2013,* November), se fondent sur les investissements réels non résidentiels. Étant donné le faible pourcentage des investissements des administrations publiques, il s'agit essentiellement d'investissements des entreprises. C'est cette dernière approche qui est suivie dans le présent encadré.

dans son ensemble que pour la plupart des États membres considérés isolément. Exprimé en pourcentage du PIB sur une base annuelle, le « déficit d'investissement » est le plus important en Grèce, en Italie et au Portugal, ainsi qu'en Finlande. En Belgique et en Allemagne, il est très faible.

La faiblesse du volume des investissements depuis 2012 ne s'expliquant pas uniquement par l'évolution du PIB, d'autres déterminants ont vraisemblablement été à l'œuvre. Parmi les facteurs susceptibles d'avoir récemment joué un rôle dans la dynamique des investissements, on trouve l'évolution des coûts du financement externe, le besoin de désendettement, d'éventuelles restrictions financières et le regain d'incertitude. Ces facteurs viennent s'ajouter à la spécification habituelle du modèle d'accélérateur.

DÉTERMINANTS SUPPLÉMENTAIRES DES INVESTISSEMENTS



Sources : BCE, CE, OCDE, Thomson Reuters Datastream, calculs BNB.

Le taux débiteur bancaire réel est utilisé pour approximer les coûts du financement externe. Malgré le niveau historiquement bas des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème et une série de mesures additionnelles destinées à lutter contre la fragmentation financière, les différences entre les pays sont restées considérables. Ces dernières doivent être mises en rapport avec les risques de crédit divergents dans chaque pays et avec la solvabilité de leurs banques. De plus, le recul de l'inflation et des anticipations d'inflation depuis 2013 a contribué à faire grimper les taux d'intérêt réels.

Un autre facteur explicatif réside dans la manière dont les entreprises elles-mêmes évaluent leurs possibilités de financement. Un indicateur possible peut être déduit de l'enquête sur la confiance des chefs d'entreprise de la CE. Bien que les sociétés de l'ensemble de la zone euro aient récemment fait état de moins de restrictions financières, il subsiste des différences manifestes entre les pays, les firmes continuant, principalement dans les pays qui ont été soumis à un programme d'ajustement, de citer le financement comme un problème. Il convient par ailleurs de noter que, même pour les pays du cœur de la zone euro, la situation ne s'est pas encore normalisée au niveau d'avant la crise.

Après la crise, un processus de réduction de la dette s'est engagé dans certains pays, comme le fait apparaître le recul du taux d'endettement des sociétés non financières par rapport à leur niveau le plus élevé. Les entreprises sont enclines à procéder à un tel assainissement de leur bilan pour mieux s'armer contre les (éventuels nouveaux) chocs. Sur fond de récession économique et de reprise modeste, les entreprises peuvent en tout cas avoir renoncé à leurs projets d'investissements. La diminution du taux d'endettement reste toutefois assez limitée et ne représente qu'une partie de la hausse d'avant la crise.

L'incertitude est elle aussi souvent citée comme étant un important facteur à l'origine de la faiblesse de la dynamique des investissements dans la zone euro. Empiriquement, on constate en effet que, dans un environnement incertain, les entreprises reportent leurs décisions d'investissements jusqu'à ce que des informations complémentaires soient disponibles. L'incertitude est difficile à quantifier, et il reste malaisé de déterminer quel critère est le plus pertinent pour expliquer l'évolution des investissements des entreprises. La présente analyse demeure limitée à l'incertitude politique, et elle se conforme à la pratique actuelle en se fondant sur le Economic Policy Uncertainty Index (EPUI) établi par Baker, Bloom et Davis (2013)[1] sur la base des informations rapportées par les médias.

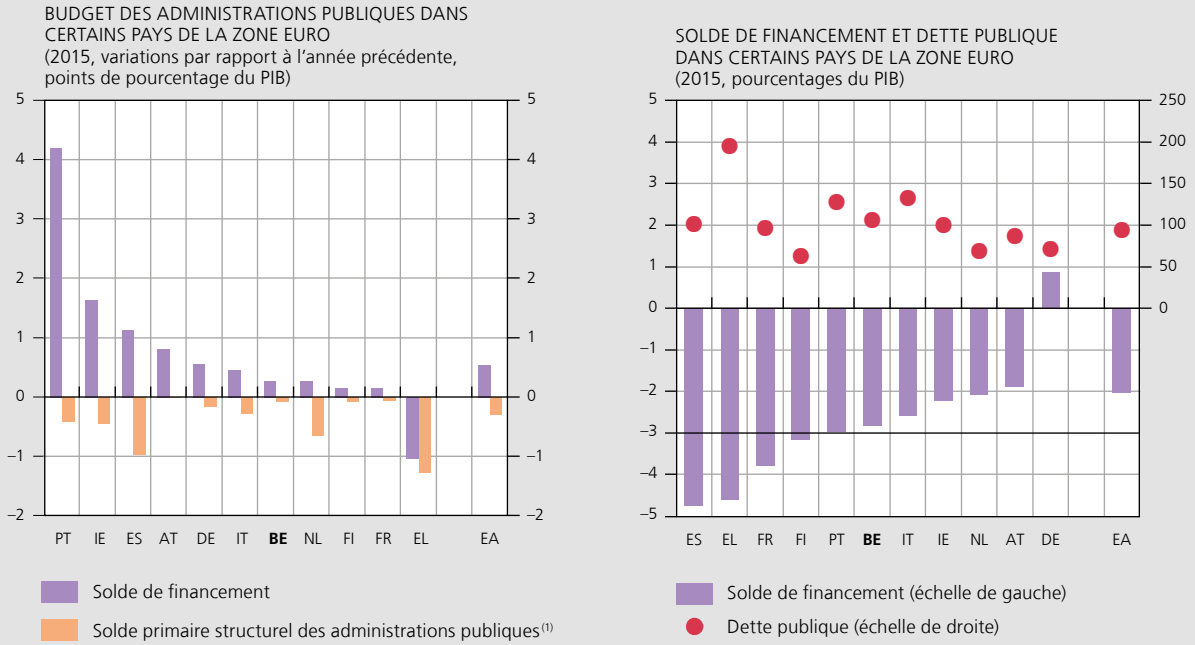
Lorsqu'on ajoute à la spécification standard le taux débiteur bancaire réel, le taux d'endettement des entreprises, l'indicateur des restrictions financières et l'indice d'incertitude politique, on constate que la capacité explicative s'améliore nettement, surtout pour l'Espagne et pour la France. L'incertitude, les restrictions financières, le désendettement et les taux d'intérêt réels ont donc exercé une grande incidence sur la dynamique des investissements dans ces pays. D'autres études présentent des résultats analogues, notamment celle du FMI (2015)[2]. Pour autant que ces facteurs contribuent encore à comprimer les investissements, d'éventuelles mesures des autorités publiques pourraient s'avérer pertinentes.

(1) Cf. Baker S., N. Bloom et S. Davis (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13 02.
(2) Cf. Barkbu B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs et H. Schoelermann (2015), *Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?*, IMF Working Paper 15/32.

La politique budgétaire n'a plus été restrictive

Par ailleurs, dans la zone euro, de nouvelles avancées ont été enregistrées en ce qui concerne la résorption des déficits budgétaires nominaux et la réduction du taux d'endettement des administrations publiques. Tout comme dans l'ensemble de la zone euro, où le déficit public a poursuivi son recul, revenant de 2,6 % du PIB en 2014 à 2 % du PIB en 2015, le solde du budget des administrations publiques de la plupart des pays de la zone euro s'est amélioré. Ce redressement a reflété l'allégement des charges d'intérêts, l'influence positive – très prononcée, notamment en Espagne et en Irlande – de l'embellie conjoncturelle, ainsi que l'effet de mesures ponctuelles et temporaires, comme au Portugal. Le solde primaire structurel des administrations publiques,

GRAPHIQUE 18 LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE A CESSÉ DE SUIVRE UNE ORIENTATION RESTRICTIVE



Sources : CE, BNB.
(1) Solde de financement hors charges d'intérêts et corrigé des effets de la conjoncture et des facteurs ponctuels et temporaires.

qui fait abstraction de tous ces facteurs, a toutefois diminué dans presque tous les États membres, bien que cette baisse soit souvent demeurée limitée. Dès lors, au terme de plusieurs années durant lesquelles elle avait été restrictive, la politique budgétaire de certains pays de la zone euro a dans une certaine mesure été assouplie. Pour l'ensemble de la zone euro, la politique budgétaire menée en 2015 peut être considérée comme plus ou moins neutre. Associée à la reprise de l'activité économique, l'amélioration des soldes budgétaires des administrations publiques a engendré un léger repli de la dette publique par rapport au PIB pour l'ensemble de la zone euro ; celle-ci est revenue de 94,5 à 94 % du PIB, soit la première contraction – certes légère – depuis l'éclatement de la crise financière. La dette publique a sensiblement reflué dans certains pays, comme l'Irlande, l'Allemagne et le Portugal, tandis qu'elle est demeurée inchangée ou a continué de progresser dans d'autres. Globalement, la dette publique dans la zone euro affiche toujours un niveau élevé, ce qui – combiné aux dettes du secteur privé – pèse encore structurellement sur la capacité de croissance de la zone euro.

En Grèce, les finances publiques ont toutefois évolué différemment. Après qu'il s'était très nettement redressé en 2014, le déficit public s'est à nouveau alourdi en 2015, tandis que le surplus budgétaire primaire structurel des administrations publiques, qui avait été progressivement constitué à partir de 2011, s'est replié pour la deuxième année consécutive. Dans ce contexte, la dette publique a une nouvelle fois sensiblement augmenté, pour atteindre 195 % du PIB environ.

Selon les prévisions d'automne de la CE, en 2015, le déficit public aurait encore dépassé les 3 % du PIB en Espagne, en Grèce, en France et en Finlande, tandis qu'au Portugal, il se serait établi tout juste à 3 %. À l'exception de la Finlande, tous ces pays faisaient à la fin de 2015 l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs ; parmi les pays de la zone euro, c'était aussi le cas de Chypre, de l'Irlande et de la Slovénie. En juillet 2015, la CE a examiné si la France avait entrepris des actions suivies d'effets pour donner suite aux recommandations formulées par le Conseil dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs. Elle a décidé de maintenir la suspension de la procédure.

Par ailleurs, les États membres de l'UE sont tenus de poursuivre un objectif à moyen terme dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Il s'agit d'une valeur de référence en matière de solde budgétaire qui est spécifique à chaque pays et qui est définie en termes

structurels. Il ressort du graphique consacré à ce sujet dans le chapitre relatif aux finances publiques du présent Rapport que plusieurs pays de la zone euro doivent encore fournir des efforts significatifs sur le plan de la consolidation pour atteindre cet objectif. L'Allemagne l'a en revanche dépassé.

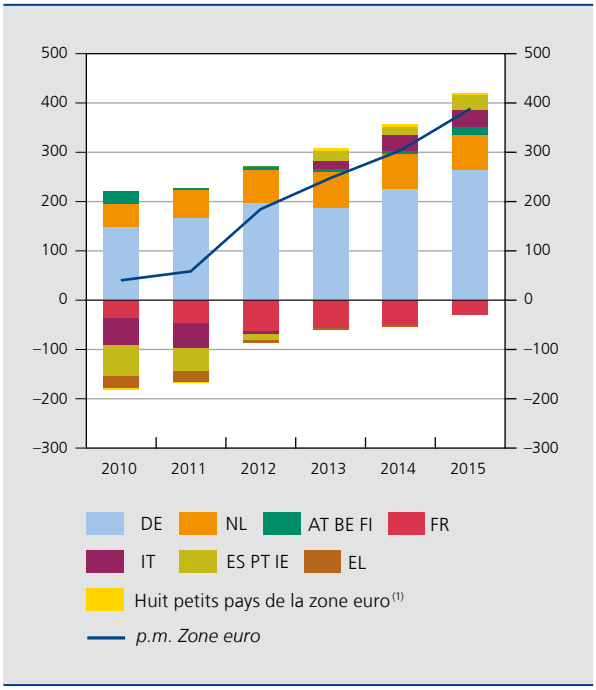
Poursuite de la nouvelle gouvernance et des réformes structurelles dans la zone euro

En 2015 s'est poursuivi, parfois difficilement, le processus visant à une meilleure gouvernance dans l'UE, lequel avait été entamé en 2010 en réaction aux défis mis au jour par la crise. Dans le domaine des finances publiques, la CE a expliqué dans une communication de janvier 2015 comment elle entendait utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance pour encourager l'adoption d'une politique budgétaire favorable à la croissance. L'objectif est d'encourager la mise en place effective de réformes structurelles, de stimuler les investissements, en particulier dans le cadre du nouveau Fonds européen pour les investissements stratégiques, et de mieux prendre en compte la conjoncture économique dans les différents États membres.

La nouvelle gouvernance s'est poursuivie non seulement sur le front des finances publiques, mais aussi sur celui de la surveillance des risques de distorsions macroéconomiques, notamment dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Il en ressort que d'importants ajustements ont eu lieu dans les pays qui avaient été confrontés à de graves déséquilibres macroéconomiques après la crise. Ce faisant, les déficits du compte courant de la balance des paiements des pays où ils s'étaient souvent vivement accrus se sont entre-temps fortement contractés, se muant même dans la plupart des cas en excédents. Ainsi, l'Irlande a enregistré un surplus courant de 6 % du PIB environ ; il a certes été plus limité en Espagne et au Portugal, s'établissant à, respectivement, 1,4 et 0,5 % du PIB. La Grèce affiche toujours un déficit courant, de l'ordre de 1 % du PIB environ, ce qui représente toutefois une nette amélioration par rapport au creux de 16 % du PIB constaté en 2008. Parallèlement, certains pays continuent d'afficher des excédents constamment élevés de leur compte courant, en l'occurrence l'Allemagne et les Pays-Bas, où ces surplus atteignent respectivement quelque 9 et 11 % du PIB. Tout cela a contribué à ce que, depuis la crise, la zone euro dans son ensemble accumule un excédent croissant du compte courant, qui s'est chiffré à un peu moins de 4 % du PIB en 2015. Tandis que l'amélioration du compte courant dans les pays qui avaient été fortement touchés par la crise était initialement imputable en grande partie au repli de leur demande intérieure,

GRAPHIQUE 19 ACCROISSEMENT DE L'EXCÉDENT DU COMPTE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO

(données annuelles, milliards d'euros)



Source : CE.
(1) Chypre, Estonie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Slovaquie et Slovénie.

elle s'explique aussi plus récemment par la croissance de leurs exportations, élément qui, à son tour, a notamment résulté du raffermissement de la compétitivité de leurs coûts salariaux. Il n'empêche que ces pays présentent encore généralement un endettement net élevé vis-à-vis de l'étranger, ce qui, tout comme le haut niveau du taux d'endettement de leurs secteurs intérieurs, reste une source de vulnérabilité.

Par ailleurs, les réformes structurelles ont généralement été mises en œuvre plus rapidement dans les pays dont l'économie avait été lourdement affectée par la crise que dans le reste de la zone euro. Ces réformes sont cruciales pour le bon fonctionnement d'une union monétaire en ce qu'elles peuvent augmenter la capacité d'adaptation des économies et renforcer leur croissance potentielle. Compte tenu des divergences entre les États membres et de la complexité de leur environnement institutionnel, ces réformes doivent répondre à leurs besoins spécifiques, sans toutefois perdre de vue l'éventuelle complémentarité entre les réformes entreprises dans divers domaines. Ces dernières années, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande ont procédé à de nombreuses réformes dans plusieurs domaines, notamment, à des degrés divers, sur

les marchés du travail et de produits, dans les finances publiques et dans le secteur public, ainsi que dans le secteur financier. Les réformes structurelles se sont accélérées non seulement dans les pays qui ont mis en œuvre un programme d'ajustement macroéconomique ou un programme de restructuration de leurs banques, mais également en Italie. L'accroissement de la productivité et l'amélioration de l'environnement des affaires y font l'objet d'un ambitieux programme de réformes structurelles qui englobe différents aspects, comme les marchés du travail et de produits, le cadre institutionnel et le régime fiscal.

Parachèvement de la structure institutionnelle de l'Union économique et monétaire

L'absence d'accord entre la Grèce et ses bailleurs de fonds européens jusqu'à la mi-juillet de 2015 a réalimenté les craintes quant à une éventuelle sortie de la Grèce de la zone euro. Le doute récurrent sur l'irréversibilité de la participation des pays à la zone euro, associé in fine également à la remise en question de l'intégrité de la monnaie unique, a de nouveau constitué un signal à ne pas négliger que, en dépit des progrès déjà réalisés en matière de gouvernance et sur le plan de l'union bancaire, la construction de l'Union économique et monétaire (UEM), unique dans sa structure institutionnelle, n'était toujours pas terminée.

Partant du constat que le fonctionnement institutionnel de la zone euro n'est toujours pas optimal, les cinq présidents, à savoir ceux de la Commission européenne, du Conseil européen, de l'Eurogroupe, de la Banque centrale européenne et du Parlement européen, ont publié en juin 2015 un rapport dans lequel ils précisaient leur projet visant à renforcer l'UEM et à la compléter pour 2025 au plus tard. L'objectif est de transformer en une base durable pour l'avenir les démarches rapides et exceptionnelles qui ont été entreprises à partir de 2010 pour préserver la cohésion de la zone euro.

Les objectifs sont à juste titre ambitieux. La mise en œuvre lente des décisions déjà prises dans certains domaines, comme l'union bancaire et l'union des marchés des capitaux, pour lesquelles les cinq présidents formulent par ailleurs de nouvelles propositions, démontrent toutefois que leur implémentation et leur application doivent également suivre. Les mesures envisagées par les cinq présidents devraient être adoptées en trois phases ; la première a commencé le 1er juillet 2015 et devrait se terminer le 30 juin 2017.

Au cours de cette première phase, il est prévu que les instruments existants et les traités en vigueur soient mobilisés pour stimuler la compétitivité et la convergence structurelle, pour réaliser une politique budgétaire responsable aux niveaux national et de la zone euro, pour compléter l'union financière et pour accroître la responsabilité démocratique. Selon le rapport, l'UEM doit être achevée dans une deuxième phase, grâce à des mesures de plus grande ampleur visant à conférer au processus de convergence un caractère plus contraignant. Au cours de la phase finale, prévue pour 2025 au plus tard, toutes les mesures devront avoir été mises en place.

Le rapport mentionne quatre fronts sur lesquels il conviendra de progresser. Premièrement, la zone euro devra devenir une véritable union économique. Au cours de la première phase, il s'agira de procéder à la création d'un système d'autorités de la compétitivité de la zone euro, de renforcer la mise en œuvre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, d'accorder une attention accrue à l'emploi et aux performances sociales et de consolider la coordination des politiques économiques dans le cadre d'un semestre européen rénové. À moyen terme, au cours de la deuxième phase, le processus de convergence devra devenir plus contraignant, grâce à l'établissement de normes communes élevées qui seraient définies dans la législation de l'UE, notamment dans les domaines des marchés du travail, de la compétitivité, de l'environnement des entreprises et des administrations publiques, ainsi que concernant certains aspects de la politique fiscale. Deuxièmement, il faudra avancer vers une union financière. À cet égard, le système financier devra permettre de diversifier les risques entre les pays. Concrètement, il conviendra de finaliser l'union bancaire. Le rapport prévoit des accords sur un mécanisme de financement-relais satisfaisant et sur un dispositif de soutien commun crédible pour le fonds de résolution unique au cours de la période transitoire conduisant à sa mise en place définitive. Dans ce contexte, il y aura également lieu de constituer un système européen de garantie des dépôts, des démarches concrètes devant être entreprises dans ce sens dès la première phase, dans les limites du cadre légal actuel. Parallèlement à l'union bancaire, l'union des marchés des capitaux devra être considérée comme une priorité. Troisièmement, la zone euro devra poursuivre sur la voie d'une union budgétaire. Par le renforcement du cadre de gouvernance durant la première phase, en particulier grâce à la création d'un comité budgétaire européen consultatif, il faudra établir une politique budgétaire responsable qui deviendra un pilier de l'UEM. À plus long terme, au cours de la deuxième phase, à l'issue d'un processus de convergence et d'une mise en commun plus poussée du processus décisionnel en matière de budgets nationaux, la zone euro pourrait évoluer vers un mécanisme commun de stabilisation macroéconomique, de manière à mieux absorber les chocs auxquels il sera impossible de faire face au seul

niveau national. Enfin, quatrièmement, la zone euro devra progresser vers un système de responsabilité démocratique, de légitimité et de renforcement des institutions. Parallèlement à la transformation de la zone euro en une véritable Union économique et monétaire, il conviendra que, de plus en plus, certaines décisions soient prises de façon collective, en garantissant un système de responsabilité et de légitimité démocratiques. Ces décisions collectives pourraient à l'avenir être prises au sein d'un Trésor de la zone euro, ce qui ne signifie toutefois pas que tous les aspects de la politique budgétaire des recettes et des dépenses devraient être centralisés.

En octobre 2015, la CE a adopté une série de mesures et émis des recommandations. Cet ensemble comporte la révision de l'approche du semestre européen, avec notamment un examen attentif de l'emploi et des aspects sociaux. Il prévoit également une amélioration des instruments de gouvernance économique. À ce propos, la CE a recommandé d'instaurer des conseils nationaux de la compétitivité, et elle a créé un comité budgétaire européen consultatif. La CE a également formulé des propositions en vue d'une représentation plus unifiée de la zone euro au sein des institutions financières internationales, en particulier le FMI. En outre, le train de mesures décrit les étapes en vue de l'achèvement de l'union bancaire. À cet égard, la CE a présenté en novembre une proposition législative relative aux premières étapes vers un système européen de garantie des dépôts. La CE a confirmé que, outre l'union bancaire, l'union des marchés des capitaux constitue elle aussi une priorité.