



Économie mondiale et zone euro

# 1. Économie mondiale et zone euro

## 1.1 Croissance mondiale modérée, mais stable

En 2016, l'économie mondiale a continué de croître à un rythme modéré, malgré un environnement frappé de multiples incertitudes. Après un début d'année en demi-teinte, des signes d'accélération se sont fait jour au second semestre. Soutenues par des politiques monétaires accommodantes et par le niveau toujours faible des prix de

l'énergie, les économies avancées ont fait montre d'une certaine résilience, en dépit des craintes générées notamment par le brexit. La croissance n'a ainsi que faiblement reculé dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon. Elle a en revanche nettement ralenti aux États-Unis. Dans les économies émergentes et les pays exportateurs de matières premières, la croissance s'est stabilisée, les divergences entre pays demeurant très marquées. L'inflation globale a pour sa part continué d'être bridée par les baisses

**TABLEAU 1** PIB DES PRINCIPALES ÉCONOMIES  
(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2014	2015	2016	p.m.	p.m.	2010	2016
				Contribution à la croissance du PIB mondial	Part du PIB mondial <sup>(1)</sup>		
Pays avancés	1,9	2,1	1,6	0,7	46,3	41,9	
dont :							
États-Unis	2,4	2,6	1,6	0,3	16,8	15,6	
Zone euro	1,1	2,0	1,7	0,2	13,7	11,9	
Japon <sup>(2)</sup>	-0,3	1,2	0,9	0,0	4,9	4,1	
Royaume-Uni	3,1	2,2	2,0	0,0	2,5	2,3	
Pays émergents	4,6	4,1	4,1	2,2	53,7	58,1	
dont :							
Chine	7,3	6,9	6,7	1,1	13,9	17,9	
Inde	7,2	7,6	6,6	0,5	5,9	7,3	
Russie	0,7	-3,7	-0,6	0,0	3,6	3,1	
Brésil	0,1	-3,8	-3,5	-0,1	3,2	2,6	
Monde	3,4	3,2	3,1	3,1	100,0	100,0	
p.m. Commerce mondial <sup>(3)</sup>	3,8	2,7	1,9				

Source : FMI.

(1) Selon les définitions du FMI et calculé sur la base des parités de pouvoir d'achat.

(2) Les données pour 2015 et 2016 tiennent compte du passage du système de comptabilité nationale 1993 au système de comptabilité nationale 2008 et d'une mise à jour de l'année de référence, passée de 2005 à 2011. Ces modifications ont été introduites par les autorités japonaises en décembre 2016.

(3) Moyenne des exportations et des importations de biens et de services.

antérieures des cours des matières premières et par les hausses salariales généralement limitées.

### ***Stabilisation dans les économies émergentes***

En Chine, le processus de rééquilibrage de l'économie en faveur d'une croissance interne reposant sur une intensification de la consommation et sur un glissement graduel de l'activité de l'industrie vers les services s'est poursuivi sans difficultés majeures. La progression du PIB s'est à nouveau légèrement tassée, revenant à 6,7 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2016, après 6,9 % en 2015. Elle est cependant demeurée robuste, évoluant à l'intérieur de la fourchette cible officielle, soit un corridor situé entre 6,5 et 7 %. La vive croissance du crédit a dopé la vigueur du marché immobilier, tandis que les mesures additionnelles de relance budgétaire ont soutenu la consommation et nettement dynamisé les investissements publics, notamment en infrastructures. La croissance des investissements privés s'est en revanche considérablement repliée, en dépit d'une reprise des investissements résidentiels. Ce ralentissement, qui s'est traduit par un fléchissement du total des investissements, tient notamment à la part plus importante des services dans l'économie chinoise – nombre d'entre eux n'étant pas ouverts aux capitaux privés – et aux capacités excédentaires dans certains secteurs industriels. Les exportations nettes se sont pour leur part amplement contractées, en raison de l'atonie de la demande mondiale et d'une perte de compétitivité du pays dans les secteurs à faible valeur ajoutée.

La politique monétaire, assouplie par étapes depuis 2014, est demeurée expansionniste en 2016. La Banque populaire de Chine est restée confrontée au défi de soutenir l'économie tout en préservant la stabilité financière. Dans le contexte d'une forte croissance du crédit, qui a alimenté un gonflement rapide de l'endettement des entreprises et a sensiblement tiré les prix de l'immobilier vers le haut dans certaines régions, elle a choisi de maintenir inchangés ses taux de référence pour les prêts et les dépôts, à respectivement 4,35 et 1,5 %. En outre, elle n'a modifié le taux du coefficient de réserve obligatoire qu'une seule fois, le ramenant en mars de 17,5 à 17 %. Dans le but de lutter contre les problèmes d'endettement du pays, le gouvernement central a mis en place des politiques visant à accompagner les restructurations de dettes des autorités locales et des entreprises publiques.

Sur fond d'un relèvement attendu des taux d'intérêt directeurs de la Réserve fédérale américaine, les sorties de capitaux déjà observées en 2015 en Chine se sont poursuivies, leur intensité oscillant au gré des variations de la perception des marchés financiers quant à la situation de l'économie chinoise. Dans ces conditions, le taux

de change est resté sous pression. À la fin de 2016, le renminbi est ainsi retombé à son niveau le plus bas depuis plus de huit ans face au dollar des États-Unis. La Banque populaire a largement puisé dans ses réserves de change afin de soutenir la monnaie chinoise. Elle a toutefois dû se résoudre à accompagner sa dépréciation, en abaissant progressivement son cours pivot face au dollar.

Dans les pays exportateurs de matières premières, l'activité économique est dans l'ensemble restée pénalisée par l'apathie de la demande, et donc par le bas niveau des prix de ces produits, en raison, notamment, de la transition en cours de l'économie chinoise. Le Brésil s'est enfoncé dans une profonde récession, amorcée en 2015 et aggravée par une crise politique qui a sévèrement écorné la confiance dans le pays. Le ralentissement de l'activité a toutefois semblé s'atténuer en cours d'année, dans la foulée d'un récent renchérissement des matières premières et d'une légère progression des exportations, portée par la dépréciation passée du réal. L'économie russe, plombée par la chute des prix pétroliers et par les sanctions internationales infligées depuis la mi-2014 en réaction au conflit ukrainien, a montré des signes de stabilisation en 2016, à la suite de la remontée des prix du brut. Enfin, en Inde, la croissance économique est restée solide, sur fond d'une amélioration des termes de l'échange, d'un recul de l'inflation et de plusieurs réformes favorables au climat des affaires. Il n'en demeure pas moins que la décision de démonétiser les coupures de 500 et de 1 000 roupies que le gouvernement a prise le 8 novembre aux fins d'enrayer l'économie informelle pourrait avoir pesé sur l'activité économique à partir de la fin de l'année.

### ***Les économies avancées sont restées résilientes***

Alors que l'appréciation du dollar et la baisse des cours du pétrole avaient temporairement mis un frein aux exportations et aux investissements à la fin de 2015 et au début de 2016, l'économie américaine s'est raffermie à partir du troisième trimestre. L'accélération de la croissance du PIB a très largement reposé sur une nette reprise des exportations et, dans une moindre mesure, sur une constitution de stocks plus rapide et sur un rebond des dépenses publiques fédérales. En revanche, les investissements privés non résidentiels sont demeurés atones, tandis que les dépenses de consommation, qui sont toujours le principal moteur de l'activité, ont continué de progresser de manière régulière. Elles ont notamment été portées par un renforcement du marché du travail et par de nouvelles hausses des salaires. Le taux de chômage est retombé sous la barre des 5 %, tandis que les salaires horaires ont enregistré vers la fin de l'année leur plus vive progression depuis 2009. Le taux de participation au marché du travail s'est quant à lui stabilisé. Proche de 63 % à la fin de

l'année, il est cependant demeuré inférieur au niveau de l'ordre de 66 % observé avant la crise.

En dépit des signes d'une embellie graduelle sur le marché de l'emploi, la Réserve fédérale a joué la carte de la prudence. Face aux incertitudes prévalant quant au réel dynamique de l'économie et dans un contexte marqué par un niveau d'inflation toujours inférieur à la cible de 2 %, les membres du Federal Open Market Committee (FOMC) ont laissé les taux d'intérêt directeurs inchangés pendant quasiment toute l'année. Le statu quo qui a longtemps prévalu contraste avec les anticipations d'évolution des taux des fonds fédéraux publiées en décembre 2015, lorsque la Réserve fédérale avait, pour la première fois depuis 2008, relevé la fourchette de ses taux directeurs, la faisant passer de 0,00-0,25 % à 0,25-0,50 %. À ce moment, l'ensemble des membres du FOMC s'attendaient en effet à au moins deux remontées des taux au cours de l'année 2016. Compte tenu des évolutions observées et attendues sur le marché du travail et au niveau de l'inflation, elle a néanmoins fini par remonter sa fourchette de taux de 25 points de base en décembre 2016. Elle anticipe en outre de procéder à de nouvelles hausses dans le courant de 2017.

S'agissant de l'orientation budgétaire, celle-ci a été légèrement assouplie au cours de l'exercice fiscal 2016. Le déficit public est en effet passé de 4,4 à 5 % du PIB entre octobre 2015 et septembre 2016, faisant grimper la dette publique à 115,6 % du PIB.

Au Japon, l'économie a globalement poursuivi sur la voie d'une croissance modérée, s'appuyant sur une consommation résiliente sur fond d'amélioration progressive de l'emploi et des revenus des ménages. En novembre, le taux de chômage était de 3,1 %, après être retombé à 3 % en juillet, son niveau le plus bas depuis janvier 1995. Cette évolution favorable doit cependant être quelque peu nuancée, compte tenu du fait qu'elle découle tout autant d'une augmentation de la demande de travail que d'une diminution de la population active. La croissance économique nipponne a bénéficié de conditions financières extrêmement favorables et de mesures gouvernementales de soutien. Elle a en revanche pâti du ralentissement de la demande émanant des économies émergentes, en particulier d'Asie, ainsi que de l'appréciation du yen, deux facteurs ayant sensiblement pesé sur les exportations de l'archipel.

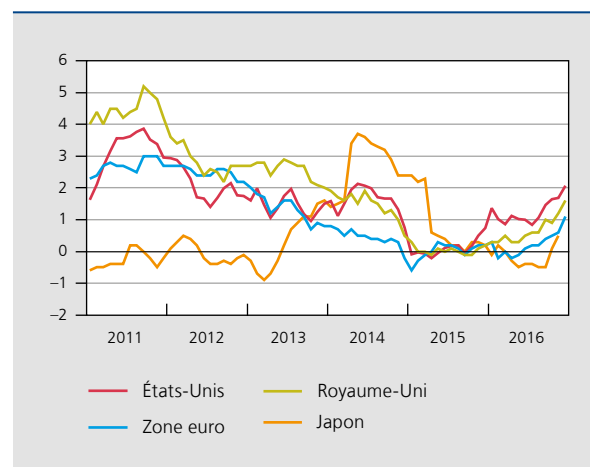
La bonne tenue relative de l'économie nipponne n'a pas empêché l'inflation de redevenir négative en 2016. La Banque du Japon a dès lors maintenu son programme d'achats d'actifs visant à élargir la base monétaire à concurrence de quelque 80 000 milliards de yens (soit

environ 615 milliards d'euros) sur une base annuelle. Elle a en outre pris diverses mesures en vue d'assouplir davantage sa politique monétaire. Face aux tensions financières globales en début d'année et à l'incertitude entachant les perspectives économiques dans les pays émergents, le taux des dépôts a ainsi été conduit en territoire négatif, à -0,1 %, à la fin du mois de janvier. Par ailleurs, un nouveau cadre de politique monétaire a été introduit à la fin de septembre. Celui-ci vise en particulier à faire remonter les anticipations d'inflation vers la cible de 2 %, mais il entend aussi empêcher une diminution de la rentabilité du secteur financier dans un environnement de taux bas. Il comporte deux volets majeurs. Le premier consiste à contrôler la courbe des rendements en pilotant plus étroitement les taux à court et à long termes. Le second est un engagement formel d'accroître la base monétaire jusqu'à ce que l'inflation soit supérieure à sa cible de 2 % « de façon stable ». La Banque du Japon a en outre indiqué qu'elle n'excluait pas d'abaisser davantage son principal taux directeur et d'ajuster, si nécessaire, ses achats d'actifs. En matière budgétaire, le processus de consolidation entamé en 2013 s'est interrompu au cours de l'exercice fiscal 2016. Trois plans de relance budgétaire ont vu le jour, tandis qu'un nouveau relèvement de la TVA, initialement prévu pour avril 2017, a été postposé à octobre 2019. Dans ce contexte, le déficit primaire a fluctué aux alentours de 5 % du PIB et le niveau de l'endettement public brut a dépassé 230 % du PIB.

Au Royaume-Uni, le referendum du 23 juin et son résultat en faveur d'une sortie du pays de l'UE n'ont pas

#### GRAPHIQUE 1 INFLATION FAIBLE DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES

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



Sources : CE, Japan's Ministry of Internal Affairs and Communications, U.S. Bureau of Labor.

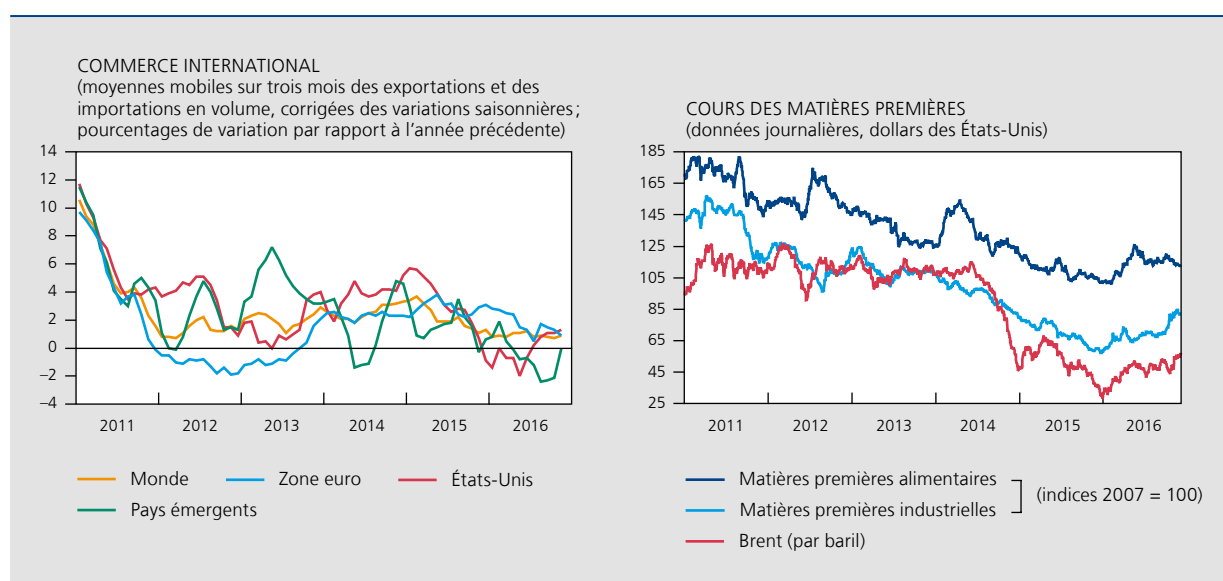
significativement pesé sur l'activité économique. À 0,6 % au troisième trimestre, la croissance trimestrielle du PIB s'est avérée à peine en deçà de celle enregistrée au deuxième trimestre et largement supérieure aux prévisions. Ainsi, soutenue par la vigueur du secteur des services, qui représente près de 80 % de l'économie, la progression de 2 % de l'activité sur l'ensemble de 2016 n'a été que légèrement inférieure à celle observée en 2015. À 4,8 % en novembre, le taux de chômage est quant à lui retombé à son niveau le plus bas depuis dix ans, ce qui a dynamisé la consommation privée. Ces développements favorables résultent vraisemblablement en partie des nouvelles mesures de politique monétaire adoptées par la Banque d'Angleterre. Au début du mois d'août, celle-ci a réduit son principal taux directeur de 25 points de base, à 0,25 %. Elle a également décidé de porter le total de ses achats de bons du Trésor à 435 milliards de livres sterling (quelque 590 milliards d'euros), contre 375 milliards de livres sterling (509 milliards d'euros) auparavant, d'acquiescer des obligations d'entreprises non financières pour un montant de 10 milliards de livres sterling et d'introduire des opérations de refinancement à long terme afin d'assurer la bonne transmission de ses assouplissements monétaires aux ménages et aux entreprises. Si la chute de la livre sterling qui a suivi le référendum ne semble jusqu'ici guère avoir profité aux secteurs plus orientés vers l'exportation, comme l'industrie et l'agriculture, elle a en revanche tiré l'inflation vers le haut. À 1,6 % en décembre, celle-ci est néanmoins restée nettement en deçà de la cible de 2 %. Bien que les effets macroéconomiques

du brexit aient jusqu'à présent été discrets, ce dernier ne devrait toutefois pas rester indolore à long terme. Il est en effet attendu que l'incertitude quant à la forme des relations futures entre l'UE et le Royaume-Uni freine les nouveaux investissements et pèse sur la création d'emplois, certains signes en ce sens étant déjà apparus en 2016. Avec l'intensification des barrières aux mouvements commerciaux, financiers ou de personnes qui découlerait du brexit, cette incertitude pourrait ainsi à terme brider à la fois la croissance du Royaume-Uni et celle de ses partenaires commerciaux.

### Nouveau repli de la croissance du commerce mondial

La croissance du commerce mondial s'est une nouvelle fois affichée en recul en 2016. Cette baisse s'expliquerait essentiellement par un ralentissement du commerce dans les pays émergents, de même qu'en Amérique du Nord. L'atonie de l'activité économique globale et, plus spécifiquement, des investissements – qui constituent la composante de la demande dont l'intensité en importations est la plus élevée – est considérée comme un facteur majeur à l'origine de cet essoufflement. La transition de la Chine vers une économie axée sur la consommation et sur les services – et donc moins tributaire des importations de matières premières et de machines – et la diminution des dépenses en capital des pays exportateurs de produits de base joueraient un rôle prépondérant à cet égard. Parmi les autres raisons avancées pour expliquer

**GRAPHIQUE 2** POURSUITE DU RALENTISSEMENT DU COMMERCE MONDIAL, SUR FOND DE RENCHÉRISSEMENT DES MATIÈRES PREMIÈRES



Sources : CPB, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

la plus faible expansion des échanges globaux figurent également l'absence de progrès sur le plan de la libéralisation du commerce, voire une montée du protectionnisme, comme l'atteste la hausse des mesures restrictives comptabilisées par l'Organisation mondiale du commerce (OMC), et un mouvement d'arrêt au niveau de l'extension des chaînes de valeur mondiales, qui tranche avec leur développement rapide durant deux décennies.

### ***Renchérissement des matières premières***

Alors que le prix du baril de Brent était tombé sous le seuil des 30 dollars des États-Unis à la mi-janvier, les cours du pétrole se sont vivement redressés tout au long du premier semestre de 2016, franchissant la barre des 50 dollars dans le courant de l'été. Ce mouvement résulte dans une large mesure des arrêts involontaires de la production qui ont pesé sur une offre par ailleurs toujours excédentaire. Des conflits de diverses natures ou des conditions météorologiques difficiles ont en effet entraîné des interruptions de la production dans plusieurs grands pays producteurs, tels la Lybie, le Nigéria, le Venezuela, ou encore le Canada. Dans le même temps, la demande mondiale s'est avérée plus vive que prévu, sans toutefois recouvrer sa vigueur antérieure. Au second semestre, les prix pétroliers ont été plus volatils. L'accord sur une réduction de la production scellé par les pays de l'OPEP à la fin du mois de novembre a toutefois poussé les cours du pétrole au-delà des 50 dollars le baril.

Globalement, les cours des matières premières hors énergie ont eux aussi modestement augmenté au premier semestre de l'année, avant de se stabiliser temporairement. Cette hausse est directement liée au rebond des prix de l'énergie, laquelle constitue un intrant majeur tant pour les matières premières industrielles que pour les productions agricoles. En outre, le raffermissement des prix des produits alimentaires est aussi la conséquence de récoltes décevantes, tandis que le rebond des cours des métaux traduit également une légère accélération de la demande mondiale. À la fin de l'année, les déclarations du président élu des États-Unis quant à la mise en place d'un plan de relance des infrastructures ont, par effet d'anticipation, nettement fait grimper ces prix.

### ***Conditions financières très favorables***

Soutenues par le caractère accommodant des politiques monétaires, les conditions financières sont globalement demeurées très positives. Les marchés financiers ont toutefois traversé plusieurs phases de turbulences.

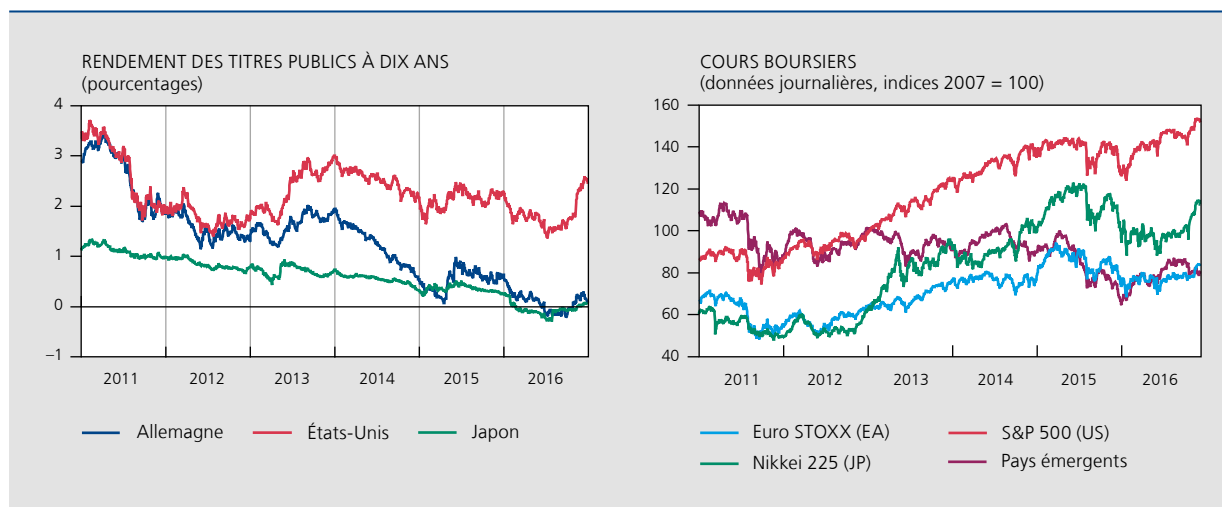
Une première vague s'est dessinée à la fin de 2015 et au début de 2016, dans le contexte de nouvelles craintes quant aux perspectives de croissance des pays émergents

et, plus spécialement, de la Chine. Le mois de janvier a ainsi vu à travers le monde l'un des mouvements de liquidation des positions financières risquées les plus intenses depuis la crise financière de 2008. Les tensions ont gagné les économies avancées et provoqué une fuite vers la qualité. Dans ces circonstances, la courbe des rendements s'est aplatie, tandis que les marchés d'actions ont trébuché et que les primes de risque se sont alourdies. Ces développements ont été suivis de perturbations affectant plus particulièrement le secteur bancaire, dont les actions ont sensiblement reculé à la suite de la publication de résultats décevants. De façon plus générale, certains doutes quant à la vigueur de la reprise américaine et la décision de la Banque du Japon de conduire son taux des dépôts au jour le jour en territoire négatif ont renforcé, à la fin de janvier, la perspective d'un environnement de taux bas sur une période prolongée, faisant craindre pour la rentabilité du secteur financier. Parallèlement à l'embellie des perspectives de croissance mondiale, les investisseurs ont néanmoins rapidement retrouvé leur appétence pour le risque, ce qui a comprimé la volatilité, soutenu les prix des actifs et allégé les primes. Le sentiment à l'égard des économies émergentes s'est également amélioré dans le contexte de taux bas attendus sur une période prolongée dans les économies avancées, d'une réduction des inquiétudes relatives à la croissance chinoise et d'une évolution favorable des cours des matières premières. Le retour des flux de capitaux vers ces pays s'est accompagné d'une nette remontée des bourses et d'une appréciation des devises.

À la fin de juin, les marchés ont vigoureusement réagi au vote en faveur d'un retrait du Royaume-Uni de l'UE. Un vent d'optimisme avait dopé les prix des actifs au cours des jours précédents, mais le résultat inattendu du référendum a fait plonger les indices boursiers et a compressé les rendements sans risque. Dans le même temps, la livre sterling a lourdement chuté, tandis que le dollar des États-Unis et le yen se sont appréciés. Bien que la réaction initiale ait été vive, les remous se sont estompés dès lors que les banques centrales se sont déclarées prêtes à fournir des liquidités en suffisance et à adopter, si le besoin s'en faisait sentir, de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, telles celles prises par la Banque d'Angleterre. La dissipation des tensions s'est ensuite poursuivie sur fond d'une timide amélioration des perspectives de l'économie mondiale. La livre sterling est néanmoins restée déprimée et, à la suite de la réévaluation de la trajectoire future des politiques monétaires, les rendements des titres souverains sont demeurés proches de leur plancher historique.

Le résultat inattendu de l'élection présidentielle américaine du 8 novembre a également généré des secousses, à la fois sur les marchés financiers et sur ceux des matières

**GRAPHIQUE 3 DES CONDITIONS DE FINANCEMENT HISTORIQUEMENT FAVORABLES**



Source : Thomson Reuters Datastream.

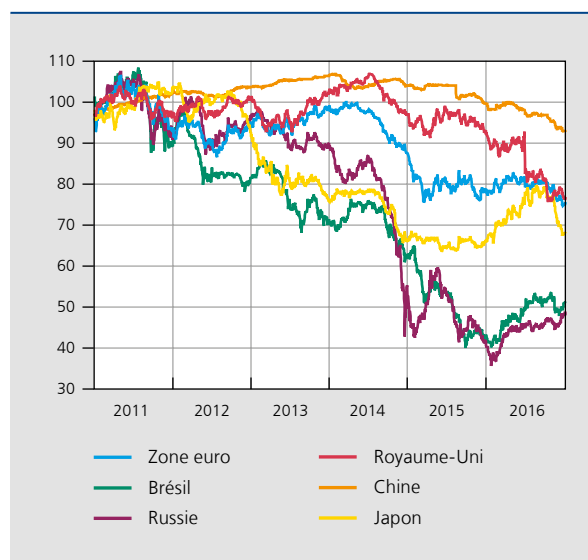
premières. La perspective d'un vaste plan d'investissements dans les infrastructures et de coupes d'impôts, tels que préconisés par le président élu, a globalement bénéficié aux marchés d'actions. Après un bref mouvement de panique qui a immédiatement suivi l'issue du scrutin, les bourses ont ainsi progressé dans l'ensemble, tout particulièrement aux États-Unis, où les indices ont enregistré de nouveaux records. Face au risque inflationniste d'un tel plan de relance budgétaire dans une situation de quasi-plein emploi pour l'économie américaine et, dès lors, à la perspective de voir la Réserve fédérale relever plus promptement ses taux directeurs, les investisseurs se sont en revanche détournés des marchés obligataires. Les rendements des bons du Trésor américain ont fortement grimpé durant la semaine qui a suivi l'élection, le taux à dix ans gagnant plus de 40 points de base. La hausse des taux outre-Atlantique s'est propagée aux autres régions du monde, en ce compris la zone euro et les économies émergentes. Sur le marché des changes, le dollar des États-Unis s'est apprécié vis-à-vis de la plupart des devises, et en particulier face à certaines devises émergentes, telles le peso mexicain ou le réal brésilien. Les déclarations du président élu ont en effet suscité des craintes quant aux futures relations commerciales des États-Unis et, partant, aux perspectives macroéconomiques de plusieurs pays. Les changements à la tête de l'administration américaine ont ravivé l'incertitude entourant, principalement, les politiques budgétaire et commerciale qui seront menées outre-Atlantique.

Sur le marché des changes, l'euro est resté assez stable face au dollar des États-Unis pendant la majeure partie de 2016, avant de se déprécier en fin d'année. Le statu quo longtemps préservé par la Réserve fédérale après

le relèvement des taux directeurs opéré en décembre 2015 a pesé sur un hypothétique renforcement du billet vert. La monnaie unique s'est en revanche légèrement appréciée en termes effectifs, un mouvement qui masque des évolutions contrastées selon les devises. Il résulte essentiellement d'une nette appréciation par rapport à la livre sterling, qui a plus que contrebalancé le repli face au yen et aux devises émergentes comme le rouble russe et le réal brésilien.

**GRAPHIQUE 4 DES COURS DE CHANGE SOUMIS AUX INCERTITUDES POLITIQUES**

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



Source : Thomson Reuters Datastream.

L'appréciation du yen jusqu'à l'automne tient largement à son statut de monnaie refuge dans un contexte empreint d'incertitude. Les hausses du rouble russe et du réal brésilien reflètent pour leur part à la fois un raffermissement des cours des matières premières et des perspectives macroéconomiques plus encourageantes pour ces pays.

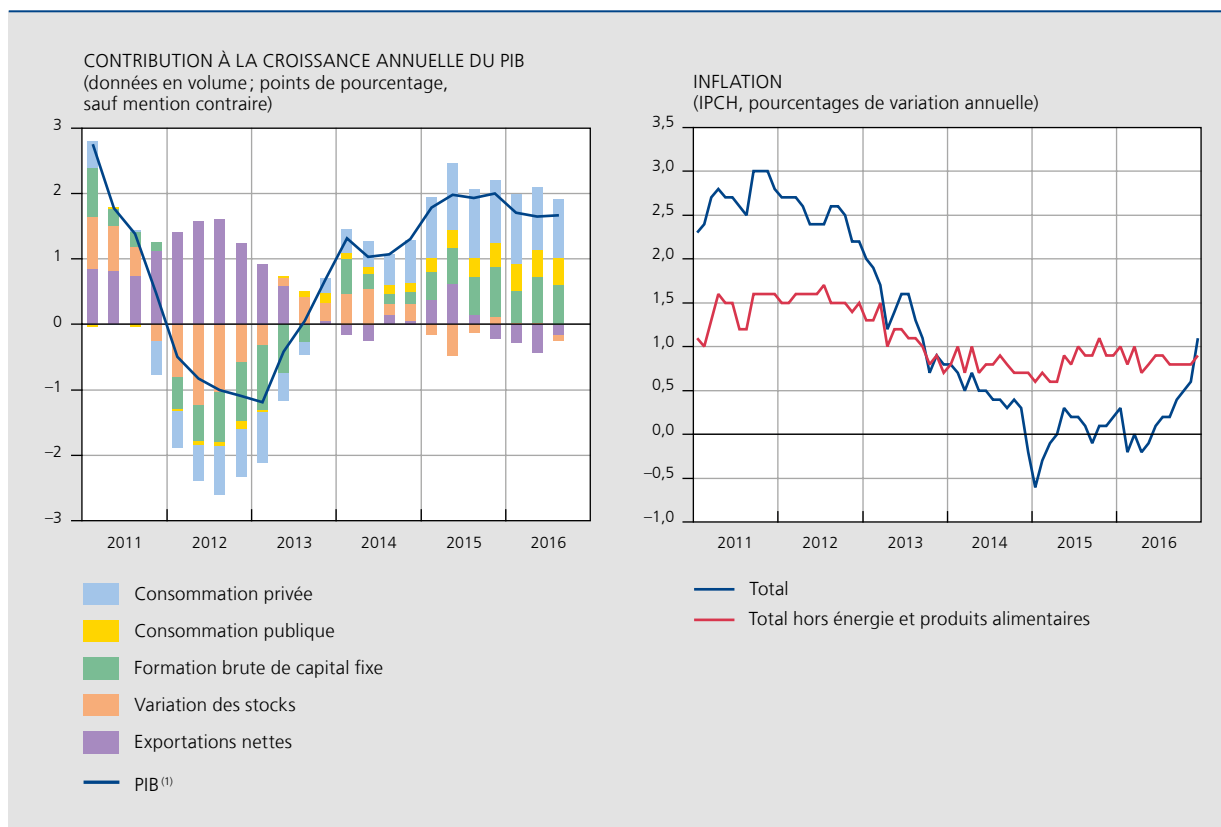
## 1.2 Inflation basse sur fond de reprise modérée dans la zone euro

Dans la zone euro, la progression continue, fût-ce à un rythme lent, de l'activité observée depuis la mi-2013 s'est poursuivie en 2016. La croissance en volume du PIB s'est établie à 1,7 % en moyenne annuelle, ce qui marque un modeste tassement par rapport au taux de 2 % enregistré en 2015.

L'activité a été soutenue par la demande intérieure, en s'adossant à des conditions de financement favorables, sous l'effet, notamment, d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème, et à une

politique budgétaire légèrement expansionniste dans la zone euro dans son ensemble. L'emploi a également été dynamique. En revanche, les impulsions résultant de la dépréciation antérieure de l'euro et de la chute des cours pétroliers en 2014 et en 2015 se sont atténuées. La demande extérieure est pour sa part restée faible. Par ailleurs, plusieurs freins ont continué de brider le dynamisme de l'économie. Il s'agit, entre autres, de l'ajustement en cours des bilans dans un certain nombre de secteurs et de pays, de la mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles, lesquelles tendent à relever la croissance potentielle à long terme et à soutenir la confiance et la demande à court terme, et de l'émergence d'incertitudes multiples. Dans l'ensemble, même si elle continue d'être en voie de résorption, une sous-utilisation des capacités de production a continué de prévaloir en 2016. En effet, malgré des créations d'emplois robustes, les niveaux de chômage sont restés élevés, et le récent rebond des investissements n'a pas été suffisant pour combler leur déficit. Ce dernier facteur constitue un déterminant-clé du rythme singulièrement atone de la phase de sortie de crise.

GRAPHIQUE 5 INFLATION BASSE SUR FOND DE REPRISE MODÉRÉE DANS LA ZONE EURO



Source: CE.

(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.



Parmi les sources d'incertitude qui ont affecté l'économie mondiale, la zone euro a été particulièrement concernée par celles liées à la future sortie du Royaume-Uni de l'UE. Leurs effets sur la confiance sont toutefois restés limités jusqu'ici. De plus, en dépit des progrès réalisés en matière de stabilisation du système financier et de renforcement de la capitalisation des banques européennes, des craintes quant à la rentabilité de ces dernières et, dans certains États membres, le niveau élevé de l'encours des crédits non performants dans leur bilan peuvent avoir pesé sur leur capacité de pourvoir au financement des activités et des investissements. Enfin, une succession d'échéances électorales ou de référendums, dans un climat de défiance dans une partie de la population, ont réduit la capacité des gouvernements de mener des politiques qui contribuent au raffermissement de l'économie à long terme mais qui pourraient entraîner des effets de transition perçus comme négatifs.

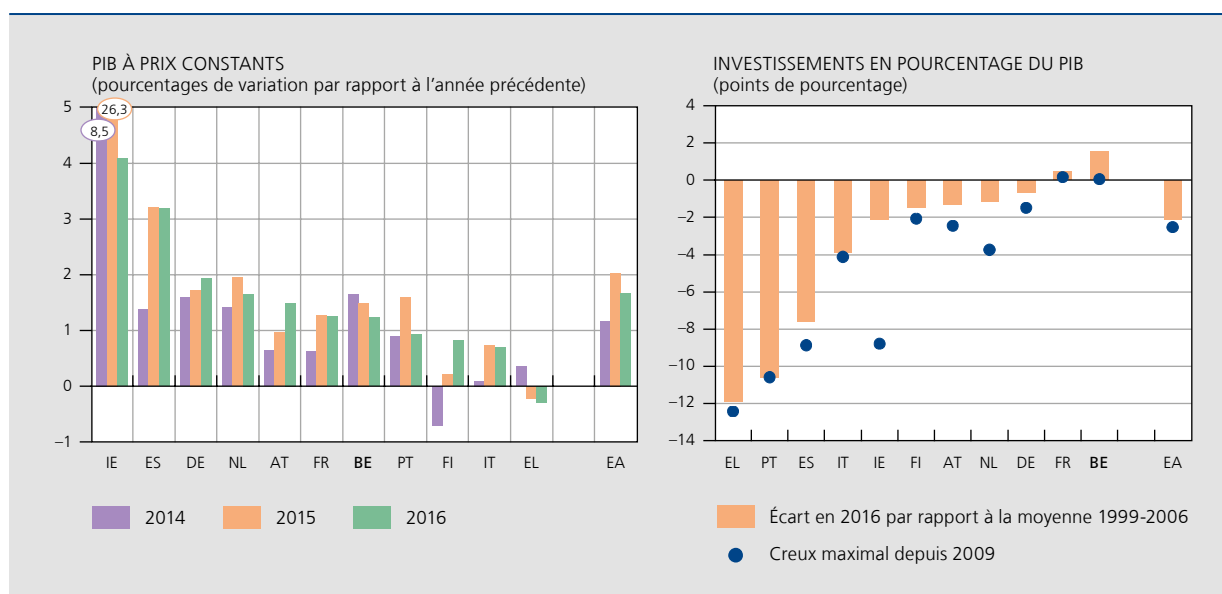
Dans ce contexte de croissance toujours insuffisante pour résorber rapidement la sous-utilisation des capacités de production, tant sur le plan du travail que sur celui du capital, et de perspectives troublées par de nombreuses incertitudes, l'inflation est demeurée très basse dans la zone euro. Après avoir été nulle en 2015, la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est certes redevenue légèrement positive en 2016, à 0,2 % en moyenne annuelle, mais cette hausse limitée est principalement due à la disparition des effets de base négatifs de la composante énergétique à la suite de la

remontée des cours du pétrole sur les marchés internationaux. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est restée stable tout au long de l'année, oscillant autour d'un niveau faible, de l'ordre de 0,9 %. Faute d'un renforcement de la dynamique des salaires dans la zone euro, l'inflation totale ne montre aucun signe probant de convergence vers l'objectif de l'Eurosystème, à savoir un niveau inférieur à, mais proche de, 2 % à moyen terme.

À l'exception de la Grèce, tous les États membres ont contribué à la hausse du PIB de la zone euro. Parmi les principales économies, la croissance a été la plus vigoureuse en Irlande. Elle a de nouveau été vive en Espagne, tandis qu'elle s'est intensifiée en Allemagne. En revanche, au Portugal, en Finlande et en Italie, l'expansion de l'économie s'est avérée considérablement plus lente qu'en moyenne dans la zone. En Grèce, le PIB a reculé, mais dans des proportions moindres que durant la grande récession.

L'activité dans la zone euro a été très largement portée par la consommation privée. Cette dernière a été tirée par les nombreuses créations d'emplois, aidées dans certains pays par les effets de réformes précédemment mises en œuvre. Ces évolutions, concomitamment à la faible inflation, ont gonflé le revenu réel disponible des ménages, en dépit de l'évolution toujours atone des salaires. Leur taux d'épargne est resté globalement stable, indiquant que les gains de pouvoir d'achat ont été consacrés essentiellement à des dépenses de consommation.

**GRAPHIQUE 6 LA REPRISE SE POURSUIT DANS LA ZONE EURO MAIS LE DÉFICIT D'INVESTISSEMENT DEMEURE CONSIDÉRABLE**



Source : CE.

La consommation des administrations publiques a également apporté une contribution non négligeable à la croissance dans la zone euro. De nettes différences apparaissent toutefois entre les pays. Dans certains d'entre eux, la progression de la consommation publique a résulté de dépenses supplémentaires liées à l'accueil des réfugiés ou au durcissement des mesures de sécurité. En Allemagne, le taux d'accroissement de la consommation publique a atteint le double de celui du PIB.

L'augmentation de la formation brute de capital fixe a elle aussi été relativement soutenue, le rythme de hausse de 3,3 % étant similaire à celui enregistré en 2015. Elle s'est appuyée non seulement sur des conditions financières favorables, mais aussi sur un redressement de l'excédent brut d'exploitation des entreprises, tandis que l'utilisation des capacités de production s'est intensifiée. Les investissements ont toutefois pâti de perspectives de demande toujours en demi-teinte et incertaines, notamment en ce qui concerne l'économie mondiale et les économies émergentes au début de l'année, mais aussi du processus de désendettement des secteurs privés dans certains pays et des incertitudes qui ont continué de prévaloir en 2016.

Exprimés en pourcentage du PIB, les investissements de l'ensemble de la zone euro se sont établis en 2016 à un niveau toujours nettement inférieur à la moyenne qu'ils affichaient durant les années antérieures à la crise. Ce déficit d'investissement reflète surtout le recul marqué enregistré dans les États membres qui ont été lourdement touchés par la crise. En Irlande, où les investissements avaient déjà rebondi en 2012, le déficit d'investissement s'est depuis lors clairement résorbé, et la CE estime leur croissance à 16 % en 2016. Les investissements ont donné une profonde impulsion à l'économie aux Pays-Bas et en Espagne, mais aussi à celle de pays présentant une croissance plus lente, comme la Finlande et même la Grèce. Dans la plupart des cas, ce sont les investissements des entreprises qui ont apporté la plus grande contribution, même si, dans certains pays, parmi lesquels les Pays-Bas, la Finlande et l'Allemagne, les investissements en logements ont également joué un rôle important. Au Portugal, en revanche, le tassement des investissements en logements et des investissements publics a lourdement entravé la croissance.

Le plan d'investissement pour l'Europe et, plus particulièrement, le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) ont déjà livré des résultats concrets. Proposé en novembre 2014 par le président de la CE, Jean-Claude Juncker, ce plan était destiné à catalyser les investissements. Le FEIS a été créé afin de renforcer la capacité de prise de risques en matière de financement dans

l'UE, en apportant pendant une période de trois ans des garanties destinées à soutenir le financement de projets par la Banque européenne d'investissement (BEI) et par le Fonds européen d'investissement (FEI). Durant ce laps de temps, le plan d'investissement générerait potentiellement des investissements jusqu'à concurrence de 315 milliards d'euros. Les moyens mobilisés dans le FEIS jusqu'à la fin de 2016 permettraient de financer de nouveaux investissements pour quelque 164 milliards d'euros dans l'ensemble des États membres de l'UE, contribuant ainsi largement à mobiliser des investissements privés. En décembre 2016, le Conseil a décidé d'étendre la capacité du FEIS, sur les plans tant de la durée que des moyens financiers mis à sa disposition.

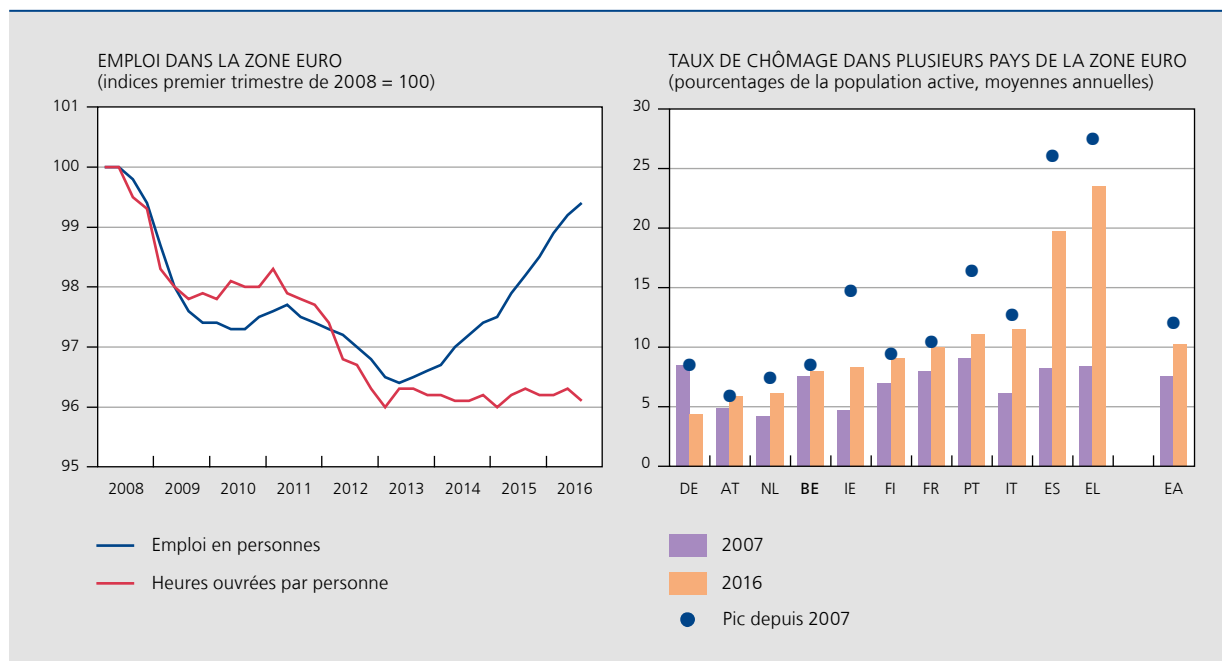
Si, comme l'année précédente, la demande intérieure a fait montre d'une certaine vigueur en 2016, la croissance des exportations s'est pour sa part affaiblie. En effet, l'apathie de la demande extérieure adressée à la zone euro, à l'œuvre depuis la fin de 2015, s'est prolongée en 2016, en ligne avec l'atonie des échanges commerciaux mondiaux. Certes, les échanges intra-UE sont demeurés relativement résilients, mais ils ont à peine compensé la baisse des exportations hors UE qui s'est manifestée durant la première partie de l'année, d'autant que le cours de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement apprécié à ce moment. Il s'est toutefois replié à partir de novembre.

### ***Parallèlement à la progression modérée de l'activité, les conditions régnant sur les marchés du travail de la zone euro ont continué de s'améliorer en 2016***

Les créations d'emplois ont été plutôt robustes dans la zone euro et dans la plupart des États membres. Un tel dynamisme semble remarquable au regard de la maigre expansion de l'activité économique. Ce contraste peut entre autres s'expliquer par un glissement dans la composition du travail vers des secteurs, tels les services, relativement plus intensifs en main-d'œuvre et où les travailleurs à temps partiel sont plus nombreux. La part de ces derniers s'était nettement élargie à partir de la crise de 2008, et ce jusqu'en 2013, année où elle a fini par plafonner. Elle avait été renforcée par du travail à temps partiel involontaire et par des contrats de travail flexibles, dans un contexte de perspectives de demande faibles et incertaines. Ainsi, le nombre d'heures ouvrées par travailleur a fortement diminué durant les années de récession.

Le taux de chômage de l'ensemble de la zone euro a lentement reflué, revenant à 10,1 % en moyenne annuelle, ce qui représente son plus bas niveau depuis la fin de 2011. Néanmoins, même s'ils se sont resserrés, les écarts de taux de chômage entre les États membres sont

**GRAPHIQUE 7** LES CONDITIONS SUR LES MARCHÉS DU TRAVAIL S'AMÉLIORENT, MAIS IL SUBSISTE DES MARGES POUR RÉSORBER LE SOUS-EMPLOI



Source : CE.

restés substantiels, des conditions encore précaires étant toujours observées dans les pays les plus durement frappés par la crise. Ainsi, en Grèce et en Espagne, les taux de chômage étaient en 2016 toujours nettement plus élevés qu'en 2007. Le marché du travail de la plupart des autres pays de la zone euro continue d'être caractérisé par une situation de sous-emploi. Celle-ci ne tient pas uniquement aux personnes au chômage mais est également attribuable à celles qui ne sont pas présentes sur le marché du travail en raison de perspectives d'emploi limitées mais qui pourraient le rallier si les conditions s'amélioraient. Il est cependant apparu que la tendance haussière du taux de participation observée avant la crise s'est récemment quelque peu rétablie. À la fin de 2016, le taux de participation au marché du travail de la population en âge de travailler atteignait 73 %.

***La correction des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro s'est poursuivie, mais les vulnérabilités n'ont pas totalement disparu***

Les pays les plus vulnérables ont consenti d'importants efforts de redressement depuis le début de la décennie, qui ont permis d'y renforcer la soutenabilité des développements économiques. Des niveaux d'endettement extérieur ou intérieur élevés persistent néanmoins dans de nombreux pays, et les progrès en la matière ont été plutôt mesurés en 2016.

Sur le plan extérieur, l'ajustement des soldes courants s'est poursuivi en 2016, après les vastes corrections déjà observées les années précédentes. Il a toutefois été asymétrique entre les États membres. Ainsi, tandis que son ampleur était encore marginale en 2010, l'excédent dégagé par les opérations courantes de la zone euro avec le reste du monde a rapidement enflé, atteignant 3,3 % du PIB en 2015 et 3,7 % en 2016. Outre par le rétrécissement des déficits liés aux importations nettes de produits pétroliers, dont quasiment tous les États membres de la zone euro ont bénéficié à la suite de la chute des cours, cette tendance s'explique par les ajustements économiques auxquels ont procédé les pays qui accusaient de lourds déficits courants avant la crise, conjugués à la persistance, voire à l'élargissement, d'excédents considérables dans d'autres pays.

S'agissant des pays initialement déficitaires, les ajustements résultent à la fois d'une compression de leur demande intérieure – et, partant, de leurs importations – et d'une croissance plus soutenue de leurs exportations, grâce à de gros efforts de redressement de leur compétitivité-coût menés les années précédentes. Des déficits courants auparavant très larges ont ainsi progressivement été résorbés, faisant place en 2016 à un solde en équilibre en Grèce et à des excédents au Portugal, en Espagne et en Irlande. Il n'en demeure pas moins que, compte tenu de l'accumulation des déficits substantiels dans le passé, qui

ont entraîné un accroissement des engagements financiers vis-à-vis du reste du monde, les positions extérieures globales nettes sont restées, à la mi-2016, très négatives en Irlande (-190 % du PIB), en Grèce (-133 % du PIB), au Portugal (-106 % du PIB) et, dans une moindre mesure, en Espagne (-88 % du PIB). Ces pays doivent donc continuer de dégager des soldes courants positifs dans le futur, de manière à ramener leurs engagements extérieurs nets vers des niveaux plus soutenables. L'environnement de croissance modérée et d'inflation languissante complique ces efforts de réduction et explique la relative inertie des positions en termes d'encours, en dépit des évolutions positives en termes de flux.

L'ajustement mené par les pays débiteurs ne s'est pas accompagné d'un ajustement en sens inverse dans les pays créanciers. En 2016, d'importants excédents courants ont persisté, voire se sont amplifiés. Aux Pays-Bas, si l'excédent s'est stabilisé depuis 2014, sous l'effet, notamment, de l'amenuisement de son surplus en produits gaziers à la suite de l'interruption de la production nationale, il est toutefois resté conséquent, à 8,5 % du PIB. En Allemagne, il a continué de progresser, pour atteindre un niveau record de 9 % du PIB en 2016. Indépendamment des effets liés à la balance pétrolière, ces excédents élevés et persistants témoignent d'une épargne trop abondante par

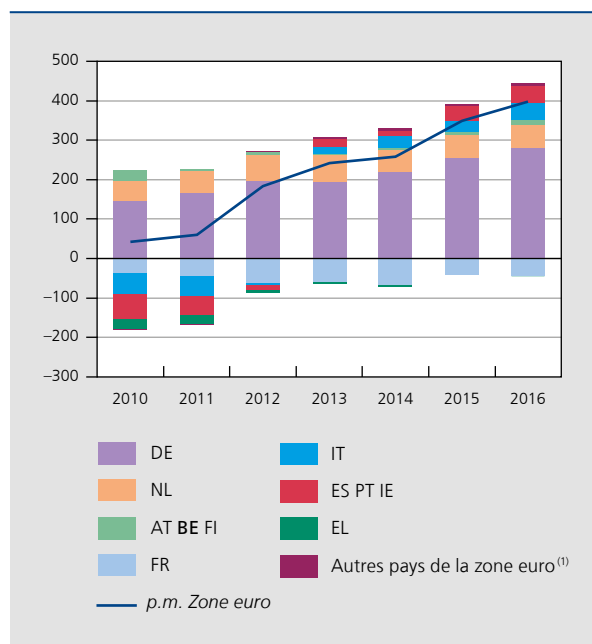
rapport aux investissements, qu'accentue la poursuite du désendettement dans ces économies. Plus généralement, le gonflement des surplus est le symptôme de la faiblesse persistante de la demande agrégée, qui se traduit depuis 2009 par un écart de production négatif dans la zone euro dans son ensemble et par une croissance potentielle faible, notamment en Allemagne. Cette sous-utilisation des ressources contribue au niveau particulièrement bas de l'inflation sous-jacente, un contexte qui a mitigé les efforts des pays déficitaires.

Parallèlement à l'évolution de la position extérieure nette, le désendettement du secteur privé s'est poursuivi, fût-ce de manière lente et inégale. La dette a reflué non seulement dans certains pays où son niveau avait enflé durant les années antérieures à la crise, mais aussi dans d'autres où elle semble beaucoup moins problématique.

Du côté des ménages, les diminutions du ratio dette/PIB jusqu'au deuxième trimestre de 2016 ont été les plus prononcées dans les pays où l'endettement était le plus lourd à l'entame de la crise de la dette souveraine. C'est surtout le cas en Irlande, où la dette, qui partait du niveau maximum observé (plus de 100 % du PIB), s'était quasiment réduite de moitié à la mi-2016, mais aussi, dans une moindre mesure, en Espagne, au Portugal (à hauteur de moins d'un quart) et, de manière plus limitée, aux Pays-Bas. Dans certains pays où le taux d'endettement des ménages était déjà inférieur à la moyenne, une légère contraction s'est aussi engagée, comme en Autriche, en Italie et en Allemagne. S'agissant des sociétés non financières, les pays dont le ratio dette (consolidée)/PIB figurait parmi les plus hauts en 2012 ont évolué de manière beaucoup plus contrastée. En effet, si tous avaient entamé une tendance baissière, certains ont prolongé cette correction jusqu'en 2016, comme l'Espagne (à concurrence d'un peu plus d'un quart du niveau de 2012) et le Portugal (pour plus de 10 %), tandis que d'autres, tels la Belgique et les Pays-Bas, ont en revanche inversé ce mouvement en 2013 ou en 2014. Dans ces derniers pays, de considérables flux de capitaux et de crédits intragroupes entrent néanmoins en jeu, liés aux modes de fonctionnement et de financement des nombreuses multinationales établies sur leur territoire. Dans d'autres pays où les taux étaient proches de, voire inférieurs à, la moyenne de la zone euro, les changements dans l'endettement des entreprises ont été minimes.

Malgré cette nouvelle diminution, le niveau de l'endettement est dans certains cas resté élevé en 2016. S'il est malaisé de définir une valeur d'équilibre vers laquelle celui-ci devrait tendre, un certain nombre de pays affichent des niveaux de dette privée encore substantiels au regard de leur propre historique. La tendance baissière devrait se

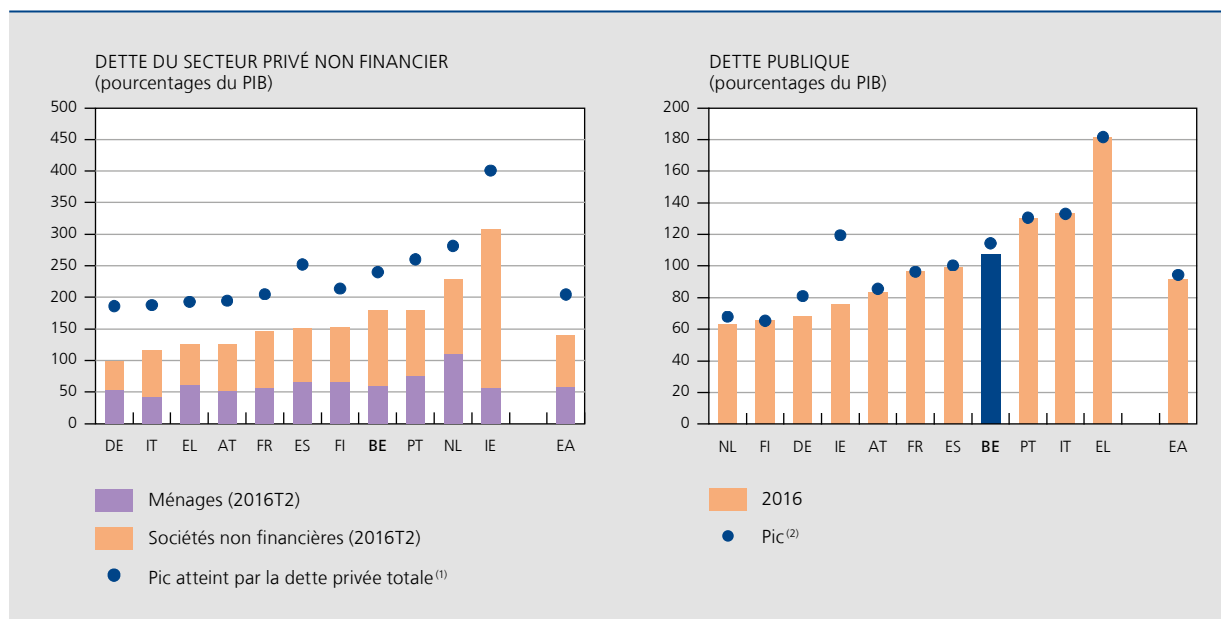
**GRAPHIQUE 8** LE SURPLUS COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO S'EST RENFORCÉ (milliards d'euros)



Source : CE.

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

**GRAPHIQUE 9 LE DÉSENETTEMENT S'EST POURSUIVI, MAIS DE MANIÈRE LENTE ET INÉGALE SELON LES PAYS**



Sources : BCE, CE.

(1) Depuis 1999 ou premières données disponibles selon les pays.

(2) Depuis 1999.

prolonger, et elle pourrait, dès lors, peser sur l'activité économique à court terme. Enfin, à cela vient aussi parfois s'ajouter un important encours de dette du secteur public qui, dans l'ensemble, rend ces économies très vulnérables en cas de choc.

### La politique budgétaire a été légèrement expansive

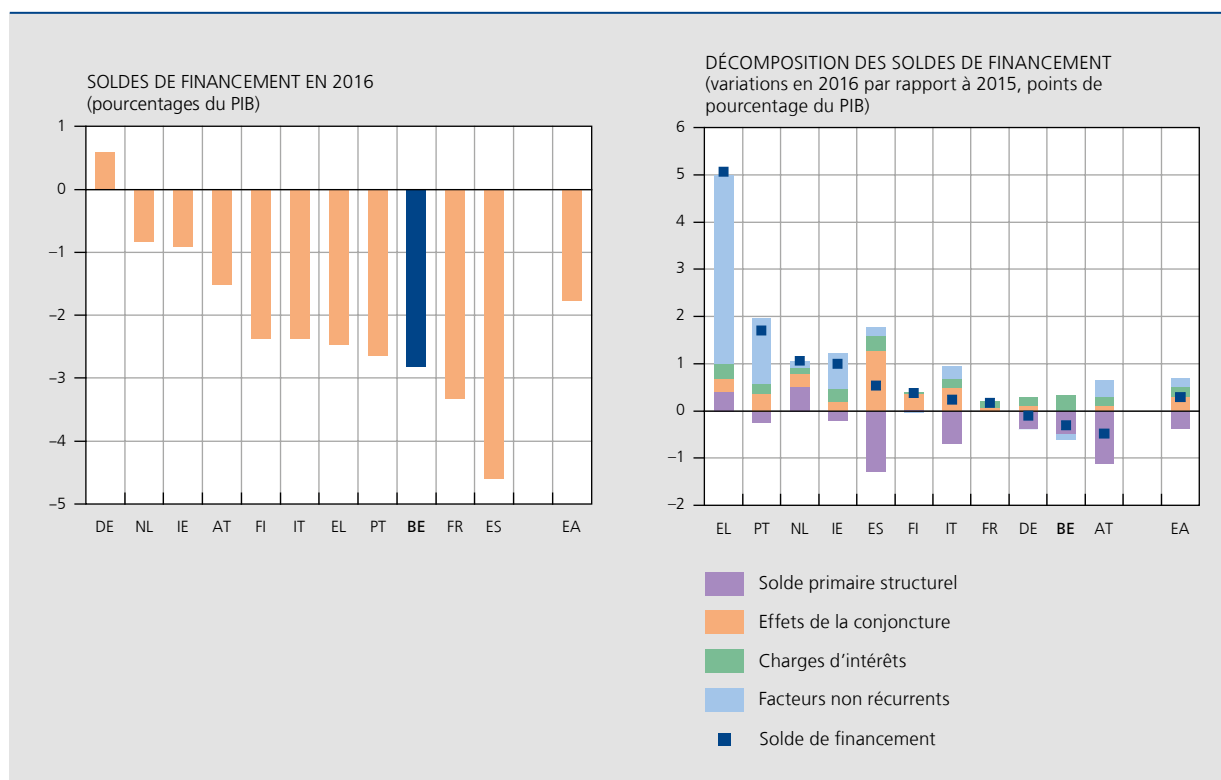
Le déficit de financement des administrations publiques dans l'ensemble de la zone euro a continué de décliner, revenant de 2,1 % du PIB en 2015 à 1,8 % du PIB en 2016. Par ailleurs, la dette publique s'est contractée pour la deuxième année consécutive, pour s'établir à environ 90 % du PIB. L'amélioration du solde de financement est surtout due à la poursuite du redressement de l'économie, mais aussi à la faiblesse des charges d'intérêts et à des facteurs non récurrents. La politique budgétaire a toutefois présenté une orientation quelque peu expansive, qui s'est traduite par un repli de l'excédent primaire structurel, compensant dans une large mesure l'effet des éléments positifs évoqués ci-avant.

L'allègement des charges d'intérêts sur la dette publique a exercé une incidence favorable sur les finances publiques dans tous les pays de la zone euro. La conjoncture a également eu une influence positive, hormis dans une poignée de petits États membres ainsi qu'en Belgique. En 2015,

la Grèce, le Portugal et l'Irlande avaient mené des opérations non récurrentes dans le cadre de la recapitalisation des banques, qui ont obéré leurs finances publiques. En 2016, leur budget n'en a plus subi l'effet, de sorte que les facteurs non récurrents ont en moyenne apporté une contribution positive à l'amélioration du solde de financement. À en juger par l'évolution du solde primaire structurel, nombre de pays de la zone euro, parmi lesquels l'Espagne, l'Autriche, l'Italie, la Belgique et l'Allemagne, ont, à des degrés divers, mené des politiques budgétaires expansives. Celles-ci sont souvent allées de pair avec des réductions d'impôts. En Espagne, la vive impulsion budgétaire a eu pour conséquence que, en dépit de l'incidence fortement positive de la conjoncture et de la baisse des charges d'intérêts, le déficit budgétaire n'a que faiblement reculé, ressortant encore à 4,6 % du PIB. En Italie également, le déficit public ne s'est que peu resserré. Le déficit budgétaire s'est même creusé en Autriche et en Belgique.

D'après les prévisions d'automne de la CE, outre l'Espagne, la France a encore enregistré un déficit budgétaire supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB. Ces deux pays, de même que la Grèce et le Portugal, font toujours l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs au titre du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Après avoir examiné si l'Espagne et le Portugal avaient bien entrepris des actions suivies d'effets pour donner suite aux recommandations y relatives formulées

**GRAPHIQUE 10** LA POURSUITE DE LA RÉSORPTION DES DÉFICITS BUDGÉTAIRES S'ACCOMPAGNE D'UN LÉGER ASSOULISSEMENT DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE



Sources : CE, BNB.

par le Conseil, la CE a jugé en novembre 2016 qu'il y avait lieu de suspendre la procédure dans ces deux pays. Celle à l'égard de la France est quant à elle ajournée depuis juillet 2015. Pour ce qui est de l'Irlande, de Chypre et de la Slovaquie, la procédure concernant les déficits excessifs a par contre été clôturée en juin 2016. Qui plus est, les États membres de l'UE sont tenus de respecter un objectif à moyen terme au titre du volet préventif du PSC. Il s'agit d'une valeur de référence en matière de solde budgétaire qui est propre à chaque pays et qui est exprimée en termes structurels. Les soldes estimés par la CE pour 2016 indiquent que le solde budgétaire structurel dans certains États membres, dont l'Autriche, s'approche de l'objectif à moyen terme et que, dans d'autres pays, comme l'Allemagne, celui-ci a déjà été dépassé. En revanche, nombre de pays membres de la zone euro, à l'instar de la Belgique et de l'Italie, doivent encore consentir des efforts considérables pour atteindre cet objectif.

#### *Les fragilités du secteur bancaire de la zone euro entravent l'essor de la croissance*

Dans la zone euro, le secteur bancaire représente une source de financement essentielle à l'activité du secteur

privé. Or, les banques y ont sérieusement pâti des crises de 2008 et de 2012. Depuis lors, de gros progrès ont été réalisés en vue de renforcer leur bilan, notamment en matière de raffermissement de leurs ratios de fonds propres à la suite de l'évaluation complète qui a précédé l'instauration du mécanisme de surveillance unique (MSU) en novembre 2014 et de mise en œuvre progressive des nouvelles exigences prudentielles incluses dans Bâle III. Une résilience accrue en termes de solvabilité et de liquidité et une politique monétaire accommodante ont contribué à restaurer le canal du crédit bancaire. Portée par ailleurs par le rétablissement de la demande, la croissance du crédit au secteur privé a ainsi récemment redémarré, mais elle est encore très fragile dans certains pays. Pour autant, les niveaux de capitalisation sont restés inégaux entre les États membres, les ratios de fonds propres de base de catégorie 1 les plus bas étant notés à la mi-2016 au Portugal, en Italie, en Lettonie et en Espagne.

Les difficultés auxquelles le secteur bancaire est toujours confronté ont suscité des épisodes de craintes sur les marchés financiers à la fin de 2015 et dans le courant de 2016. Pour l'essentiel, ces défis concernent la faiblesse

des perspectives de rentabilité des capitaux propres et la persistance d'importants encours de crédits non performants dans certains pays, héritage de la crise qui continue d'encombrer les bilans des banques et est susceptible de grever davantage leur rentabilité.

Si le bas niveau des taux d'intérêt a permis de limiter le ralentissement conjoncturel et de soutenir l'activité économique, il a été plutôt défavorable à la rentabilité du secteur financier. En effet, dans un tel environnement, les actifs accumulés n'ont pu offrir qu'un maigre rendement et, par endroits, ils se sont couplés à la persistance de modèles opérationnels et stratégiques dépassés, inadaptés ou trop coûteux. Cette modeste rentabilité, qui, à la mi-2016 était la plus faible en Grèce, au Portugal, en Allemagne et en Italie, a eu une incidence sur la valorisation des fonds propres des banques, affectant leur capacité de lever de nouveaux fonds sur les marchés de capitaux et risquant in fine de limiter leur possibilité d'octroi de crédits au secteur privé ou d'entraîner une allocation sous-optimale du capital.

À ces questions viennent aussi se greffer des problèmes de qualité des actifs et de risque de crédit. Les bilans de certaines banques comportent encore souvent de vastes encours de crédits non performants résultant des crises passées. Des ratios atteignant des niveaux particulièrement élevés ont été observés à Chypre et en Grèce et, dans une moindre mesure, en Italie, en Irlande et au Portugal. Dans certains de ces pays, le large encours des crédits non performants s'est juxtaposé à des ratios de fonds

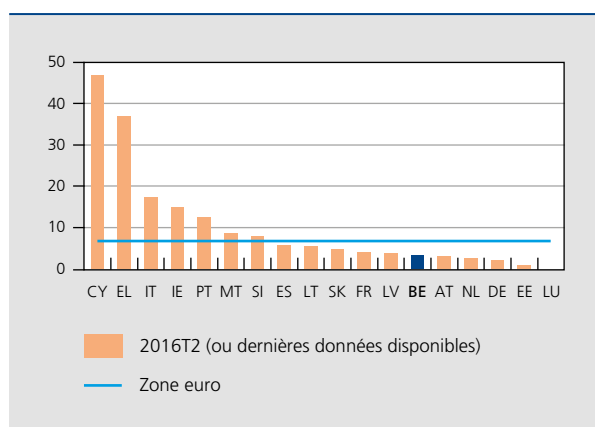
propres relativement bas. Une situation dans laquelle l'endettement du secteur privé est problématique peut engendrer des vulnérabilités supplémentaires, en raison d'éventuels risques de défaut qui devront être suffisamment couverts par des provisions. Même si les assainissements des bilans bancaires sont toujours en cours, plusieurs facteurs empêchent une liquidation plus efficace et plus rapide de ce type de prêts, telles les législations et procédures en matière de faillite, ou encore des pratiques en matière de provisions pour pertes sur créances qui divergent grandement entre les États membres. Une réflexion approfondie sur cette problématique et sur les initiatives qui ont récemment été prises pour y remédier est détaillée dans la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport. Enfin, compte tenu de l'existence d'expositions encore très fortes des banques aux titres de créance souverains nationaux dans de nombreux pays, de nouvelles turbulences politiques pourraient exacerber encore les fragilités précitées du secteur bancaire.

### Sur la voie du parachèvement de l'Union économique et monétaire

En dépit des progrès enregistrés depuis la crise de la dette souveraine dans la zone euro – notamment l'instauration de l'union bancaire et l'amélioration de la gouvernance économique –, l'Union économique et monétaire (UEM) a continué de présenter des lacunes. Ce constat a amené les présidents de la Commission européenne, du Conseil européen, de l'Eurogroupe, de la Banque centrale européenne et du Parlement européen à publier en juin 2015 un rapport dans lequel ils exposaient leurs projets en vue de renforcer l'UEM. D'ici 2025 au plus tard, l'UEM devrait être finalisée. Dans la foulée de ce rapport, la CE a déjà approuvé un premier train de mesures et formulé des recommandations en octobre 2015. En réaction à cette série de mesures, le Conseil Ecofin a invité en septembre 2016 les pays membres de la zone euro à mettre en place des conseils nationaux de la productivité. Ces derniers sont appelés à examiner les évolutions en matière de productivité et de compétitivité et à analyser en toute indépendance les défis qui se posent à la politique. Les États membres et la CE peuvent recourir à cette expertise indépendante aux fins du suivi annuel de la politique économique dans le cadre du semestre européen. Sur le plan de la politique budgétaire, le Conseil Ecofin a décidé en sa séance de décembre d'assigner un plus grand rôle à la règle des dépenses dans la fixation et dans l'évaluation des objectifs du PSC. Le solde budgétaire structurel n'en demeure pas moins un élément essentiel du cadre budgétaire. Par ailleurs, à l'occasion du lancement, en novembre 2016, du cycle annuel du semestre européen de coordination

**GRAPHIQUE 11** DES FRAGILITÉS PERSISTENT DANS LE SECTEUR BANCAIRE DE LA ZONE EURO

(crédits non performants, pourcentages du total des prêts et des avances<sup>(1)</sup>)



Source : FMI.

(1) Pas de donnée pour la Finlande. La comparabilité des données entre les pays peut s'avérer limitée du fait de différences dans la définition des crédits non performants et dans les périmètres de consolidation des secteurs bancaires nationaux

des politiques économiques, la CE a plaidé en faveur d'une orientation de la politique budgétaire qui viserait plus à soutenir la relance dans la zone euro dans son ensemble. En outre, la CE a désigné en octobre 2016 le président et les quatre membres du Comité budgétaire européen institué en octobre 2015.

Grâce aux progrès engrangés, l'union financière – l'une des pierres angulaires du rapport des cinq présidents – a pu être consolidée durant l'année sous revue sur le plan de l'Union des marchés des capitaux (UMC). Depuis le plan d'action de 2015, dans le cadre duquel les mesures prioritaires ont été définies afin de permettre l'entrée en vigueur de cette UMC d'ici 2019, un premier rapport de suivi a été établi en avril 2016. Pour faciliter le développement de nouveaux types de financement, la CE a de surcroît proposé de renouveler le cadre législatif dans le domaine du capital à risque, en modifiant en juillet les règlements relatifs aux fonds de capital-risque européens (EuVECA) et aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF), ceux-ci ayant pour objectif de soutenir les entreprises jeunes et innovantes et les firmes soucieuses d'avoir un impact social positif. Ces modifications ont été endossées par le Conseil à la fin de l'année. De plus, le marché de la titrisation sera renforcé grâce à la proposition soumise en septembre 2015 d'instaurer un nouveau cadre réglementaire favorisant les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées (STS) (« Règlement Titrisation »). Enfin, pour lever les obstacles nationaux à l'intégration des marchés des capitaux, la CE a introduit en novembre 2016 une proposition relative à la restructuration des entreprises et à l'insolvabilité, dans le but d'accélérer le recouvrement des actifs et d'offrir une seconde chance aux entrepreneurs frappés par une première faillite.

### 1.3 La politique de taux bas de l'Eurosystème vise à soutenir la reprise dans la zone euro

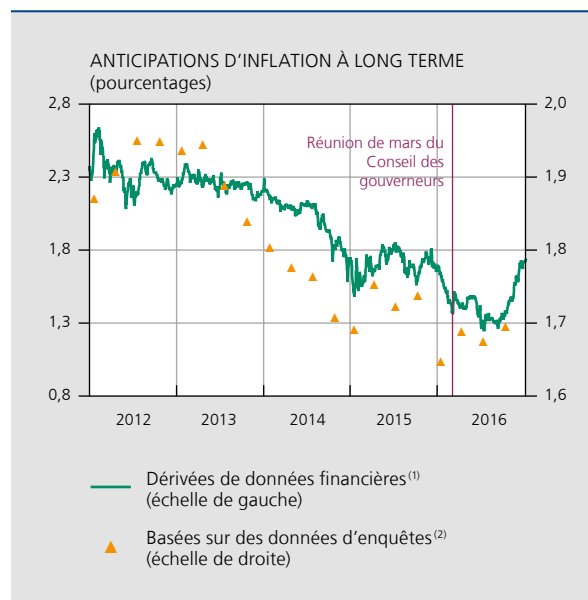
**Les risques accrus pesant sur la stabilité des prix ont requis des mesures complémentaires**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté ces dernières années toute une panoplie de mesures de relance. Celles-ci ont été prises sur fond de faiblesse persistante de l'inflation dans la zone euro, laquelle affiche, depuis la mi-2013, un niveau en deçà de celui qui est compatible avec la stabilité des prix, à savoir un taux inférieur à, mais proche de, 2 %. De plus, la reprise économique est demeurée anémique: en huit ans, l'écart avec le niveau de la production potentielle ne s'est toujours pas résorbé, si bien que les capacités de production

sous-exploitées exercent une pression baissière sur l'évolution des prix.

Dans un premier temps, le Conseil a réduit davantage les taux directeurs et, en juin 2014, le taux de la facilité de dépôt a, pour la première fois, été ramené sous zéro. Au vu du peu de marge subsistant pour encore diminuer les taux à court terme, il a ensuite élargi sa panoplie d'instruments pour continuer d'orienter les conditions de financement dans l'économie. L'une de ces mesures exceptionnelles, mais néanmoins cruciales, est la décision, prise en janvier 2015, de lancer un programme étendu d'achats d'actifs (Expanded asset purchase programme – APP). Cette mesure a permis de compléter les programmes d'achats d'obligations sécurisées de banques et de titres adossés à des actifs déjà en place par un vaste programme d'achats de titres publics. À l'origine, l'APP était censé courir jusqu'en septembre 2016, mais il était entendu qu'il serait certainement maintenu jusqu'à ce que le Conseil observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif qu'il s'est fixé en matière de stabilité des prix. Le Conseil a ainsi apporté une dimension supplémentaire aux orientations prospectives (*forward guidance*) qu'il avait adoptées durant l'été de 2013. Il a en effet fait savoir qu'il continuerait de

**GRAPHIQUE 12 LA NOUVELLE BAISSÉ DES ANTICIPATIONS D'INFLATION AU DÉBUT DE 2016 A REQUIS UN ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE**



Sources: BCE, Bloomberg.

(1) 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.

(2) Moyenne de la distribution de probabilité agrégée des anticipations d'inflation à cinq ans. Les données sont tirées de l'enquête trimestrielle de la BCE auprès de prévisionnistes professionnels.



mener une politique monétaire souple jusqu'à ce que son mandat de stabilité des prix soit rempli.

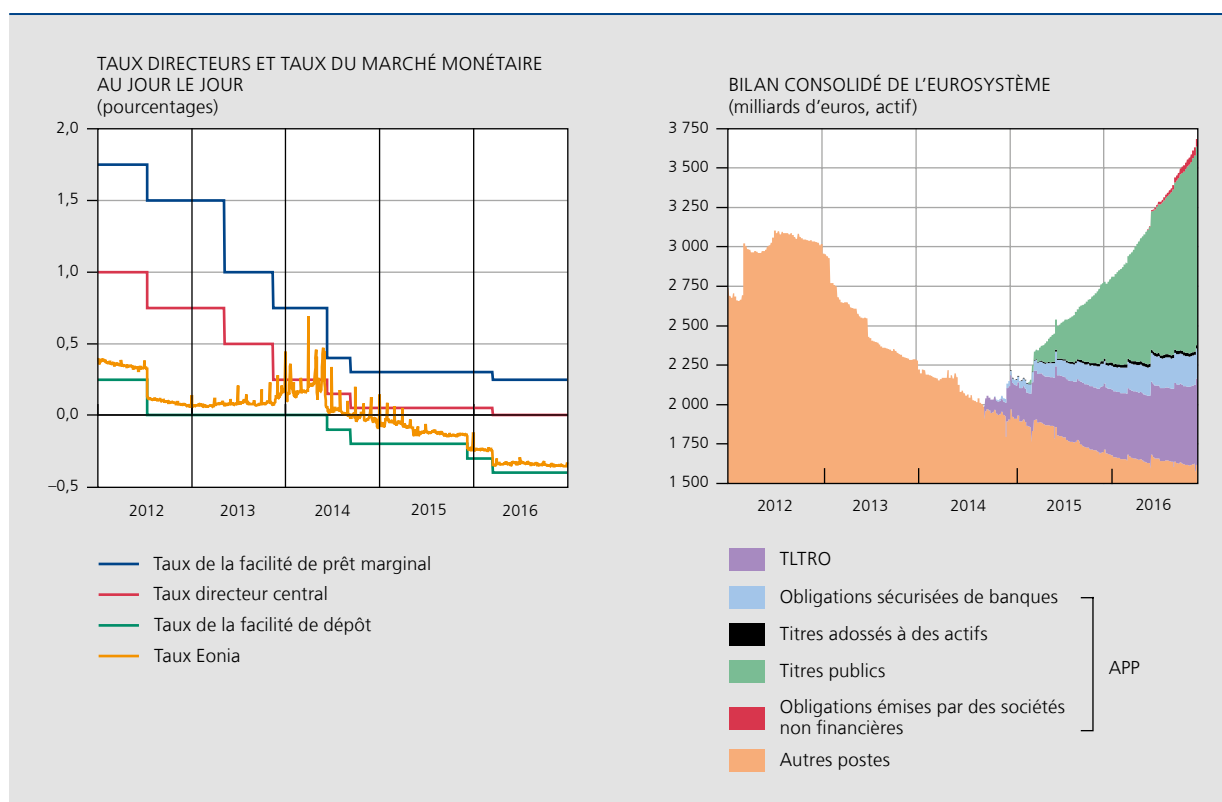
Des événements financiers et économiques imprévus pesant sur l'activité économique et sur l'inflation ont toutefois nécessité un nouvel assouplissement monétaire et, partant, une adaptation de l'APP. En décembre 2015, le Conseil a ainsi décidé, à la lumière de la révision à la baisse des perspectives d'inflation, de ramener de -0,20 à -0,30 % le taux de la facilité de dépôt et d'allonger la période prévue pour les achats d'actifs, de la fin de septembre 2016 à la fin de mars 2017, voire plus tard si le besoin s'en faisait sentir. Il a également décidé d'étendre la liste des actifs éligibles à l'APP aux titres émis par les administrations régionales et locales situées dans la zone euro et de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les obligations échues, et ce aussi longtemps que nécessaire. Enfin, le Conseil a aussi insisté sur le fait qu'il était disposé à encore prendre des mesures additionnelles à l'avenir. Ce faisant, il a montré que l'APP était flexible, en ce sens que son ampleur, sa composition et sa durée pouvaient être modulées.

(1) Il s'agit plus précisément d'obligations de haute qualité (*investment-grade*) libellées en euros émises par des entreprises non bancaires établies dans la zone euro.

En mars 2016, le Conseil a une fois de plus prouvé sa volonté d'agir. Au début de cette année, les perspectives pour la croissance mondiale se sont affaiblies, la volatilité sur les marchés financiers s'est avivée et les anticipations d'inflation sont reparties à la baisse. Les perspectives d'inflation établies par des collaborateurs de l'Eurosystème faisaient quant à elles état d'une recrudescence des risques pesant sur la stabilité des prix : les projections de mars 2016 ne tablaient plus que sur une inflation de, respectivement, 0,1 et 1,3 % en 2016 et en 2017 (en décembre 2015, les perspectives étaient encore de, respectivement, 1 et 1,6 %), alors que, pour 2018, elles prévoyaient une inflation de 1,6 %, soit un niveau certes inférieur à, mais pas encore proche de, 2 %.

Lors de sa réunion du 10 mars 2016, le Conseil des gouverneurs a dès lors annoncé un vaste train de mesures complémentaires. S'agissant de l'APP, les achats mensuels d'actifs ont été portés de 60 à 80 milliards d'euros. De plus, des obligations émises par des sociétés non financières<sup>(1)</sup> allaient également être acquises dans le cadre de l'APP à compter de juin 2016 (Corporate sector purchase programme – CSPP). Le Conseil a par ailleurs décidé d'abaisser encore ses taux directeurs : le taux de

**GRAPHIQUE 13** LES TAUX DIRECTEURS ÉTANT PROCHES DU PLANCHER, LES MESURES BILANCIELLES DE L'EUROSISTÈME REVÊTENT UNE GRANDE IMPORTANCE POUR APPORTER UNE IMPULSION MONÉTAIRE



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

la facilité de prêt marginal et celui des opérations principales de refinancement ont été diminués de 5 points de base, à, respectivement, 0,25 et 0 %, tandis que le taux de la facilité de dépôt a été réduit de 10 points de base, pour se fixer à -0,40 %. De surcroît, le Conseil a fait savoir qu'il entendait maintenir les taux directeurs à leurs niveaux du moment, voire à des niveaux inférieurs, pendant une période prolongée dépassant largement celle couverte par les achats nets d'actifs, dont il avait été confirmé qu'ils se poursuivraient jusqu'en mars 2017, ou plus tard si nécessaire. Enfin, il a également été décidé en mars 2016 de lancer une deuxième série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), assorties d'une durée de quatre ans et d'un taux fixe. Ces opérations pourvoient les banques d'un financement bon marché et stable en contrepartie d'une augmentation de l'octroi de crédits au secteur privé. En ancrant le taux de ces opérations à long terme, le Conseil laisse également entendre que les taux directeurs demeureront bas pendant un long laps de temps, renforçant par là même encore ses orientations prospectives.

Toutes ces mesures visent à comprimer l'ensemble des taux d'intérêt appliqués dans l'économie. Les conditions de financement plus favorables doivent inciter les ménages, les entreprises et les pouvoirs publics à consommer et à investir, de manière à exploiter intégralement le potentiel de production de l'économie et à faire remonter l'inflation.

### **Mise en œuvre concrète des mesures de politique monétaire**

À la fin de 2016, les titres acquis dans le cadre de l'APP se montaient à quelque 1 500 milliards d'euros, ce qui représente environ 40 % du total bilanciel de l'Eurosystème. Les titres publics en constituaient la grande majorité puisqu'ils se chiffraient à 1 259 milliards. Figuraient de surcroît au bilan : des obligations sécurisées de banques pour un montant de 204 milliards, des obligations émises par des sociétés non financières à hauteur de 51 milliards et des titres adossés à des actifs pour 23 milliards. Les objectifs en matière de volumes d'achats ont été réalisés, tandis que la flexibilité de l'APP a permis de limiter les perturbations sur le marché pouvant résulter, par exemple, d'une pénurie d'actifs sûrs sur le marché privé. Ainsi, durant les mois d'été, compte tenu du resserrement saisonnier de la liquidité sur les marchés financiers, de plus petits volumes ont été achetés, qui

ont été compensés au cours des autres mois. Par ailleurs, la plupart des banques centrales de l'Eurosystème ont mis en place des dispositions pour le prêt de titres, en vertu desquelles les actifs détenus dans le cadre de l'APP, en particulier les obligations publiques, sont prêtés aux intervenants de marché. Ces titres sont en effet très prisés, notamment parce qu'ils servent de garantie pour les opérations de prise en pension (*repos*).

Pour ce qui est des TLTRO II, la demande de liquidités dans le cadre des trois opérations de juin, de septembre et de décembre s'est élevée à, respectivement, 399, 45 et 62 milliards d'euros. L'injection nette de liquidités dans le système bancaire (115 milliards d'euros) a toutefois été inférieure à la somme de ces volumes. De fait, lors des trois opérations, mais essentiellement au cours de la première, les banques ont remboursé une partie de leurs fonds provenant de la première série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO I) pour les réemprunter à l'Eurosystème sous la forme d'un financement au titre des TLTRO II. Trois caractéristiques de ces dernières les rendent en effet financièrement plus intéressantes. Premièrement, elles sont meilleur marché : dans le cadre des TLTRO, les banques acquittent un taux fixe correspondant au taux des opérations principales de refinancement en vigueur au moment de l'opération. Au vu de la baisse des taux directeurs opérée en mars 2016, les nouvelles TLTRO sont donc moins coûteuses que celles qui avaient été conclues lors de la première série d'opérations. Qui plus est, le coût de financement des TLTRO II est susceptible de diminuer ex post pour s'aligner sur le taux de la facilité de dépôt, pour autant que les banques octroient suffisamment de crédits au secteur privé<sup>(1)</sup>. Deuxièmement, les TLTRO II proposent une source de financement plus stable : contrairement à ce qui se passait avec la première série, les banques ne sont pas obligées de procéder au remboursement anticipé du montant total qu'elles empruntent si leur octroi de crédits est insuffisant. Enfin, troisièmement, le fait que la deuxième salve d'opérations porte sur une plus longue durée les rend aussi plus intéressantes que les premières, dont l'échéance, à savoir septembre 2018, approche.

Sous l'influence de l'APP et des TLTRO, le bilan consolidé de l'Eurosystème a continué de s'élargir, dépassant le sommet qu'il avait atteint à la mi-2012. Suivant la croissance du bilan de la banque centrale, les liquidités que les établissements de crédit de la zone euro détiennent auprès de l'Eurosystème augmentent elles aussi. Ainsi, les liquidités excédentaires – c'est-à-dire les réserves que les établissements de crédit détiennent auprès de la banque centrale en sus de leurs réserves obligatoires, que ce soit sur leur compte courant ou par le biais de la facilité de dépôt – s'établissaient à la fin de 2016 à environ

(1) Pour de plus amples informations concernant les TLTRO II, cf. [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communique-de-presse-bce\\_20160310\\_nouvelle-serie-operations-tlтроii.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communique-de-presse-bce_20160310_nouvelle-serie-operations-tlтроii.pdf).

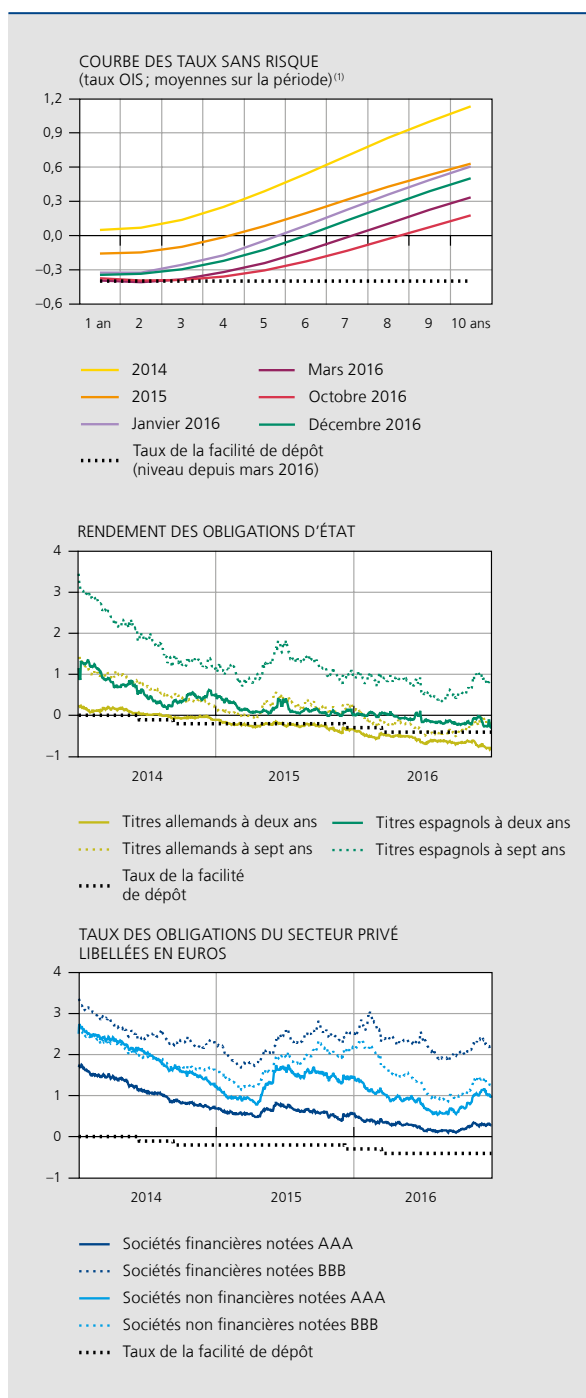
1 200 milliards d'euros, contre 655 milliards au début de l'année. Dans la mesure où les banques s'emploient à placer leurs réserves excédentaires sur le marché, les liquidités excédentaires abondantes ont stabilisé le taux du marché monétaire au jour le jour, c'est-à-dire l'Eonia, à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt. Durant toute l'année 2016, le taux du marché monétaire au jour le jour est donc demeuré négatif, si bien que les coûts du financement interbancaire ont affiché les niveaux les plus faibles jamais enregistrés.

**Les mesures ont porté leurs fruits: taux nominaux plus bas et amélioration du crédit bancaire**

Les mesures de politique monétaire ont donné lieu à un assouplissement sensible sur bon nombre de segments du marché financier. Ainsi, les orientations prospectives et le signal donné par l'APP concernant l'orientation de la politique monétaire – à savoir que les taux directeurs demeureront faibles pendant une période prolongée – ont également entraîné un nouveau repli des taux sans risque à plus long terme, induisant un lissage de la courbe des rendements.

De même, les taux d'intérêt des titres publics se sont encore contractés en 2016 dans la plupart des pays de la zone euro, retombant à des seuils historiques. Ce sont les titres assortis des plus longues échéances qui ont accusé les reculs les plus marqués. Outre l'accroissement de la demande résultant des achats opérés au titre de l'APP, d'autres facteurs ont également comprimé le taux d'intérêt des obligations d'État, en particulier de celles des émetteurs souverains les plus robustes. L'inquiétude sur les marchés financiers, suscitée notamment par le brexit, et la nécessité de disposer de garanties de bonne qualité pour les opérations de prise en pension ont renforcé la demande de ce type de titres, et surtout d'obligations d'État allemandes. La combinaison du volume relativement limité de l'encours des titres publics émis par certains grands États membres et des caractéristiques de l'APP, qui distribue les achats de titres publics entre les pays de la zone euro en fonction de la clé de répartition du capital de la BCE, a également entraîné une diminution plus prononcée des taux d'intérêt de certaines obligations d'État. Dans la mesure où la clé de répartition reflète l'importance d'un pays sur les plans économique et démographique, une part considérable des achats ont entre autres concerné le Bund allemand. L'encours des obligations d'État allemandes, de même que les perspectives d'émission de ces titres, sont cependant assez limités, de sorte que l'APP exerce une influence baissière plus forte encore sur le taux d'intérêt des titres allemands que sur ceux de pays présentant un encours relativement élevé de titres publics, mais qui constituent une

**GRAPHIQUE 14 LES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX SE SONT FORTEMENT REPLIÉS**  
(pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.  
(1) Taux d'intérêt des swaps Eonia pour différentes maturités.

part plutôt faible des achats effectués au titre de l'APP (cf. également l'encadré 1). Enfin, la décision initiale de l'Eurosystème de ne pas acquérir, dans le cadre de l'APP, de titres dont le taux d'intérêt est inférieur à celui de la

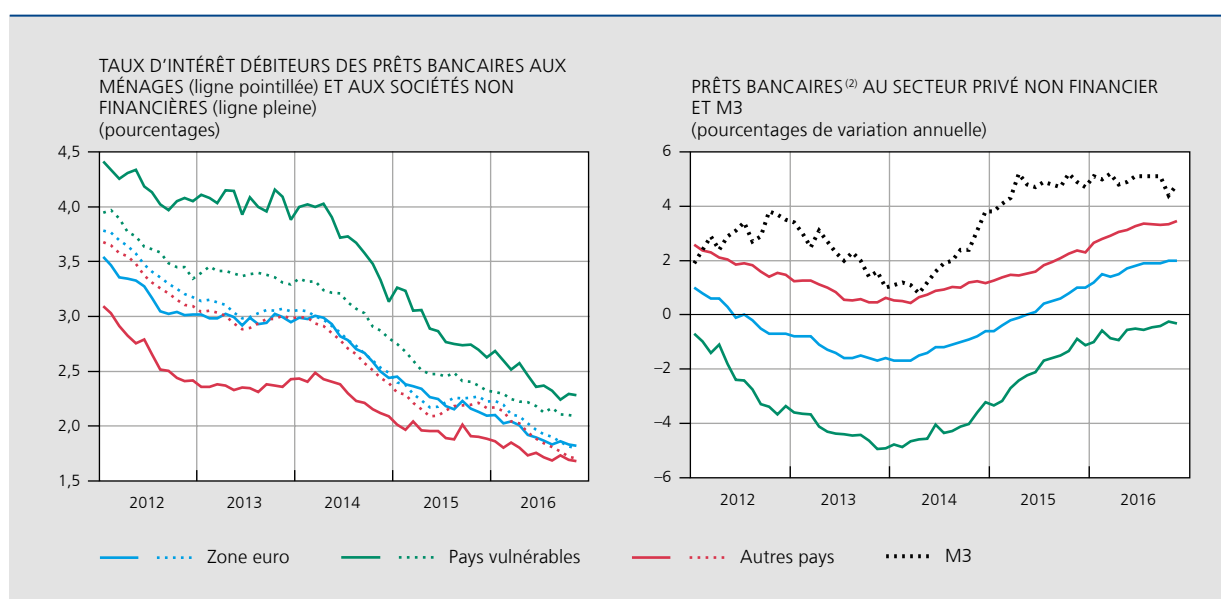
facilité de dépôt réduisait également l'éventail des titres qui sont effectivement éligibles pour l'APP. Ceci vaut assurément pour le Bund allemand; les taux d'intérêt à court et à moyen termes de ces obligations ont en effet généralement été inférieurs à ce seuil au cours de 2016. Pour parvenir à l'objectif fixé en matière d'achats, l'Euro-système a dès lors acquis des titres publics assortis d'une plus longue échéance. Par voie de conséquence, les taux d'intérêt à plus long terme de pays robustes de la zone euro se sont également repliés, approchant le taux de la facilité de dépôt, voire passant en deçà, ce qui a parfois placé l'Euro-système face à des défis quant à la mise en œuvre de l'APP.

Bien que ces facteurs aient principalement fait baisser les taux des obligations des émetteurs solides, les écarts de rendement des obligations d'État de la plupart des pays de la zone euro vis-à-vis du Bund, par exemple, ont évolué de manière assez stable, après qu'ils s'étaient vivement resserrés préalablement au lancement du programme ainsi qu'au début de celui-ci. Ce constat pourrait indiquer le fonctionnement actif du canal de rééquilibrage de portefeuille de l'APP: en réaménageant leur portefeuille d'obligations d'État de la zone euro au détriment des titres massivement acquis par l'Euro-système, mais en faveur de ceux assortis de taux plus élevés, les investisseurs ont également poussé les taux d'intérêt de ces derniers à la baisse.

Outre les banques et les autorités publiques, les entreprises ont elles aussi bénéficié d'un allègement des coûts de financement. Les achats d'obligations émises par des sociétés non financières effectués dans le cadre de l'APP ont en effet considérablement comprimé le taux d'intérêt de ces titres. Les taux d'intérêt des obligations de sociétés tant financières que non financières qui ne sont pas éligibles aux achats au titre du CSPP ont également reflué, ce qui est une fois encore le signe de réaménagements de portefeuille dans le sillage de l'APP. À la fin de l'année, ces taux d'intérêt sont certes légèrement repartis à la hausse, mais leur niveau est demeuré inférieur à celui qu'ils affichaient au début de l'année. Il est possible que les conditions de financement plus favorables observées en 2016 aient stimulé le financement des entreprises sur le marché, un accroissement de l'émission nette d'obligations du secteur privé ayant en effet été enregistré.

Le secteur bancaire – qui remplit un rôle de premier plan dans la transmission monétaire au sein de la zone euro – a continué de transmettre les impulsions de la politique monétaire à l'économie réelle. Les mesures de politique monétaire ont ainsi encore soutenu l'octroi de crédits au secteur privé. D'une part, les coûts du financement bancaire des ménages et des entreprises ont poursuivi leur repli. Les taux débiteurs des prêts bancaires consentis aux entreprises des différents pays de la zone euro ont dès lors à nouveau quelque peu convergé, traduisant une nouvelle atténuation de la fragmentation financière. D'autre part,

**GRAPHIQUE 15** L'AMÉLIORATION DU FINANCEMENT BANCAIRE DU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO SE POURSUIT<sup>(1)</sup>



Source: BCE.

(1) Les pays vulnérables sont Chypre, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal. Les autres pays sont les 13 États membres de la zone euro restants. Les deux séries de données portent sur une moyenne pondérée sur la base du PIB.

(2) Toutes maturités confondues. Les données sont corrigées pour la titrisation.

la dynamique positive du volume des prêts bancaires octroyés au secteur privé a persisté. Dans les États membres vulnérables, à l'exclusion de l'Italie, la croissance du crédit est toutefois demeurée négative.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey ou BLS) montre que tant l'offre que la demande de crédits ont contribué à une expansion plus vigoureuse du crédit dans la zone euro. Les critères d'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages se sont ainsi assouplis, le plus souvent à la faveur de l'intensification de la concurrence et d'une atténuation de la perception des risques par les banques. Celles-ci ont également annoncé qu'elles consacraient en premier lieu les liquidités générées par l'APP à l'élargissement de leur octroi de crédits. Par ailleurs, les banques ont fait savoir que le taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt influait positivement sur le volume des crédits, même si, dans le même temps, il pourrait peser sur leur marge d'intérêt. Cela étant, la demande de crédits des entreprises et des ménages proprement dite a continué de croître, grâce

à la faiblesse des taux d'intérêt, aux activités de fusion et d'acquisition, à un regain de confiance auprès des consommateurs, ainsi qu'à l'embellie des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Le redressement de la croissance du crédit et la mise en œuvre de l'APP – pour autant que le vendeur des actifs soit un résident non bancaire de la zone euro<sup>(1)</sup> – ont engendré une progression robuste de la masse monétaire. L'agrégat monétaire large M3 a en effet enregistré une hausse annuelle relativement stable de 5 % sur l'ensemble de 2016. Le moteur de cette dynamique a été l'expansion des composantes les plus liquides de M3, en particulier des dépôts à vue (M1). La faiblesse et le profil plat de la courbe des rendements impliquent en effet que les coûts d'opportunité liés à la détention des actifs les plus liquides de M3 sont très limités.

À leur tour, les conditions de financement favorables concourent au rétablissement de l'activité économique, de l'inflation et des anticipations d'inflation. De ce fait, les mesures de politique monétaire ont ralenti le mouvement baissier des anticipations d'inflation et ont soutenu la demande intérieure dans la zone euro.

(1) Pour de plus amples informations, cf. l'encadré 2 du Rapport 2015.

## Encadré 1 – Programmes d'achats d'actifs aux États-Unis et dans la zone euro : incidence sur les titres publics détenus par le secteur privé

Les programmes d'achats des banques centrales peuvent comprimer les taux d'intérêt à long terme par le biais de différents canaux. Ainsi, en procédant à des achats massifs de certains titres à long terme, la banque centrale diminue l'offre de ceux-ci sur le marché privé, de sorte que leur prix augmente et que leur taux diminue. En effet, certains investisseurs préfèrent détenir ces titres et sont donc disposés à payer un prix plus élevé pour acquérir ces actifs « raréfiés ». En outre, la banque centrale peut réduire le niveau agrégé du risque de durée (c'est-à-dire l'exposition à des variations inattendues du taux directeur) dans le portefeuille du secteur privé en retirant du marché des titres à long terme et, partant, plus risqués pour les remplacer par des titres à court terme et sûrs (réserves de banque centrale). Dans la mesure où le risque de durée total diminue sur le marché, les investisseurs privés devraient demander une compensation moindre pour ce risque, de sorte que la prime de terme comprise dans le rendement des titres à long terme baisse.

Bien entendu, les achats par la banque centrale ne sont pas les seuls à influencer l'offre de titres disponibles sur le marché privé : les émetteurs de titres de dette jouent également un rôle important. Comme les achats par les banques centrales se concentrent principalement sur les titres publics – en effet, leur taux d'intérêt est une référence majeure pour la fixation des prix d'un large éventail d'actifs financiers –, ils présentent une interaction subtile entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Tandis que la banque centrale tend à peser sur le taux des obligations souveraines à plus long terme au travers de sa politique d'achats, les pouvoirs publics peuvent annihiler partiellement cet effet en émettant davantage de ces titres de dette, par exemple justement pour tirer profit de la faiblesse des taux d'intérêt. Le présent encadré vise à examiner dans quelle mesure les politiques monétaire et budgétaire ont modifié la disponibilité des titres publics sur le marché privé aux États-Unis et dans la zone euro.

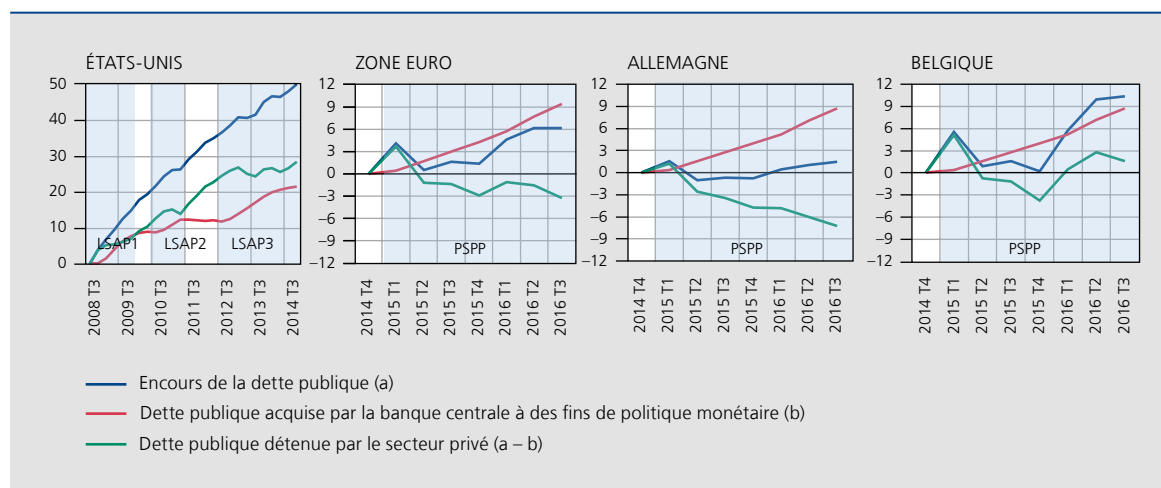


De décembre 2008 à octobre 2014, la Réserve fédérale a lancé trois programmes d'achats massifs (*large-scale asset purchases* – LSAP)<sup>(1)</sup> et a ainsi retiré du marché privé des titres de dette à long terme pour un montant de quelque 3 900 milliards de dollars des États-Unis. Les achats englobaient des obligations d'État et des titres de dette américains émis ou garantis par des établissements subventionnés par les pouvoirs publics (*government-sponsored enterprises* – GSE). C'est ainsi que, à la fin de 2014, le portefeuille de titres de la Réserve avait augmenté de 22 % du PIB par rapport au troisième trimestre de 2008, lorsque les programmes d'achats n'avaient pas encore été mis en place. Au cours de la même période, le Trésor américain a émis des obligations souveraines supplémentaires pour l'équivalent de 50 % du PIB environ, tandis que l'émission nette de titres de dette par les GSE a affiché une évolution plutôt plane. En dépit des LSAP, l'offre de titres souverains sur le marché privé a donc sensiblement augmenté en termes nets. L'émission supplémentaire de titres souverains a ainsi compensé l'effet baissier de la politique monétaire sur les taux d'intérêt, ce qui, du point de vue de la banque centrale, n'est pas nécessairement négatif. En effet, l'impulsion budgétaire permet d'apporter un soutien additionnel à la demande intérieure, ce qui peut être utile lorsque les instruments de politique monétaire sont confrontés à des limites, par exemple lorsque les taux d'intérêt nominaux à court terme sont au plus bas. Par ailleurs, une courbe des taux moins plate comporte des risques plus limités pour la stabilité financière et réduit le risque de transformation auquel est exposé le bilan de la banque centrale, de par les achats de titres à long terme financés par des engagements à court terme.

Dans la zone euro, la situation est différente. Eu égard à l'orientation budgétaire actuelle plutôt neutre, l'émission d'obligations souveraines est relativement limitée. Les titres publics supplémentaires émis depuis la fin de 2014 (de l'ordre de 6 % du PIB) ont été entièrement absorbés par le programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme* – PSPP), de sorte que l'offre d'obligations souveraines au secteur privé est demeurée

#### DÉTENTEURS DE TITRES PUBLICS<sup>(1)</sup>

(variations d'encours en pourcentage du PIB de 2014, par rapport au trimestre précédant l'annonce du premier programme d'achats)



Sources: BCE, Bureau of Economic Analysis, CE, Réserve fédérale.

(1) Le concept de « dette publique » utilisé dans le graphique varie légèrement selon qu'il s'agisse des États-Unis ou de la zone euro. Pour les États-Unis, il couvre les titres de dette émis tant par les pouvoirs publics américains que par les GSE. Ces deux catégories d'actifs peuvent être considérées comme de proches substituts et ont été achetées à parts quasiment égales par la Réserve fédérale dans le cadre des LSAP. Quant à la zone euro, l'encours de la « dette publique » ne couvre que les titres émis par les autorités nationales; en conséquence, les achats effectués par l'Eurosystème, tels qu'ils sont représentés par la ligne rouge dans le graphique, ne portent également que sur ces titres acquis dans le cadre du PSPP (autrement dit, les achats de titres émis par les institutions supranationales en sont exclus). Le concept de dette publique utilisé dans le graphique porte sur les titres publics aux prix du marché: de ce fait, il diffère de la définition de la dette publique du traité de Maastricht qui se rapporte en effet à la dette publique totale consolidée en valeur nominale. Les évolutions sur le graphique ne correspondent donc pas nécessairement à celles des concepts les plus répandus de la dette publique.

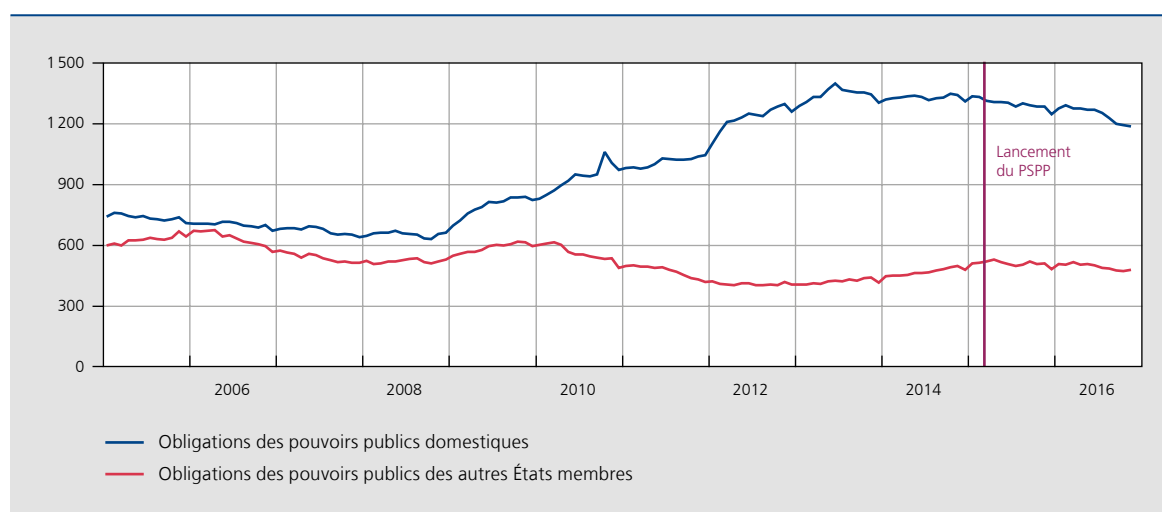
(1) Le LSAP1 s'est déroulé de novembre 2008 à la fin de mars 2010, le LSAP2 – qui s'est concentré exclusivement sur les achats d'obligations d'État américaines – de novembre 2010 à juin 2011, et le LSAP3 de septembre 2012 à la fin d'octobre 2014.

quasiment inchangée. Contrairement à la politique budgétaire menée aux États-Unis, celle de la zone euro n'a donc pas annihilé la pression exercée par la banque centrale sur les taux d'intérêt à plus long terme.

Toutefois, l'incidence du PSPP sur le taux d'intérêt des titres publics varie d'un pays de la zone euro à l'autre, selon l'émission de nouvelles dettes. En Allemagne, la quasi-absence d'émission de titres publics, associée aux achats effectués dans le cadre du PSPP, a rendu ceux-ci nettement moins disponibles sur le marché privé, les faisant retomber en deçà du niveau atteint à la fin de 2014. Poussé également par une fuite vers les valeurs refuge, le taux d'intérêt des titres publics allemands a ainsi plongé à un niveau historiquement bas, enregistrant même durant l'été de 2016 des rendements négatifs jusqu'à une échéance de 13 ans. En Belgique, l'émission de titres publics en pourcentage du PIB a affiché en 2015 une évolution similaire à celle de la zone euro, mais, en 2016, elle a considérablement progressé. Par conséquent, le volume disponible pour le marché privé a récemment été supérieur au niveau observé à la fin de 2014.

#### OBLIGATIONS SOUVERAINES DE LA ZONE EURO DÉTENUES PAR LES BANQUES<sup>(1)</sup> DE LA ZONE EURO<sup>(2)</sup>

(milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) Il s'agit spécifiquement des institutions financières monétaires à l'exception de l'Eurosystème.

(2) Pour éviter que l'évolution des encours des titres ne soit biaisée par des reclassements ou par des revalorisations des titres, l'encours de janvier 2005 a été augmenté cumulativement du volume mensuel des opérations.

Parallèlement à la mise en œuvre du PSPP, les banques ont réduit leur exposition au secteur public. Alors qu'au dernier trimestre de 2014, les banques de la zone euro détenaient encore en moyenne pour 1 826 milliards d'euros de titres publics de la zone euro, ce volume avait fondu de près de 10 % en novembre 2016; leur part dans le total bilanciel est retombée de 6 à 5,5 %. L'accumulation de titres publics de la zone euro à l'actif des bilans des banques semble donc prendre fin. Il est intéressant de noter que cette réduction progressive s'explique davantage par une contraction du portefeuille d'obligations de leurs propres pouvoirs publics, tandis que le portefeuille d'obligations des autres pouvoirs publics de la zone euro est demeuré plus stable. La crise de la dette souveraine dans la zone euro ayant révélé les risques inhérents à une forte imbrication entre les pouvoirs publics nationaux et le secteur bancaire domestique, le programme d'achats de l'Eurosystème contribue donc ainsi indirectement au renforcement de la stabilité financière. En effet, une moindre concentration d'obligations souveraines dans les bilans des banques, et, en particulier, de celles du marché national, est bénéfique à cet égard.

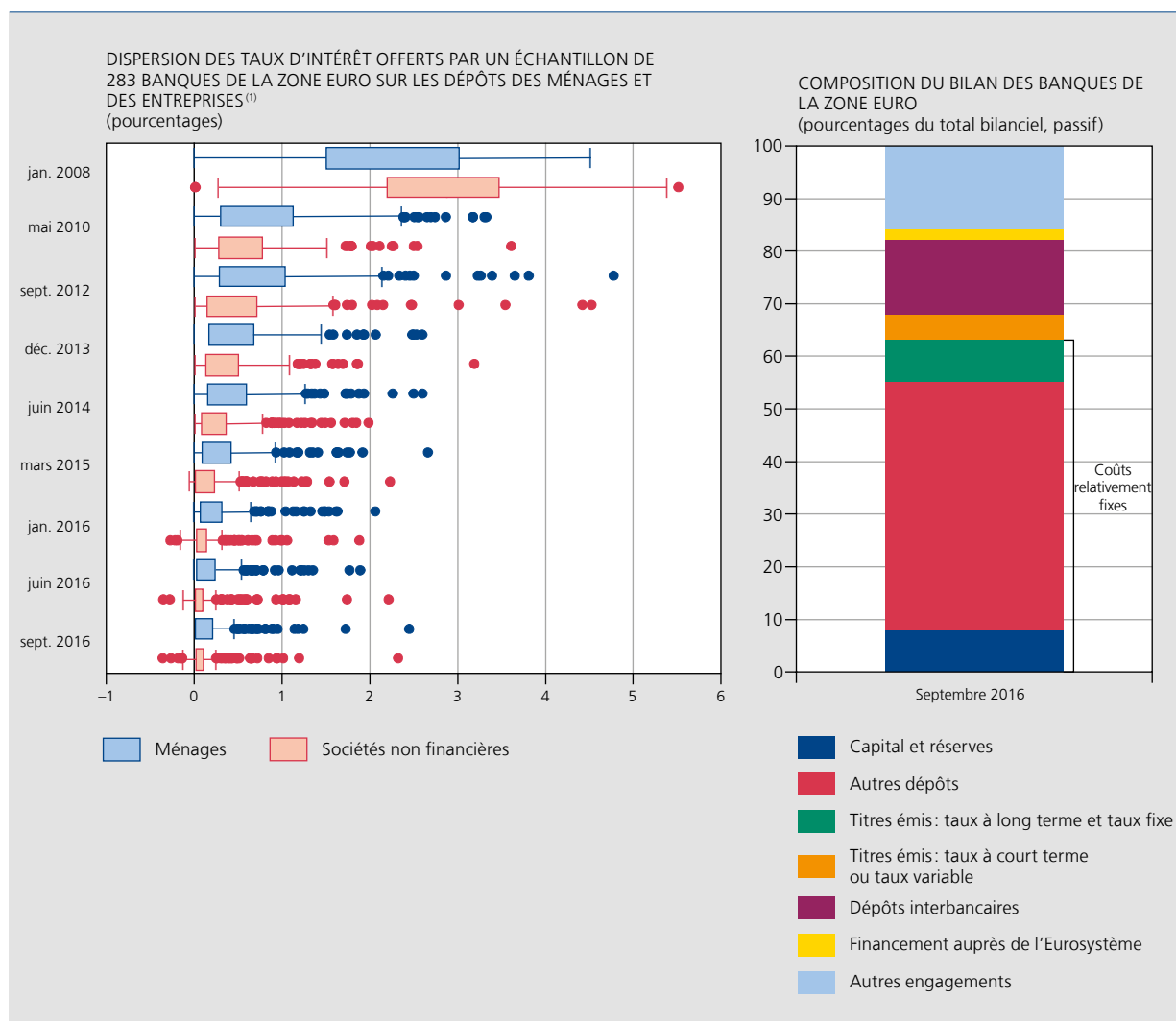
### Les taux directeurs ne peuvent pas être abaissés de manière illimitée

La transmission de la politique de taux d'intérêt bas aux taux des crédits et, partant, à l'économie réelle s'est poursuivie en 2016, mais elle pourrait à l'avenir être entravée par la rigidité à la baisse des taux sur les dépôts bancaires. Bien que les banques aient dans une certaine mesure répercuté la diminution du taux de la facilité de dépôt sur le taux qu'elles proposent sur les dépôts de leurs clients, le premier s'est établi à -0,40 % à la fin de 2016, tandis que le second est devenu à peine négatif.

La rigidité à la baisse des taux des dépôts s'explique notamment par le fait que les dépôts de la clientèle de détail

représentent pour les banques une source de financement importante, stable et, partant, prisée. Si la rémunération des dépôts devait toutefois être inférieure aux coûts liés à la détention des billets de banque, les ménages et les entreprises pourraient décider de retirer leurs fonds de dépôt et de les détenir en billets de banque. Les retraits massifs de dépôts pouvant mettre le secteur bancaire en grande difficulté, les banques hésitent à faire plonger le taux de la facilité de dépôt sous zéro. Eu égard aux amplies réserves de liquidités de certaines entreprises, leur détention de numéraire entraîne des coûts significatifs, de sorte que le taux d'intérêt sur leurs dépôts bancaires peut devenir légèrement négatif ; cette situation a récemment été observée dans certaines banques. En outre, certains pays imposent des limites légales à la réduction de certains taux

GRAPHIQUE 16 LIMITES À UNE BAISSÉ ACCRUE DES TAUX DIRECTEURS



Source : BCE.

(1) Le rectangle comprend les valeurs situées entre les quartiles inférieur et supérieur. Les lignes horizontales incluent les valeurs comprises entre le quartile inférieur moins 1,5 fois l'écart interquartile et le quartile supérieur plus 1,5 fois l'écart interquartile. Les gros points reflètent les valeurs extrêmes.



d'intérêt. C'est par exemple le cas en Belgique, où le taux proposé sur les comptes d'épargne réglementés ne peut être inférieur à 0,11 % (0,01 % pour le taux de base et 0,10 % pour la prime de fidélité).

La difficulté d'amener la rémunération des dépôts en dessous de zéro, combinée à l'importance des dépôts en tant que source de financement, implique que, en dépit de la faiblesse des taux directeurs, les banques sont confrontées à des coûts de financement relativement élevés et rigides. Lorsque les taux des dépôts retombent à leur niveau plancher, les banques peuvent décider de ne plus comprimer le taux de leurs crédits, préservant ainsi leur marge d'intérêt. De nouvelles baisses des taux directeurs de la banque centrale n'influenceront plus les taux des crédits, de sorte que la transmission de la politique monétaire accommodante au travers du secteur bancaire serait significativement entravée. La surcapacité observée dans certains systèmes bancaires nationaux et la forte concurrence qui en résulte peuvent toutefois inciter les banques à continuer de réduire les taux de leurs crédits, même en laissant inchangés les taux qu'elles appliquent sur les dépôts. De plus, la large part des prêts octroyés à taux variable – celui-ci suivant automatiquement l'Euribor ou d'autres taux d'intérêt à court terme – érode les revenus d'intérêts de certaines banques. Les diminutions du taux directeur peuvent ainsi déboucher sur un repli des taux des crédits, mais elles pèsent également sur la rentabilité du secteur bancaire, sous pression depuis l'éclatement de la crise. Cette situation est susceptible d'engendrer à terme un resserrement de l'offre de crédits, de sorte que la transmission monétaire ne se réalise plus. Conscient des limites de l'instrument des taux d'intérêt, le Conseil des gouverneurs de la BCE a donc indiqué qu'il ne peut continuer d'abaisser de manière illimitée sous zéro les taux d'intérêt nominaux à court terme.

### ***Les mesures moins conventionnelles repoussent les limites de la politique monétaire***

L'Eurosystème a donc opté pour des instruments non conventionnels, telles des mesures bilanciellées et des orientations prospectives, qui pèsent sur les taux d'intérêt à plus long terme. La banque centrale continue ainsi de créer des conditions de financement plus favorables pour les banques, mais également pour les entreprises et les pouvoirs publics. En effet, les décisions en matière de dépenses dans l'économie ne sont pas influencées par un taux d'intérêt spécifique, mais par l'ensemble du spectre des taux d'intérêt en vigueur dans l'économie.

Ces mesures non conventionnelles peuvent cependant également entraîner des effets dérivés indésirables. Ainsi, la poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux

en 2016 limite la possibilité pour les banques d'être rémunérées sur la transformation des échéances. À cet égard, elles financent des crédits et des investissements à long terme (sur lesquels elles perçoivent des intérêts) principalement à l'aide d'engagements à court terme, parmi lesquels des dépôts (sur lesquels elles versent des intérêts). La faiblesse des taux d'intérêt à long terme indique que les banques doivent probablement réinvestir les titres arrivant à échéance dans des titres moins rentables, menaçant ainsi d'écorner à nouveau leur marge d'intérêt.

Il n'en demeure pas moins que l'incidence de la politique de taux d'intérêt bas sur la rentabilité du secteur bancaire n'est pas forcément négative, du moins à court terme. Le revenu net d'intérêts des banques est effectivement mis sous pression par la contraction de la marge d'intérêt, mais il est dans le même temps soutenu par la hausse du volume et par l'amélioration de la qualité de l'octroi de crédits, qui découlent également des mesures monétaires. En effet, ces dernières contribuent à la reprise économique, ce qui accroît la demande de crédits et permet aux emprunteurs de mieux respecter leurs engagements. L'APP gonfle aussi la valeur du portefeuille d'investissements des banques, tandis que les TLTRO réduisent leurs coûts de financement. Toutefois, plus l'environnement de taux bas persiste, plus la rentabilité du secteur bancaire et, partant, sa capacité de transmettre l'incitant monétaire à l'économie réelle risquent d'être sous pression.

Par ailleurs, l'environnement de taux bas peut aussi comporter des risques pour la stabilité financière au sens large. Il peut ainsi menacer la santé financière des assureurs-vie et des fonds de pension ou induire une quête de rendement exagérée.

Enfin, les mesures non conventionnelles sont également confrontées à des limites opérationnelles. Ainsi, les règles spécifiques de l'APP – comme la décision initiale de ne pas acheter des actifs dont le taux d'intérêt est inférieur au taux de la facilité de dépôt ou l'obligation d'effectuer des achats conformément à la clé de répartition du capital de la BCE – compliquent leur mise en œuvre. La flexibilité du programme permet toutefois de modifier les paramètres de l'APP, de manière à pouvoir remédier à d'éventuels problèmes de pénurie. En mars 2016, l'Eurosystème a par exemple élargi les limites d'achats applicables aux titres émis par des institutions internationales et par des banques multilatérales de développement. Il est à présent permis de détenir 50 % – contre 33 % précédemment – par émetteur et par émission de ces titres. La possibilité d'ajustement des paramètres de l'APP demeure néanmoins limitée. L'Eurosystème veut par exemple prévenir les distorsions du marché et éviter d'occuper une position dominante sur le marché en matière de titres.

### Les décisions prises en décembre reflétaient ces limites

En décembre 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé qu'il convenait de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire afin de renforcer la relance économique et de ramener l'inflation vers son objectif. En effet, d'après les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation ne dépasserait pas 1,7 % en 2019.

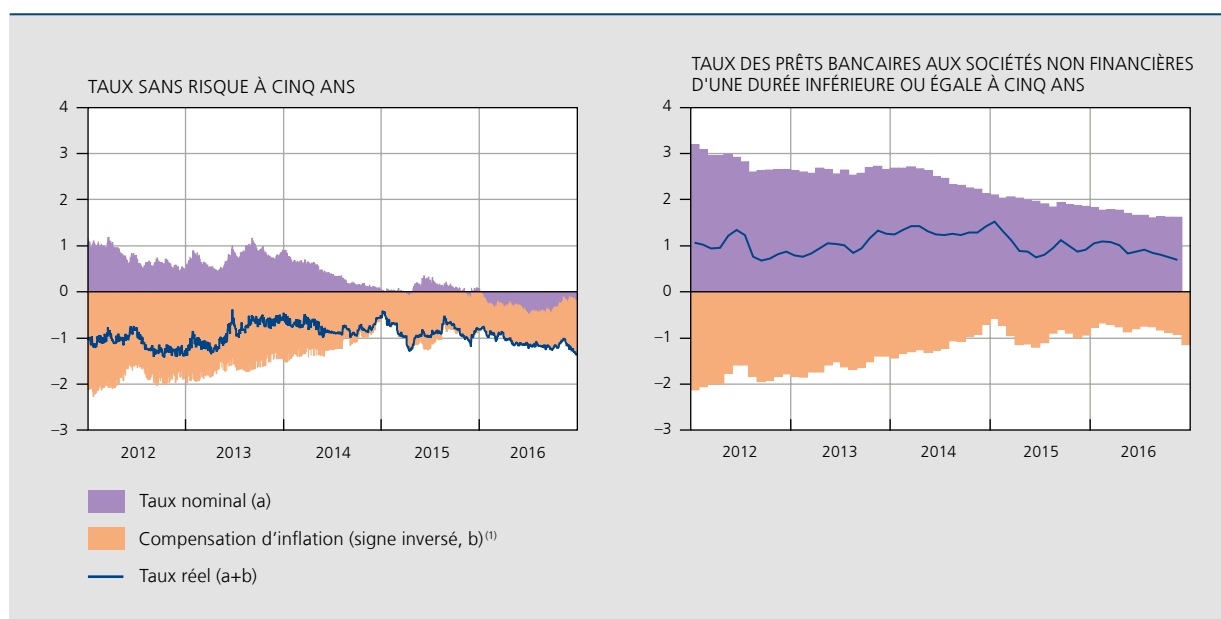
Les taux directeurs ont été laissés inchangés. Le Conseil a toutefois confirmé que ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux inférieurs durant une période prolongée, et ce bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. S'agissant de l'APP, l'échéance prévue a été reportée de la fin de mars 2017 à la fin de décembre 2017, voire à plus tard si nécessaire. Cette extension permet une présence plus durable sur le marché et, par conséquent, une transmission plus pérenne des mesures de soutien. Leur intensité est néanmoins amoindrie. En effet, à la lumière de la baisse des risques de déflation, le Conseil a également décidé de ramener les achats nets mensuels d'actifs de 80 à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017, comme cela avait été le cas lors de la phase initiale du programme d'achats. La diminution du volume d'achats mensuel et l'élargissement de la durée de l'APP doivent atténuer d'éventuels problèmes de pénurie

de titres et doser la pression baissière sur les taux d'intérêt, tout en préservant l'aspect incitatif élevé. Si les perspectives se détérioraient ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers l'objectif d'inflation, le Conseil envisagerait d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée de l'APP. Enfin, pour assurer sa mise en œuvre harmonieuse, le Conseil a décidé d'assouplir certains paramètres à compter de janvier 2017. Ainsi, la gamme d'échéances des titres éligibles au PSPP, actuellement de deux à trente ans, passera d'un à trente ans. De plus, le cas échéant, il sera possible pour l'Eurosystème, dans le cadre de l'APP, d'acheter des titres assortis d'un taux d'intérêt inférieur à celui de la facilité de dépôt.

### La baisse des taux réels s'est avérée moins prononcée ...

Si les taux nominaux sont retombés à un plancher historique, cela a moins été le cas des taux réels. En effet, le recul des anticipations d'inflation, qui a été en partie à l'origine des mesures de l'Eurosystème, a exercé une pression à la hausse sur les taux réels. Ainsi, le taux nominal sans risque à cinq ans et le taux nominal sur les nouveaux prêts aux entreprises d'une durée inférieure ou égale à cinq ans ont enregistré ces dernières années un mouvement nettement baissier, alors que les taux réels, calculés à l'aide des anticipations d'inflation déduites des données financières, sont demeurés plutôt stables. De fait, les anticipations

**GRAPHIQUE 17** LES TAUX RÉELS ONT DIMINUÉ MOINS VIVEMENT QUE LES TAUX NOMINAUX (pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.

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

d'inflation se sont repliées dans une mesure similaire à celle du taux nominal.

Comme les décisions d'épargne et d'investissement des agents économiques sont influencées par les taux réels, les conditions de financement de l'économie, du moins celles mesurées par ces indicateurs très simples, se sont, au cours de ces dernières années, moins assouplies que ne le laissait supposer la baisse des taux nominaux, en dépit des mesures significatives de politique monétaire. Il est donc crucial de ramener l'inflation vers les 2% et d'ancrer à nouveau les anticipations d'inflation aux alentours de ce niveau, afin de pouvoir imprimer une trajectoire appropriée aux taux réels. D'où l'importance de la communication selon laquelle l'APP restera en vigueur jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs soit certain que l'inflation tend vers son objectif.

### *... tandis que le taux réel d'équilibre est trop bas,...*

L'environnement de taux d'intérêt faibles n'est pas que le résultat de la politique monétaire, il est aussi la conséquence d'évolutions réelles négatives au sein de l'économie qui pèsent sur le taux d'équilibre, c'est-à-dire le taux auquel l'épargne et l'investissement sont en équilibre, ou encore le taux auquel l'activité économique atteint son niveau potentiel et auquel l'inflation est stable. Des forces structurelles, telles que la hausse de l'excédent d'épargne, la baisse de la croissance de la productivité et le creusement de l'inégalité des revenus dans la zone euro, mais également des facteurs conjoncturels, notamment le désendettement amorcé depuis la crise et le regain d'incertitude, expliquent le niveau actuel extrêmement bas du taux d'équilibre dans l'union monétaire, mais aussi dans d'autres pays avancés. D'après certaines estimations, le taux d'équilibre serait même négatif dans la zone euro.

La faiblesse du taux d'équilibre incite la banque centrale à mener une politique de taux d'intérêt bas. En effet, pour parvenir à la stabilité des prix (et, au sens large, à la stabilité macroéconomique), la politique monétaire essaie toujours d'aligner de manière appropriée les taux réels dans l'économie sur le taux réel d'équilibre. C'est précisément en raison du niveau extrêmement bas de ce dernier et du risque de baisse excessive des anticipations d'inflation que l'Eurosystème a été contraint de prendre des mesures non conventionnelles pour imprimer une orientation suffisamment stimulante à la politique monétaire. Le bas niveau des taux d'intérêt reflète ainsi un problème plus profond, à savoir la faiblesse économique. Parallèlement, cette politique contribue à y remédier, puisqu'elle vise à raviver l'activité économique et, partant, l'inflation.

Dans ce contexte, la reprise économique dans la zone euro tire profit non seulement de la faiblesse des taux réels, mais

également de la hausse du taux d'équilibre. L'Eurosystème peut prendre des mesures pour comprimer les premiers, mais il ne peut pas, ou peu, influencer le second.

### *... ce qui souligne l'importance de la politique budgétaire et des réformes structurelles pour renforcer les impulsions monétaires*

Le Conseil des gouverneurs a déjà souligné à plusieurs reprises dans ses communications que d'autres domaines politiques devaient également être mobilisés pour que la reprise cyclique, soutenue par l'incitant monétaire, puisse se poursuivre structurellement. En effet, la politique monétaire n'est pas seule à l'œuvre; un bon dosage des politiques permettant d'activer les différents domaines est crucial.

Un rôle est ainsi dévolu à une orientation budgétaire plus propice à la croissance dans la zone euro, permettant d'exploiter pleinement la marge de manœuvre qu'offrent les règles du PSC. À cet égard, la marge budgétaire réduite de la plupart des pays de la zone euro requiert des mesures bien pensées, qui parviennent à un équilibre entre, d'une part, le soutien de la demande agrégée et, d'autre part, le maintien de la confiance dans les finances publiques. Par exemple, un glissement neutre dans les dépenses publiques au détriment de postes non productifs et au profit d'investissements publics utiles à la croissance satisfait à cette exigence. En outre, cette mesure optimise les effets positifs de la politique de taux d'intérêt bas, qui rend les projets d'investissement plus attractifs. L'augmentation des investissements publics gonfle à son tour la croissance potentielle ainsi que le taux d'équilibre.

De nouvelles réformes structurelles portant sur les forces fondamentales qui sont à l'origine de la faiblesse du taux d'équilibre revêtent également une grande importance. Le rythme des réformes s'est toutefois avéré modéré en 2016, tandis que les défis auxquels sont confrontés les pays de la zone euro demeurent multiples: poursuite de l'intégration de l'UEM, relèvement du taux d'emploi, stimulation de la culture entrepreneuriale, garantie de la soutenabilité des pensions, suppression de la part des crédits non performants dans les bilans des banques, etc. Une politique structurelle qui s'attaque à ces problèmes de manière durable contribuera à rétablir la confiance, à accroître la productivité, à augmenter le taux d'équilibre et à renforcer la croissance potentielle.

En outre, une hausse du taux d'équilibre réduit les risques que peut générer la politique de taux d'intérêt bas pour la stabilité financière, la banque centrale permettant à ses taux d'intérêt de se normaliser plus rapidement. Dans la zone euro, l'existence de risques financiers

généralisés provoqués par l'environnement de taux bas semble, jusqu'à présent, plutôt limitée. Ainsi, dans la *Financial Stability Review* publiée en novembre 2016, la BCE estime que l'incidence de la politique de faibles taux sur la rentabilité des banques est plutôt neutre. On n'observe pas non plus de signes généralisés de quête de rendement exagérée, de surévaluation excessive d'actifs ou de surcroissance du crédit. Si de tels risques se matérialisent, ils sont généralement propres à certains

pays ou à certaines branches d'activité, de sorte que la politique prudentielle est la plus à même de les endiguer dans un premier temps. Le Comité européen du risque systémique (CERS) joue ici un rôle de coordination important. La politique monétaire peut ainsi se concentrer pleinement sur le maintien de la stabilité des prix. La BCE tient néanmoins toujours compte des éventuels effets négatifs de sa politique extrêmement accommodante et les surveille de près.