

Banque de France

Rapport économique

2015



LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LA STABILITÉ FINANCIÈRE	4
<hr/>	
Synthèse	6
1 L'environnement de marché et international	7
Des marchés volatils, mais aussi marqués par quelques tendances fortes : baisse du prix du pétrole, ralentissement économique des pays émergents, en particulier en Chine, et anticipations de découplage des politiques monétaires	7
Une croissance économique inégale dans le monde	14
2 La situation économique et monétaire de la zone euro et de la France	21
Une reprise de la croissance encore contrastée	21
Un ralentissement des prix largement dû à la baisse du prix du pétrole	26
Évolutions monétaires et financières : une évolution modérée des agrégats monétaires	31
3 Les réponses en termes de politique monétaire et de stabilité financière de l'Eurosystème	35
Une politique monétaire réactive et présentant de multiples facettes	35
L'action en faveur de la stabilité financière : une action également importante pour favoriser une croissance durable, en particulier dans un environnement de taux bas	43
4 Les actions et réformes nécessaires pour consolider la reprise	48
Les actions et réformes en France	48
Les actions et réformes en zone euro et sur le plan international	57



The image features a blue-tinted background. The top half shows a line graph with several data series in white and red, overlaid on a grid of dashed lines. Some numerical values are visible on the graph, such as '117 2457', '125 2457', '487.2', and '345'. The bottom half shows a close-up of several interlocking metal gears of different sizes, with a textured surface. The overall theme is financial and economic stability.

La politique monétaire et la stabilité financière

L'environnement international

La situation économique et monétaire de la zone euro et de la France

La réponse en termes de politique monétaire et de stabilité financière de l'Eurosystème

Les actions et réformes nécessaires pour consolider la reprise

Synthèse

Les marchés financiers en 2015, au-delà de leur volatilité, ont été révélateurs de quelques tendances fortes du paysage économique et financier : baisse du prix du pétrole, ralentissement économique des pays émergents, en particulier en Chine, et anticipations de découplage des politiques monétaires. Aux États-Unis, avec une croissance et un marché du travail robustes, la Réserve fédérale a amorcé en fin d'année un resserrement monétaire, qu'elle avait évoqué depuis plusieurs mois.

La croissance en zone euro, et notamment en France, a certes accéléré par rapport à 2014, en restant toutefois sur un rythme modéré. L'inflation a, elle, été nettement plus basse en 2015 qu'anticipé fin 2014, en particulier pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), principalement à cause de la forte baisse du prix du pétrole. Les mesures d'inflation sous-jacente ont de plus été en général peu dynamiques.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'une politique monétaire réactive et en a accentué l'orientation accommodante afin de lutter contre les risques qu'une inflation trop basse sur une longue durée fait peser sur l'économie. En particulier, l'extension du programme d'achats d'actifs par l'Eurosystème, associée aux indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs, a permis d'éviter une inflation et une croissance encore plus basses. Toutefois, il convient de souligner que, si la politique monétaire peut et a fait

beaucoup, elle ne peut pas tout. Les autres politiques économiques ont également un rôle à jouer.

En parallèle de la politique monétaire, l'action en faveur de la stabilité financière est aussi importante pour favoriser une croissance durable. Elle s'est traduite par une poursuite de la surveillance des risques microprudentiels, qui préserve un financement sain de l'économie, et une montée en puissance des instances macroprudentielles, importantes en particulier dans un environnement de taux bas.

Par ailleurs, le caractère très accommodant de la politique monétaire ne doit pas conduire à différer les réformes nécessaires. Au contraire, ce soutien conjoncturel à l'activité économique doit faciliter la mise en œuvre de réformes dont les effets seront bénéfiques pendant plusieurs années. En particulier, la maîtrise des finances publiques de ces dernières années doit être amplifiée sur la durée pour que la dynamique de la dette publique française s'infléchisse rapidement. Les réformes structurelles, nécessaires pour éviter le risque d'une croissance de long terme trop faible, et les approfondissements de la gouvernance économique de l'Union européenne, au service d'une croissance forte et équilibrée, ont progressé en 2015 et doivent aussi être poursuivis.

Les analyses qui suivent sont fondées sur des données économiques actualisées jusqu'au 8 avril 2016.

1

L'environnement de marché et international

Des marchés volatils, mais aussi marqués par quelques tendances fortes : baisse du prix du pétrole, ralentissement économique des pays émergents, en particulier en Chine, et anticipations de découplage des politiques monétaires

En 2015, les évolutions des marchés financiers ont été largement influencées par les annonces des grandes banques centrales et les perspectives d'un découplage progressif des politiques monétaires. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a amorcé en fin d'année un resserrement monétaire, qui avait été anticipé depuis plusieurs mois par les participants de marché, avec l'annonce, le 16 décembre, de la première hausse du taux des *Fed Funds* depuis 2006. En revanche, dans la zone euro, l'Eurosystème a accentué l'orientation accommodante de sa politique monétaire avec, dès le début 2015 (puis renforcées en fin d'année), des mesures complémentaires d'assouplissement visant à contrer le risque de déflation et à soutenir l'économie de la zone (voir

chapitre 3, deux premières sections). Pour sa part, la Banque du Japon a maintenu inchangées les conditions de sa politique monétaire extrêmement accommodante tout au long de l'année.

Dans le même temps, les signes de ralentissement de l'économie chinoise, de plus en plus tangibles à compter de l'été, ont induit de la volatilité sur les marchés actions et sur les marchés de matières premières qui ont poussé les investisseurs à se reporter sur des valeurs considérées comme plus sûres, notamment les obligations émises par le Trésor américain. Enfin, la poursuite de la baisse des prix du pétrole, perçue comme annonciatrice d'un ralentissement de la croissance mondiale a également pesé sur les marchés financiers en 2015.

Dans ce contexte, les sorties de capitaux des économies émergentes se sont poursuivies, du fait des inquiétudes grandissantes sur l'économie chinoise et de la baisse des cours des matières premières, mais aussi de la dégradation de la situation

économique et politique de certains pays (Brésil, Argentine notamment).

Marchés obligataires : effets positifs des programmes d'achats de titres par les banques centrales en zone euro

Aux États-Unis, sous l'effet des anticipations de hausse de taux, la courbe des rendements a enregistré une petite translation vers le haut, les rendements des obligations souveraines (cf. graphique 1) augmentant toutefois de manière différenciée selon les durées (respectivement 40 points de base – pdb, 10 pdb et 25 pdb sur les rendements des titres souverains à 2 ans, 5 ans et 10-30 ans). Au Japon, la pente de la courbe des taux s'est légèrement accentuée, avec une baisse des taux courts et intermédiaires (jusqu'à – 6 pdb jusqu'à 10 ans) et une quasi-stabilité des taux très longs (+ 3 pdb sur les obligations à 30 ans).

Dans la zone euro, les courbes des taux souverains ont vu une baisse

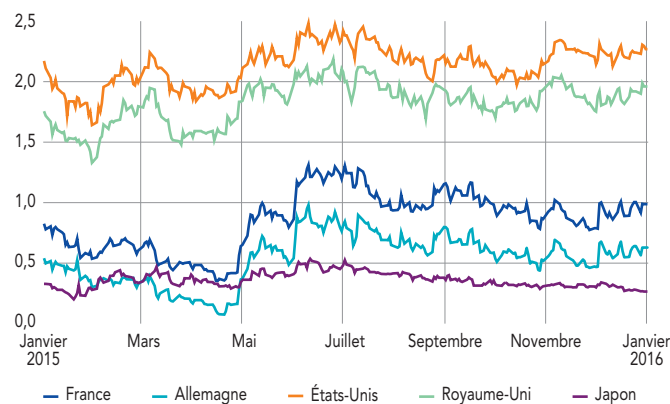
marquée des taux courts (de – 25 à – 50 pdb sur les titres à 2 ans) et intermédiaires (de – 5 à – 45 pdb sur les titres à 5 ans) sous l'effet des annonces et mesures de politique monétaire, et, en général, une légère augmentation des taux longs (de 10 à 30 pdb, sauf pour l'Italie et le Portugal qui affichent une forte baisse), après avoir touché, fin 2014-début 2015, des niveaux considérés à l'époque comme étonnamment bas. Annoncé par la BCE le 22 janvier 2015, le programme d'achats de titres du secteur public avait déjà été largement anticipé par les investisseurs, ce qui s'était traduit dès le second semestre 2014 par une nette diminution des rendements et une baisse de l'euro face au dollar.

En Allemagne, les rendements ont ainsi baissé de 25 pdb sur la partie courte de la courbe (durées inférieures à 2 ans) et de 5 pdb sur le segment intermédiaire (durées de 2 à 5 ans), alors qu'ils ont augmenté de 10 pdb sur la partie longue (cf. graphique 1). Les courbes des taux souverains des pays de profil voisin (Finlande, Pays-Bas, Autriche, France et Belgique) ont enregistré des mouvements similaires.

Dans les pays dits « périphériques », les tensions se sont apaisées dans

G1 Évolution des rendements des titres souverains à 10 ans

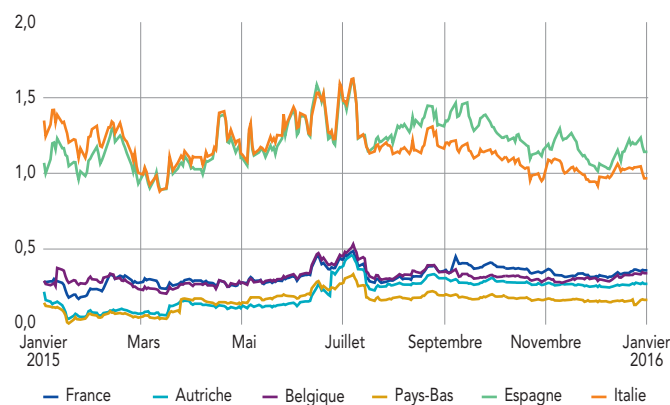
(en %)



Source : Bloomberg.

G2 Évolution des écarts de rendement des titres souverains périphériques à 10 ans face au Bund

(en points de pourcentage)



Source : Bloomberg.

un contexte de reprise économique et de réformes structurelles. Les rendements italiens et portugais ont diminué sur l'ensemble de la courbe des taux (de – 30 à – 50 pdb

selon les maturités), conduisant à une réduction de 30 à 40 pdb du différentiel (*spread*, cf. graphique 2) avec le taux de référence de l'obligation à 10 ans allemande (*Bund*).

En Espagne, du fait des incertitudes politiques engendrées par l'issue des élections législatives du 20 décembre, les rendements ont cependant un peu augmenté sur les durées longues (15 pdb sur le 10 ans, 5 pdb sur le 30 ans). Le différentiel de taux avec le rendement des titres allemands à 10 ans s'est ainsi un peu accru.

Des épisodes de volatilité sur les taux européens ont été observés au printemps (ventes massives d'obligations allemandes, qui ont également touché les autres titres de dette de la zone, selon un mouvement appelé *Bund tantrum* dans la littérature de marché ¹) et durant l'été, sur fond de tensions liées à la renégociation de la dette grecque. Enfin, les événements politiques ont contribué au quatrième trimestre à accentuer la volatilité des taux souverains espagnols (élections régionales en Catalogne, élections législatives) et portugais (élections législatives).

Marché des changes : dépréciation de l'euro et appréciation du dollar et du yuan

L'année 2015 a été marquée par plusieurs décisions importantes des autorités monétaires, tant dans

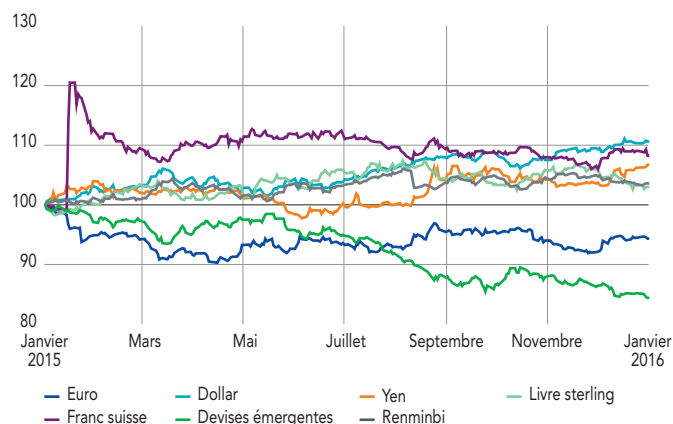
les pays développés que dans les économies émergentes, concernant la gestion du taux de change de leur monnaie. S'agissant des pays développés, la Banque nationale suisse (BNS) a aboli le 15 janvier 2015 le cours plancher du franc suisse, fixé depuis septembre 2011 à 1,20 franc pour 1 euro. Le franc suisse s'est établi après cette décision à un niveau proche de la parité avec l'euro, pour évoluer autour de 1,1 par la suite (cf. graphique 3). S'agissant des marchés émergents, la Banque populaire de Chine (PBC) a annoncé le 11 août 2015 de nouvelles modalités de calcul pour la parité centrale du renminbi, qui sera désormais

davantage guidée par le marché, le renminbi ne pouvant toutefois fluctuer que dans une bande de 2 % autour de cette parité. De plus, le panier de référence pour le calcul de celle-ci a été élargi en décembre pour inclure les principaux partenaires commerciaux de la Chine. Dans ce contexte, le renminbi s'est déprécié de près de 4,7 % par rapport au dollar américain au cours du second semestre 2015 (cf. graphique 3).

1 *Bund tantrum* : le 7 mai 2015, dans un contexte de dépréciation du marché obligataire allemand entamé depuis une quinzaine de jours, le taux du *Bund* 10 ans est brusquement monté de plus de 20 points de base avant de revenir à ses niveaux d'ouverture. Il n'existait pas de raison spécifique expliquant le déclenchement d'un tel mouvement ce jour-là.

G3 Taux de change effectifs nominaux des principales devises du 1^{er} janvier au 31 décembre 2015

(base 100 au 1^{er} janvier 2015)



Sources : Bloomberg, BCE, Fed, BoE, J.P. Morgan, Barclays.

Encadré 1

Risques de liquidité de marché : mythes et réalités

La liquidité de marché peut se définir comme la mesure de la capacité à acheter/vendre rapidement des actifs sur un marché donné sans avoir d'effet majeur sur les prix de ces actifs.

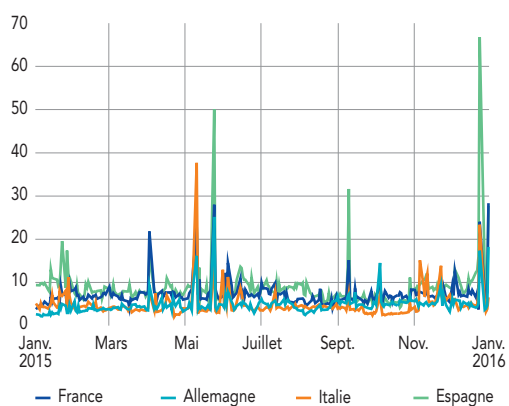
Des conditions de liquidité variables en 2015

Les épisodes de variations intra-journalières significatives des prix sur les marchés financiers se sont multipliés depuis le début de l'été, notamment sur les obligations souveraines allemandes traditionnellement considérées comme des valeurs refuges très liquides. Ainsi, des fourchettes de cotation moyenne (*i.e.* calculées sur des obligations de différentes durées) en hausse reflètent les tensions perçues par les marchés. Par exemple, en Espagne (cf. graphique Ga), les principaux pics de volatilité ont été observés lors du *Bund tantrum* – à l'origine des tensions sur les rendements des titres souverains des pays périphériques de la zone euro enregistrés au printemps – et lors des périodes électorales (référendum en Catalogne fin septembre, élections législatives fin décembre).

Un déplacement de la liquidité des instruments traités sur le marché secondaire vers le marché des contrats à terme (*futures*) a également été constaté durant cette période (cf. graphique Gb).

Ga Fourchettes de cotation moyennes

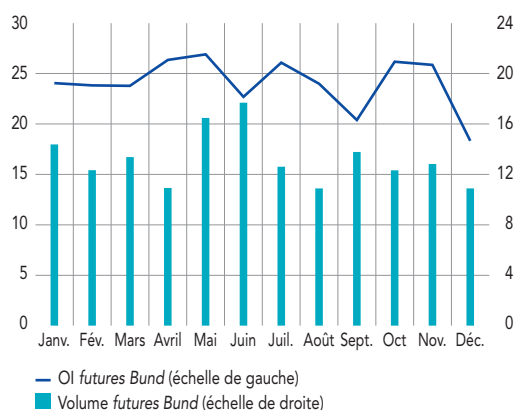
(en centimes)



Note : La fourchette de cotation représente la moyenne des écarts entre les prix acheteurs et vendeurs (*bid-ask spreads*) d'obligations souveraines liquides des principales économies européennes.

Gb Contrats *futures* sur *Bund*

(en millions)



Note : Le volume de *futures* représente les montants traités sur le marché à terme des titres souverains allemands à 10 ans. Les *open interests* (OI) correspondent aux demandes de contrats *futures* qui n'ont pas pu trouver de contrepartie lors de chaque séance.

Si les mesures directes du prix de la liquidité par les fourchettes de cotation (*bid-ask spreads*) ne font pas apparaître de dégradation marquée sur les marchés dits du « cœur », d'autres indicateurs – taille des ordres et profondeur de marché, impact sur le prix, inventaires – pointent vers une dégradation différenciée selon les segments ou les zones géographiques (un phénomène dit de « bifurcation »), qui accroît la probabilité d'apparition d'épisodes de volatilité et d'amointrissement de la liquidité.

Les principaux facteurs explicatifs de ces accès de fragilité des marchés peuvent être, d'une part, un déséquilibre entre l'offre et la demande des services d'intermédiation assurés par les teneurs de marché, d'autre part, les variations dont ces derniers peuvent faire montre selon les circonstances pour accepter d'accumuler des titres dans leur bilan. De plus, d'autres évolutions peuvent amplifier ces fragilités ponctuelles.

Montée en puissance de nouveaux acteurs

Les fonds indiciels cotés (*exchange traded funds* – ETF) peuvent jouer un rôle négatif dans l'évolution de la liquidité des titres en période de crise. En effet, les fonds qui répliquent un indice boursier ont tendance à amplifier les fluctuations de cours, leurs gestionnaires achetant et vendant les valeurs sous-jacentes selon l'évolution de leur part dans la capitalisation totale de l'indice.

Le développement du *trading* haute fréquence (HFT) apparaît de nature à alimenter une « illusion de liquidité ». En effet, si les cours acheteurs et vendeurs (*bid-ask*) se sont souvent rapprochés du fait d'une diminution des coûts de transaction et d'une concurrence accrue, la liquidité apportée par les acteurs impliqués dans le HFT est susceptible de disparaître dès l'apparition de tensions de marché. En effet, cette liquidité ne correspond à aucune obligation, explicite ou implicite, vis-à-vis des bourses ou des clients.

En raison de la place prépondérante du HFT sur certains marchés, les risques traditionnels sur les marchés financiers (liquidité, prix, contrepartie) peuvent désormais se développer à une vitesse qui dépasse les capacités de détection et d'intervention manuelles. Tout événement susceptible d'avoir un impact négatif est démultiplié sur les marchés dès lors qu'il engendre des réactions similaires de plusieurs algorithmes, qu'il s'agisse d'ajustements relevant d'une saine gestion du risque ou de réactions moutonnières.

Face au développement du HFT et des risques associés, les régulateurs américains et européens s'intéressent de plus en plus aux intervenants menant une telle activité. La nouvelle réglementation européenne des marchés financiers (MIFiD 2), qui sera mise en œuvre en 2018, vise ainsi à rétablir un équilibre entre droits et obligations des acteurs de marché. Pour ce faire, la réglementation prévoit notamment un agrément des activités de HFT et une définition européenne harmonisée du pas de cotation (*tick size*), variable selon les instruments et leur liquidité.

La Banque centrale d'Argentine a, pour sa part, annoncé le 17 décembre la levée de la plupart des restrictions sur le marché des changes, annonce suivie d'emblée par une dépréciation du peso argentin de plus de 30 % par rapport au dollar américain.

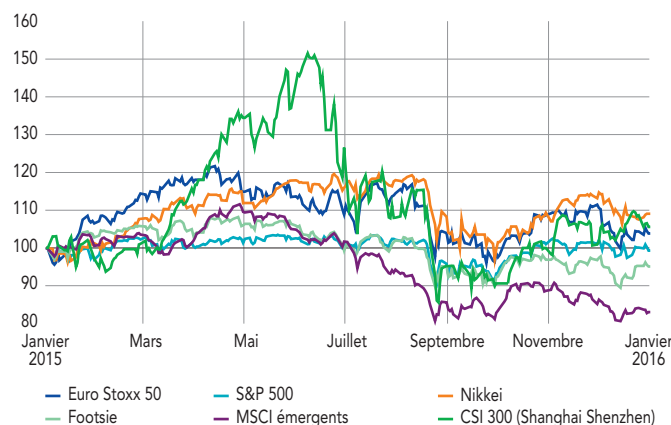
S'agissant des principales monnaies, l'année 2015 s'est caractérisée par une dépréciation en termes réels de l'euro par rapport aux autres monnaies de 8,5 %, alors que le dollar américain, le yen et la livre sterling se sont appréciés. Le taux de change effectif nominal² de l'euro a baissé de 7,1 %, tandis que celui du dollar s'appréciait de 12 %. Quant à la parité euro/dollar, elle est passée de 1,21 en début d'année à 1,09 en fin d'année, repli reflétant notamment l'accentuation de la divergence des politiques monétaires entre les deux zones.

Marché actions : stabilité des marchés des pays industrialisés, sous-performance des bourses des pays émergents

Les indices boursiers ont connu une année 2015 contrastée, marquée par une relative stabilité dans les pays industrialisés et une sous-performance jointe à une forte

G4 Évolution de quelques indices boursiers en 2015

(base 100 au 1^{er} janvier 2015)



Sources : Bloomberg, Morgan Stanley.

volatilité des bourses des pays émergents. Les principaux indices boursiers des pays industrialisés ont terminé l'année à un niveau proche de celui du 1^{er} janvier (en Europe, l'année s'est achevée par une hausse de 3 % de l'Euro Stoxx 50 ; aux États-Unis, le S&P 500 est resté stable ; au Japon, le Nikkei a progressé de 9 % – cf. graphique 4). Les indices boursiers des pays émergents ont connu quant à eux une nette sous-performance (l'indice MSCI émergents baissant de 17 %), traduisant l'impact des incertitudes sur la situation économique de plusieurs pays directement affectés par la baisse des prix des matières premières (Brésil, Russie en particulier) et l'effet anticipé de la remontée des taux de

la Fed (Système fédéral de réserve américain) sur le comportement des investisseurs. La volatilité a été particulièrement élevée sur plusieurs marchés boursiers émergents. Les marchés boursiers chinois, qui avaient connu une hausse substantielle de leur valorisation jusqu'en juin 2015, ont ensuite baissé de près de 30 % en l'espace de quelques semaines (cf. graphique 4). Cette correction s'est accompagnée d'un phénomène de contagion qui s'est traduit par un net repli des autres marchés boursiers mondiaux.

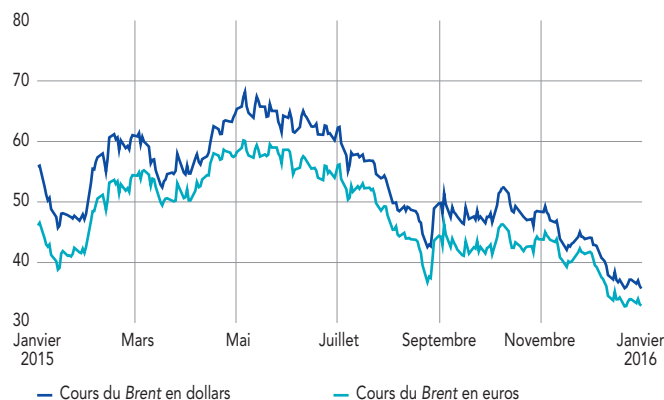
² Le taux de change effectif d'une zone monétaire est une mesure synthétique des taux de change avec ses différents partenaires commerciaux et concurrents. Le taux de change effectif nominal (TCEN) est calculé à partir des parités nominales, tandis que le taux de change effectif réel (TCER) tient compte des indices de prix de chaque monnaie et de leurs évolutions.

Les marchés de matières premières : des prix en général en nette baisse

En 2015, les principaux indices de prix des matières premières ont chuté de manière importante, sous l'effet conjoint du ralentissement de la demande mondiale – notamment en provenance des pays émergents, et de la Chine en particulier – et d'une surabondance d'offre.

En particulier, dans la foulée de la baisse entamée au milieu de l'année 2014, le prix du pétrole brut *Brent* a perdu environ 20 % entre janvier et décembre 2015, passant de 48 dollars à 38 dollars le baril en moyenne mensuelle (cf. graphique 5). Au total, depuis son pic du mois de juin 2014 à 112 dollars, le prix du *Brent* a cédé plus de 60 % à fin décembre 2015. L'évolution du prix du *Brent* en 2015 a d'abord connu un mouvement de reprise entre janvier et mai 2015, où le prix du baril a atteint son niveau le plus élevé de l'année (65 dollars en moyenne mensuelle), suivi d'une nouvelle chute principalement liée à une dégradation des perspectives de croissance mondiale, dans un contexte d'appréciation du dollar et de surabondance de l'offre qui a donné lieu à une accumulation exceptionnelle de stocks de pétrole

G5 Cours du Brent



Source : Datastream.

en 2015 (65 jours de consommation en décembre 2015). Le prix des autres matières premières énergétiques a suivi cette tendance baissière en 2015 puisque le prix du gaz naturel mesuré par le *London Natural Gas Index* a chuté de 30 % en glissement annuel à décembre 2015, tandis que celui du charbon australien a perdu 15 % sur cette même période.

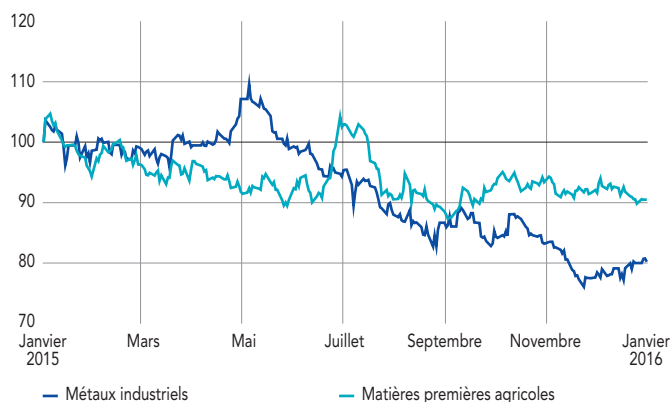
En ce qui concerne les métaux de base, très sensibles à la demande mondiale, les anticipations de croissance plus faible dans de nombreux pays émergents ont considérablement pesé sur l'ensemble des marchés en 2015. Malgré une augmentation temporaire des prix entre mai et juillet 2015, l'indice global du prix des métaux a perdu environ 20 % en glissement annuel

à décembre 2015 (cf. graphique 6). Cette baisse est en particulier tirée par la chute des prix du nickel, du zinc, de l'aluminium et du cuivre. Les prix des métaux précieux, qui ont tendance à avoir un comportement contracyclique, ont, quant à eux, été relativement stables sur la période.

S'agissant des matières premières agricoles, le niveau élevé des stocks ainsi que les importations chinoises plus faibles qu'anticipé ont mis une pression à la baisse sur le prix des grains jusqu'en milieu d'année. En fin d'année, des conditions climatiques défavorables chez certains producteurs (aux États-Unis notamment) ont interrompu cette tendance à la baisse des prix ; en Afrique, elles ont même contribué à faire fortement augmenter le prix du cacao

G6 Indice des prix des métaux industriels et des matières premières agricoles

(prix en dollars, base 100 = en janvier 2015)



Sources : S&P, GSCI.

qui a atteint un niveau record. Dans l'ensemble, l'indice des prix des matières premières agricoles a enregistré une baisse d'environ 10 % en glissement annuel à décembre 2015 (cf. graphique 6).

Une croissance économique inégale dans le monde

Pays émergents : 2015 a été marquée par un ralentissement net de la croissance

En 2015, la croissance a reculé au sein des pays émergents pour la cinquième année consécutive,

à 4,0 % en moyenne, après 4,6 % en 2014 (cf. graphique 7). Une certaine hétérogénéité des situations prévaut néanmoins au sein d'un monde émergent éclaté entre le ralentissement prononcé de l'économie chinoise (voir encadré 2), la récession en Russie et au Brésil et l'impulsion donnée par les économies indienne et d'Asie du Sud-Est à la conjoncture économique mondiale. La poursuite de la chute des prix du pétrole en 2015 s'est en effet traduite par des effets négatifs sur l'activité, les comptes externes et les finances publiques de nombreux pays exportateurs de pétrole (Russie et pays de la CEI, Arabie Saoudite, Iran, Venezuela, pays d'Afrique, etc.). Le ralentissement de la croissance et les anticipations de hausse des

taux d'intérêt aux États-Unis ont provoqué des sorties de capitaux, des mouvements de dépréciation de nombreuses devises émergentes et un accroissement de la volatilité sur les marchés financiers émergents. Ceci se produit dans un contexte de hausse, ces dernières années, de l'endettement, notamment du secteur privé, qui a accru les vulnérabilités de bilan et des expositions au risque de change.

L'économie russe est entrée en récession en 2015, avec une contraction du PIB de - 3,7 %, après + 0,6 % en 2014 (cf. graphique 7). La situation économique s'est sensiblement détériorée du fait de la poursuite de la chute des prix du pétrole et des sanctions internationales liées au conflit géopolitique avec l'Ukraine. Il en est résulté une forte dépréciation du rouble, qui a perdu 23 % en un an contre le dollar, même s'il s'est stabilisé en fin d'année, les fuites de capitaux ayant ralenti par rapport au moment de plus fortes tensions consécutives à la mise en œuvre des sanctions internationales. La situation budgétaire s'est largement détériorée, le déficit public atteignant 3 % du PIB sur fond de chute des taxes versées par les entreprises exportatrices de pétrole. La soutenabilité des finances publiques demeure

incertaine en cas de persistance d'un bas niveau des prix du pétrole. Un baril à 40 dollars entrainerait un déficit de 4,5 % du PIB en 2016. Néanmoins, l'endettement public reste encore très faible, à hauteur de 19 % du PIB. L'excédent courant devrait, lui, rester élevé en 2015, à environ 5 % du PIB, en raison de la faiblesse de la demande interne. L'inflation, en moyenne annuelle, est passée de 7,8 % en 2014 à 15,5 % en 2015, en lien avec la baisse du rouble qui a conduit à un surcroît d'inflation importée, alors que les pressions domestiques demeurent modérées du fait de la diminution des salaires.

Au Brésil, l'activité économique a fortement reculé, de -3,8 % en 2015, après + 0,1 % en 2014 (cf. graphique 7), sous l'effet d'une forte chute de la demande intérieure sur fond de crise politique. La consommation privée et l'investissement ont sensiblement pâti des resserrements budgétaire et monétaire qui ont été mis en œuvre afin de juguler les pressions inflationnistes. Les affaires politiques (scandale de corruption de Petrobras affectant de nombreux élus, amorce de procédure de destitution visant la présidente Dilma Rousseff) ont mis à mal aussi bien la confiance des consommateurs que le climat des affaires. Outre l'incertitude politique,

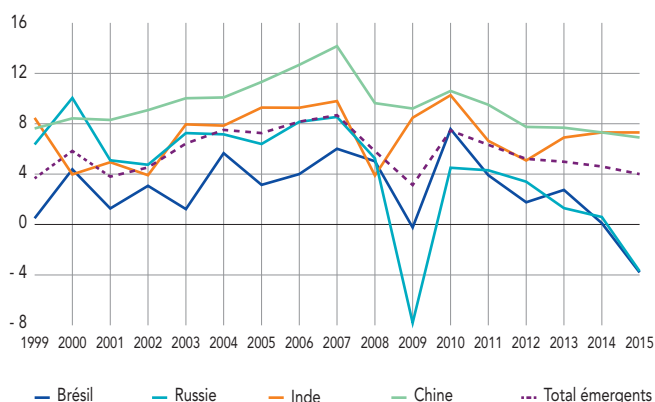
le déficit budgétaire consolidé a atteint des proportions considérables (environ - 10 % du PIB), ce qui restreint la marge de manœuvre des autorités pour mettre en place des politiques contracycliques. Dans ce contexte difficile, la notation de la dette souveraine de long terme du pays a été abaissée par les trois principales agences de notation. La devise s'est dépréciée de près de 50 % face au dollar pendant l'année, sous l'effet conjointement du tarissement des flux nets de capitaux (qui a d'ailleurs touché la plupart des pays émergents dans la deuxième partie de l'année) en lien avec la normalisation attendue de la politique monétaire des États-Unis, d'une dégradation des termes de

l'échange due à la baisse des prix des métaux et des produits alimentaires et enfin de perspectives de croissance dégradées.

À contre-courant des autres grands pays émergents, l'activité économique est restée dynamique en **Inde**, la croissance du PIB s'établissant aux environs de 7,3 % en 2015 (cf. graphique 7), comme en 2014. L'importante correction du prix des matières premières a eu pour l'Inde un effet positif, contrairement à la plupart des autres pays émergents qui sont, eux, plutôt producteurs que consommateurs. En parallèle, le ralentissement de la croissance chinoise a eu peu d'impact sur l'Inde, la Chine représentant

G7 Croissance du PIB dans les économies émergentes

(moyenne annuelle, en %)



Source : FMI.

Encadré 2

L'impact du ralentissement chinois sur la croissance mondiale : des effets passant par le commerce international qui s'amplifient en cas de contagion financière

L'économie chinoise poursuit son ralentissement graduel, entamé depuis 2012. Elle a enregistré une croissance de 6,9 % en 2015, après 7,3 % en 2014. Ce ralentissement reflète un phénomène structurel, la diminution de sa croissance potentielle qui est passée d'environ 10 % avant la crise à environ 6,5 %¹. En effet, la transition démographique conduit à une réduction de la population active, tandis que le ralentissement du processus de réallocation de la main-d'œuvre vers le secteur manufacturier et l'importance croissante des services pèsent sur les gains de productivité. La décélération de l'activité en 2015 a été perçue par les marchés comme plus importante que celle indiquée par les chiffres officiels, ce qui explique en partie les turbulences observées sur les marchés financiers durant l'été 2015.

La baisse de la croissance est essentiellement due à un ralentissement de l'investissement, notamment dans l'industrie et l'immobilier, secteurs touchés par d'importantes surcapacités de production, alors que la consommation apparaît relativement résiliente. Ainsi, malgré des signaux parfois décevants du côté de l'offre, l'économie chinoise semble progresser dans son rééquilibrage, reposant moins sur l'investissement et davantage sur la consommation. Et, sur le plan externe, les déséquilibres macroéconomiques se sont largement résorbés depuis 2007, avec la diminution de l'excédent courant chinois (2,7 % du PIB en 2015, contre 8,8 % en 2007), même si un arrêt de ce processus a été observé en 2015, du fait d'une contraction des importations plus forte que celle des exportations.

Dans ce contexte, le *policy-mix* chinois est devenu de plus en plus accommodant en 2014-2015, en réponse à la relative atonie de l'activité économique. La politique monétaire a été assouplie à plusieurs reprises depuis novembre 2014 (six baisses de taux d'intérêt, celui-ci passant de 6,0 % à 4,35 %, et quatre baisses des réserves obligatoires). Cependant, les conditions monétaires se sont moins détendues qu'anticipé, du fait d'une inflation globalement faible (1,5 % en 2015). L'effet stimulant de la politique monétaire est également limité par le niveau déjà élevé de l'endettement total, privé et public (plus de 230 % du PIB en 2015), notamment des entreprises et des collectivités locales. Les mesures de relance reposent donc aussi sur un assouplissement fiscal, le déficit public étant estimé à environ - 2,7 % du PIB en 2015, contre - 1,8 % en 2014.

Le secteur financier chinois est en pleine mutation, des progrès significatifs vers la libéralisation ayant été enregistrés depuis 2014. D'une part, les autorités cherchent à ralentir la progression de la dette et à accroître la transparence sur les bilans des agents, notamment des gouvernements locaux, qui s'étaient massivement endettés lors du plan de relance de 2009 ; d'autre part, les taux d'intérêt ont été libéralisés, à l'été 2013 pour les crédits et en octobre 2015 pour les dépôts.

1 Cf. Albert (M.), Jude (C.) et Rebillard (C.) (2015): « Rééquilibrage du surinvestissement et du crédit excessif dans un scénario de ralentissement progressif. Quelles implications pour la croissance potentielle en Chine ? », Banque de France, document de travail n° 572, octobre (en anglais). <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/la-recherche/documents-de-travail/document/572.htm>

Par ailleurs, le taux de change du yuan (ou renminbi) intègre davantage de mécanismes de marché depuis août 2015. Le FMI a accepté de faire entrer la monnaie chinoise dans son panier de DTS (droits de tirage spéciaux) à partir de septembre 2016, ce qui devrait contribuer à développer les marchés financiers chinois. Enfin, depuis décembre 2015, la banque centrale chinoise publie un taux de change du renminbi contre un panier de devises, dans l'optique de communiquer sur la relative stabilité de sa monnaie vis-à-vis de ce panier et de minimiser l'importance d'une éventuelle dépréciation face au dollar.

Les retombées du ralentissement chinois sur la croissance mondiale transitent par des canaux à la fois commerciaux et financiers. Les importations chinoises consistent à 75 % en matières premières et biens intermédiaires et à 15 % en biens d'équipement. Les pays les plus exposés au ralentissement chinois sont ceux d'Asie (Corée, Japon, Indonésie) et les exportateurs de matières premières (Amérique latine et Australie notamment). De manière générale, les pays émergents sont globalement plus exposés à la Chine que les pays avancés. Les effets de contagion du ralentissement chinois sur la croissance mondiale sont souvent limités dans les évaluations quantitatives qui reposent uniquement sur le canal commercial. En revanche, la prise en compte des canaux financiers peut aboutir à des effets plus élevés².

2 Par exemple, selon une estimation réalisée par l'OCDE (*Interim Economic Outlook*, septembre 2015), une baisse du taux de croissance de la demande intérieure chinoise de deux points de pourcentage pendant deux ans associée à une baisse de 10 % des prix des actions au niveau mondial et une hausse de 20 points de base des primes de risque dans tous les pays grèverait le PIB de la zone euro d'environ 0,24 point de pourcentage (pp) la première année et 0,30 pp la deuxième année.

seulement 5 % des exportations du pays. La politique monétaire a permis d'éviter des chocs externes, la banque centrale (Reserve Bank of India) ayant diminué son principal taux directeur à trois reprises en 2015, de 100 points de base au total, ce taux passant de 7,75 % en janvier à 6,75 % en fin d'année. La banque centrale a adopté en février une cible d'inflation à 4 % (± 2 %) et l'inflation est globalement restée sous contrôle au cours de l'année, à 4,9 % en moyenne annuelle, malgré une hausse sur les trois derniers mois liée au rebond des prix alimentaires.

En outre, contrairement à de nombreuses devises émergentes qui ont été affectées en 2015 par un mouvement de dépréciation, la roupie est restée relativement stable vis-à-vis du dollar. Un certain nombre de réformes financières, budgétaires et structurelles ont été menées en 2015 au début du mandat du gouvernement de M. Modi. Le rythme des réformes a toutefois ralenti à l'été et le secteur bancaire reste un facteur de fragilité au regard du haut niveau de créances douteuses et du faible niveau de capitalisation des banques publiques.

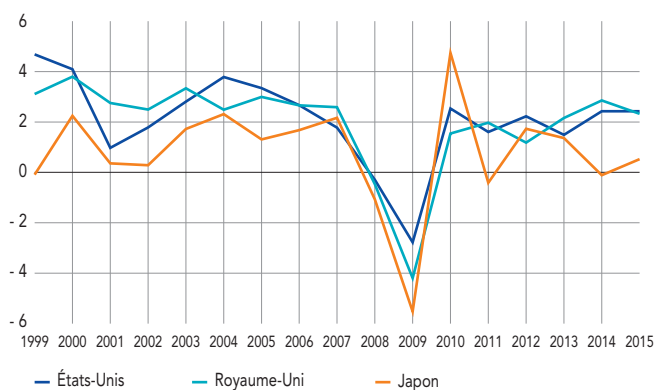
Pays industrialisés : la croissance a été en général assez solide en 2015

Aux États-Unis, la croissance s'est élevée à 2,4 % sur l'année 2015, comme en 2014 (cf. graphique 8). La forte amélioration du marché du travail a stimulé les dépenses de consommation des ménages (69 % du PIB et principal moteur de la croissance), qui affichent une croissance de 3,1 % sur l'année, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis 2005 (2,7 % en 2014). Néanmoins, différents facteurs, à la

fois temporaires (conditions climatiques défavorables, perturbations dans les ports de la côte ouest en début d'année) et persistants (effets négatifs de l'appréciation du dollar sur les exportations nettes, forte baisse de l'investissement suite à la chute des prix pétroliers) ont pesé sur la croissance en 2015. Le ralentissement de l'activité observé en fin d'année, bien qu'il soit autant dû à un déstockage important qu'à une baisse de l'investissement des entreprises, a cependant accru les craintes conjoncturelles. Les États-Unis étant un importateur net de pétrole, la chute des cours pétroliers a eu un impact favorable *via* notamment un gain de pouvoir d'achat pour les ménages et un soutien à la consommation. Ces effets positifs sur le PIB ne se sont cependant matérialisés en 2015 que pour partie seulement. En effet, la baisse du prix du pétrole a coïncidé avec une hausse du taux d'épargne (qui est passé, en pourcentage du revenu disponible, de 4,8 % en 2014 à 5,2 % en 2015), phénomène habituel de lissage des dépenses de consommation. De plus, le soutien à la consommation a été partiellement compensé par un effondrement de l'investissement dans le secteur énergétique. Le marché de l'emploi américain s'est à nouveau fortement amélioré en 2015, avec une

G8 Croissance du PIB

(moyenne annuelle, en %)



Source : FMI.

moyenne de 228 000 créations nettes d'emplois mensuelles (après environ 250 000 en 2014 et 185 000 par an depuis 2010). Le taux de chômage a ainsi atteint 5 % en décembre (- 0,6 point sur un an), un niveau proche des estimations de taux de chômage structurel. Cette baisse significative du chômage n'a pas été accompagnée d'une aussi franche accélération des salaires, en hausse de 2,0 % sur un an (salaires horaires nominaux dans le secteur privé). L'année 2015 a dans l'ensemble été également favorable pour le marché immobilier américain. Bénéficiant de la politique monétaire toujours expansionniste de la Réserve fédérale, les ventes de logements neufs et anciens ont progressé en 2015 de respectivement 10 % et 5 %.

Cette demande de logements a bénéficié à la construction (le nombre de mises en chantier a augmenté de 10 %) et les prix de l'immobilier affichent une hausse d'un peu plus de 4,6 % en 2015 (après 6,6 % en 2014), selon l'indice national S&P/Case-Shiller. La production industrielle américaine a en revanche fortement ralenti en 2015 et affiche une croissance qui, bien que positive (à 1,3 % en 2015, après 3,7 % en 2014), est à son plus bas niveau depuis 2009. L'appréciation du dollar (environ + 12 % en termes effectifs nominaux en 2015) nuit à la compétitivité-prix des États-Unis et explique la relative faiblesse du secteur exportateur américain, déjà pénalisé par la faiblesse de la demande mondiale. Le solde de la

balance courante était de $-2,8\%$ du PIB au quatrième trimestre 2015. Concernant les finances publiques américaines, le déficit fédéral s'est une nouvelle fois réduit lors de l'exercice budgétaire 2015. Le solde fédéral est ainsi passé à $-2,4\%$ du PIB en 2015, après $-2,8\%$ en 2014. Et selon le *Congressional Budget Office* (CBO), l'encours de la dette fédérale a atteint $73,8\%$ du PIB (après $74,0\%$ à la fin de l'exercice 2014).

La baisse des prix du pétrole, et plus généralement des prix de l'énergie, a contribué négativement à l'inflation en 2015. L'indice des prix à la consommation (CPI – *Consumer Price Index*) est en légère hausse, de $0,1\%$ sur un an (après $+1,6\%$ en 2014), tout comme le déflateur des dépenses de consommation (indice PCE – *Personal Consumption Expenditure* – suivi par la Fed), en hausse de seulement $0,3\%$, après $+1,4\%$ en 2014. L'appréciation du dollar et la réduction du coût des biens importés ont, malgré l'amélioration des conditions domestiques, contenu l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaire) : l'indice CPI sous-jacent a augmenté de $1,8\%$ sur un an (après $+1,7\%$ en 2014), l'indice PCE sous-jacent a lui augmenté de $1,3\%$ (après $+1,5\%$ en 2014). L'amélioration significative du marché de l'emploi et l'avancée

dans le cycle économique ont amené la Fed, après une longue période de préparation des marchés, à relever ses taux directeurs de 25 pdb, à $0,5\%$, à l'issue de la réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) de décembre, en insistant toutefois sur le rythme graduel, et dépendant des évolutions futures des indicateurs économiques clés, de cette normalisation de la politique monétaire.

Au Royaume-Uni, l'activité économique est restée solide tout au long de l'année 2015 (croissance du PIB de $2,3\%$ en moyenne sur l'année), en dépit d'une décélération par rapport à 2014 ($2,9\%$). Le secteur des services a constitué le principal moteur de la reprise, tandis que la contribution à la croissance du secteur de la construction et de la production industrielle a été faible. La dynamique de reprise du marché du travail s'est poursuivie tout au long de l'année 2015. Les créations d'emplois se sont traduites par une baisse rapide du taux de chômage, à $5,1\%$ en décembre ($-0,6$ point de pourcentage sur l'année). Les salaires réels ont progressivement accéléré, sans pour autant créer de tensions inflationnistes. L'activité sur le marché immobilier a connu une accélération en deuxième partie d'année, avec

une augmentation du nombre de transactions et des prêts accordés. Dans le même temps, l'écart entre la demande vigoureuse et l'offre disponible sur le marché immobilier a continué d'alimenter, dans tout le pays, une forte accélération des prix des logements ($8,9\%$, après $8,7\%$ selon le *Halifax House Price Index*) et une augmentation du ratio du prix des logements par rapport au salaire disponible des ménages. Le déficit de la balance des biens et services est resté significatif, à environ $-2,0\%$ du PIB en 2015, après environ $-1,9\%$ en 2014). Le déficit de la balance courante s'accroît légèrement en 2015 ($-5,2\%$ du PIB, contre $-5,1\%$ en 2014). Le déficit du secteur public au sens de Maastricht s'est réduit en 2015, à environ $-4,2\%$ du PIB, après $-5,6\%$ du PIB en 2014. La dette publique a atteint $89,2\%$ du PIB en 2015 après $88,6\%$ en 2014.

L'indice des prix à la consommation a enregistré une croissance nulle en moyenne annuelle en 2015, soit le niveau d'inflation le plus bas jamais enregistré au Royaume-Uni depuis la publication de cette série de prix. Ce recul de l'inflation s'explique principalement par des facteurs extérieurs : la forte baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation, ainsi

que l'appréciation de la livre sterling. Toutefois, des facteurs domestiques ont également contribué à limiter l'inflation, principalement la faiblesse des coûts unitaires du travail grâce à une reprise de la productivité horaire, même si celle-ci a été modérée. En 2015, la Banque d'Angleterre a poursuivi une politique monétaire accommodante en maintenant son taux principal de refinancement (*Bank Rate*) à 0,5 %, ainsi que le niveau de son stock d'actifs (essentiellement des *Gilts*, titres du Trésor), dans son bilan à hauteur de 375 milliards de livres.

Au Japon, l'activité a rebondi modérément en 2015 (+ 0,5 % de croissance du PIB réel) après un léger recul en 2014 (- 0,1 %). La résilience de l'investissement des entreprises a soutenu la croissance, les entreprises ayant en général pu profiter de conditions de financement favorables et de profits élevés. Néanmoins, la

croissance a été limitée du fait de la faiblesse de la consommation, notamment en raison d'une stagnation du pouvoir d'achat des ménages, et du ralentissement des exportations, dans un contexte de fléchissement de la croissance en Asie, notamment en Chine. En dépit d'une politique monétaire très expansionniste (*Quantitative and Qualitative Easing*) et d'une consolidation budgétaire limitée (la hausse de TVA prévue en 2015 a été repoussée en 2017), le PIB réel a enregistré deux trimestres de croissance négative (deuxième et quatrième trimestres). Des réformes structurelles (« Abenomics 2.0 ») ont certes été mises en place en septembre 2015, visant principalement l'élévation du taux d'emploi et de la natalité. Mais la faiblesse de la croissance au Japon illustre les difficultés d'une reprise soutenable sans progrès suffisant dans les réformes structurelles qui permettraient de relever le niveau de la croissance

potentielle, actuellement estimée à 0,3 % par la Banque du Japon. En 2015, le déficit commercial japonais a fortement diminué, passant de - 2,6 % à - 0,6 %, du PIB en raison d'une baisse importante des importations, notamment due à la baisse des prix énergétiques. Le solde budgétaire s'est également amélioré, même s'il reste fortement négatif (autour de - 5 % du PIB nominal), et la dette publique demeure la plus élevée parmi les pays de l'OCDE, à environ 230 % du PIB, même si il faut noter qu'elle est détenue à 91 % par les résidents (selon le ministère des Finances).

L'indice des prix à la consommation a atteint seulement 0,8 % en moyenne annuelle en 2015 (après 2,7 % en 2014, principalement en raison de la hausse de la TVA, portée de 5 % à 8 % en avril 2014) et l'inflation sous-jacente se situe à 0,9 % (0,7 % en 2014).

2

La situation économique et monétaire de la zone euro et de la France

Une reprise de la croissance encore contrastée

L'activité en zone euro a accéléré en 2015 : le PIB a progressé de 1,6 %, après une croissance de 0,9 % en 2014 et une contraction de -0,3 % en 2013 (cf. graphique 9). La plupart des pays de la zone euro s'inscrivent dans cette tendance commune, avec toutefois des particularités plus ou moins importantes. Il n'y a que la Grèce qui affiche un taux de croissance négatif en 2015 (-0,2 %, après 0,7 % en 2014). Parmi les quatre principales économies de la zone, seule l'Allemagne affiche un taux de croissance en 2015 (1,4 %) légèrement en deçà de celui enregistré en 2014 (1,6 %). L'activité en Italie progresse davantage en 2015 (0,8 %, après -0,3 % en 2014) mais avec un taux de croissance qui, comme pour la France (voir ci-après), reste inférieur à celui de la zone euro. Le dynamisme de l'économie espagnole se confirme, avec une croissance de 3,2 %.

Les dépenses de consommation des ménages et l'investissement total dans la zone euro ont augmenté

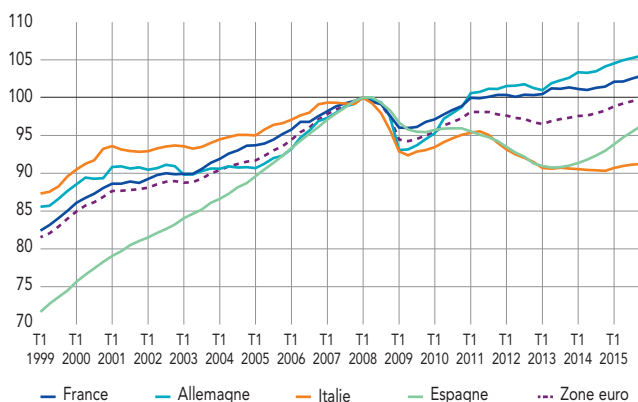
fortement en 2015, de 1,7 % et 2,7 % respectivement (après 0,8 % et 1,3 % en 2014). La consommation publique a connu également une accélération en 2015 (1,3 %, après 0,8 % en 2014), tout comme les exportations qui ont augmenté nettement (5,0 %), mais moins que les importations (5,7 %). La contribution nette du commerce extérieur à la croissance est donc négative en 2015 (-0,1 point), tandis que celle des stocks est nulle.

L'accélération de l'activité en 2015 par rapport à 2014 en zone euro masque toutefois un dynamisme un

peu plus marqué en début qu'en fin d'année : après 0,6 % et 0,4 % de croissance trimestrielle aux deux premiers trimestres, la croissance a été de 0,3 % aux deux derniers trimestres. La production industrielle en témoigne tout particulièrement : si l'accélération en 2015 est notable (croissance de 1,5 %, après 0,9 % en 2014), elle provient pour l'essentiel d'une fin d'année 2014 et d'un début d'année 2015 particulièrement dynamiques, alors que la production industrielle a nettement ralenti au cours des trois derniers trimestres de 2015.

G9 PIB en volume

(base 100 au 1^{er} trimestre 2008)



Source : Eurostat.

En France, la croissance s'est établie à 1,2 % en moyenne annuelle en 2015, après 0,2 % en 2014 (cf. tableau 1). La consommation des ménages a augmenté de 1,4 % (après une hausse de 0,6 % en 2014) et celle des administrations publiques (APU) de 1,5 % (comme en 2014). L'investissement total a stagné en 2015, après avoir enregistré une baisse importante de 1,2 % en 2014. Le recul encore marqué de l'investissement des ménages, à -2,8 % (après -5,3 % en 2014), en partie pour des raisons démographiques, et de celui des APU, à -3,0 % (après

-6,9 % en 2014), dans un contexte de consolidation budgétaire, a été compensé par une certaine vigueur de l'investissement des entreprises (2,0 % en 2015 comme en 2014). La forte croissance des exportations (6,1 % en 2015, après 2,4 % en 2014) a été dépassée par celle encore plus dynamique des importations (6,7 %, après 3,9 %) et la contribution du commerce extérieur à la croissance reste par conséquent négative, à -0,3 point de pourcentage (contre -0,5 pp en 2014). Elle est compensée par une contribution de nouveau positive de la variation des stocks (+0,4 pp).

Le profil de la croissance a été heurté au cours des quatre trimestres de l'année, suivant essentiellement les à-coups de la consommation des ménages et des exportations. Portée par la baisse du prix de l'énergie, la consommation des ménages a fortement augmenté au premier trimestre de l'année (0,6 %) avant de stagner au deuxième trimestre puis de se redresser au troisième trimestre (0,4 %). Au quatrième trimestre, elle a été affectée par les températures anormalement clémentes ainsi que par l'impact des attentats du 13 novembre et s'est repliée de 0,1 %. De leur côté, les exportations ont été très dynamiques en début d'année, avant de ralentir globalement au second semestre.

Au final, la croissance observée en 2015 en zone euro (1,6 %) a été supérieure à la croissance prévue par la BCE dans son exercice de prévision de décembre 2014 (1,0 %). Cette croissance meilleure qu'anticipé s'explique par l'impact positif du faible prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro, tandis que l'impact négatif de la demande mondiale sur l'activité a été moins marqué que prévu. Dans le cas de la France, le surplus de pouvoir d'achat lié à la baisse du prix de l'énergie a ainsi incité les ménages à augmenter à la

T1 Le PIB français et ses composantes

(volumes chaînés, variations trimestrielles et moyennes annuelles en %, données CVS-CJO)

	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	2014	2015
PIB	0,6	0,0	0,4	0,3	0,2	1,2
Importations	2,2	1,0	1,8	2,4	3,9	6,7
Consommation privée	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,6	1,4
Consommation publique	0,2	0,3	0,4	0,5	1,5	1,5
FBCF totale	0,4	-0,1	0,1	0,7	-1,2	0,0
dont ENF ^{a)}	0,9	0,5	0,5	1,2	2,0	2,0
dont ménages	-0,5	-1,0	-0,5	-1,0	-5,3	-2,8
dont APU ^{b)}	0,0	-0,5	-0,4	1,1	-6,9	-3,0
Exportations	1,7	2,0	-0,2	1,1	2,4	6,1
Contributions des composantes						
Commerce extérieur	-0,2	0,3	-0,6	-0,4	-0,5	-0,3
Consommation privée	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,7
Consommation publique	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4
FBCF totale	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,0
dont ENF ^{a)}	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
dont ménages	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2
dont APU ^{b)}	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1
Demande intérieure (hors stocks)	0,5	0,1	0,3	0,2	0,5	1,1
Variations de stocks	0,3	-0,3	0,7	0,6	0,2	0,4

a) Entreprises non financières.

b) Administrations publiques.

Source : Insee.

fois leur consommation et leur taux d'épargne ; par ailleurs, le faible niveau de l'euro a entraîné des gains de part de marché (en particulier au début de l'année 2015), qui ont plus que compensé la relative atonie de la demande mondiale adressée à la France.

En plus de l'analyse du niveau de la croissance de l'année, il est aussi important de s'intéresser à la compétitivité de l'économie française, notamment pour son caractère prospectif. En 2015, le déficit commercial dans les échanges de biens (en valeur) se réduit pour la quatrième année consécutive pour atteindre 45,6 milliards d'euros, contre 58,4 milliards en 2014 (chiffres FAB/FAB – franco à bord). Mais cette réduction de presque 13 milliards du déficit commercial français des biens en valeur s'explique essentiellement par la diminution de près de 15 milliards du déficit énergétique (CAF [coût, assurance, fret]/FAB), tandis que le solde commercial hors énergie se creuse légèrement de 2,4 milliards. Sur les services et le négoce international, l'excédent s'élève à 32 milliards et compense en partie le déficit sur les échanges de marchandises. Au total, le solde concernant les biens et les services (incluant le négoce international) reste déficitaire à – 15,2 milliards en 2015 (contre – 16,8 milliards

en 2014). Le solde des transactions courantes s'établit en 2015 à – 4,3 milliards³ (– 0,2 % du PIB), contre – 19,7 milliards en 2014 (– 0,9 % du PIB).

Alors que la part de marché de la France en valeur s'établissait à environ 5,5 % du commerce mondial de biens à la fin des années 1990, elle a connu une longue période de dégradation au cours des années 2000, avant de tendre à se stabiliser à partir de 2011. Elle atteint 3,3 % en 2015. Si l'on prend en compte les services, la part de marché française dans le commerce mondial de biens et services est assez stable depuis 2011 et s'élève à 3,5 % en 2015 (voir l'encadré 3 pour la part de marché de la France dans les exportations de la zone euro).

La faible progression des coûts unitaires du travail (CUT, ensemble de l'économie) en France (+ 0,3 % en moyenne annuelle en 2015, après + 1,5 % en 2014), hors effets du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE) a permis une légère amélioration de la compétitivité-coût vis-à-vis de l'ensemble de la zone euro (où les CUT augmentent de + 0,6 %). La compétitivité-coût s'améliore notamment sensiblement vis-à-vis de l'Allemagne qui a une progression plus

marquée des CUT (+ 1,8 %) et, dans une moindre mesure, de l'Italie (+ 0,5 %), tandis qu'en Espagne la croissance des CUT est plus faible (+ 0,3 %). Ce gain de compétitivité-coût est plus marqué encore si l'on intègre le CICE dans le coût du travail en France : le CICE aura en effet permis de réduire le taux de croissance des CUT en France à hauteur de – 0,6 point en 2015, soit *in fine* une baisse de – 0,3 %.

La compétitivité des exportations extra-zone euro a également bénéficié de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar (– 12 % sur un an). En termes effectifs, la dépréciation du taux de change vis-à-vis des 38 principaux partenaires commerciaux de la France reste importante (– 3,9 % en 2015, contre + 1,0 % en 2014). Si les exportations ont donc pu bénéficier en France d'une amélioration de la compétitivité-coût, les importations ont également été très soutenues en 2015, en lien sans doute avec le restockage observé pour les biens et l'énergie. Les importations des services ont aussi été très dynamiques, la hausse du taux de pénétration des importations en services observée depuis 2010 s'étant poursuivie en 2015.

³ Données provisoires, dans l'attente de la publication par la Banque de France en juin du rapport annuel 2015 sur la balance des paiements et la position extérieure de la France.

Encadré 3

Les parts de marché des exportations françaises se sont récemment stabilisées, même si elles peuvent varier selon les indicateurs

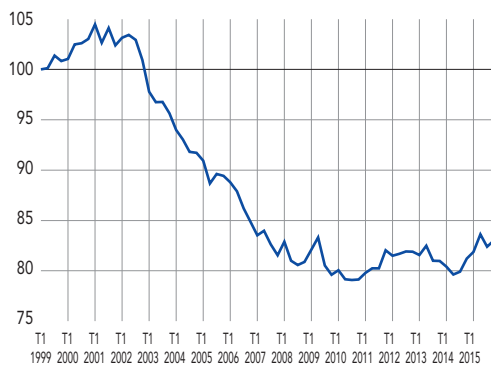
La performance à l'exportation permet de mesurer la capacité d'une économie à répondre à la demande mondiale de biens et services. Plusieurs indicateurs permettent de l'appréhender et le diagnostic sur les performances à l'exportation de la France peut changer selon le périmètre considéré (biens, services ou somme des biens et services) et la comparaison retenue (monde ou zone euro, par exemple).

L'analyse réalisée à partir des parts de marché mondiales à l'exportation de biens en valeur montre une stabilisation de la position française en 2015. Toutefois, cet indicateur reflète également l'insertion de nouvelles économies dans le commerce mondial. Il existe d'autres indicateurs qui intègrent les exportations de services et permettent de comparer les performances françaises aux exportations des autres pays de la zone euro (parts de marché relatives) ou à la demande adressée à la France en volume.

Les exportations françaises totales en volume peuvent être rapportées à la demande mondiale adressée à la France, calculée comme la somme des importations mondiales en volume pondérées par le poids de chaque pays dans les exportations françaises. Cet indicateur de performances à l'exportation permet d'analyser, à spécialisation géographique inchangée, la croissance des exportations de la France par rapport à la croissance des importations de ses partenaires. Exprimé en base 100 en 1999, cet indicateur suggère qu'entre 2000 et 2010, les parts de marché à l'exportation de la France se sont fortement dégradées (cf. graphique Ga) : la France a donc perdu des parts de marché relativement à la demande qui lui était adressée. Les parts de marché françaises se sont ensuite stabilisées à partir de 2010 et connaissent une légère progression depuis 2014, mais restent très dégradées par rapport au début des années 2000, dans un contexte d'ouverture au commerce international des économies émergentes, et notamment la Chine.

Ga Exportations françaises de biens et services en volume rapportées à la demande adressée à la France

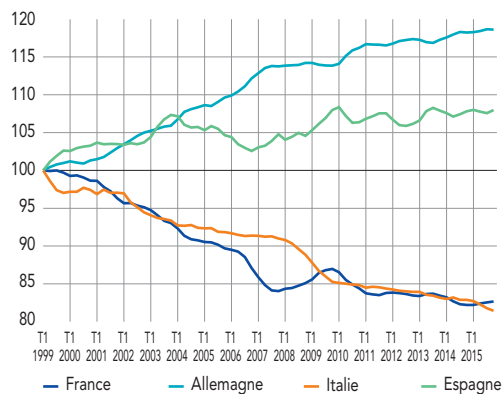
(base 100 au 1^{er} trimestre 1999)



Sources : Insee, Eurostat, BCE, calculs Banque de France.

Gb Exportations de biens et services en valeur rapportées aux exportations totales de la zone euro

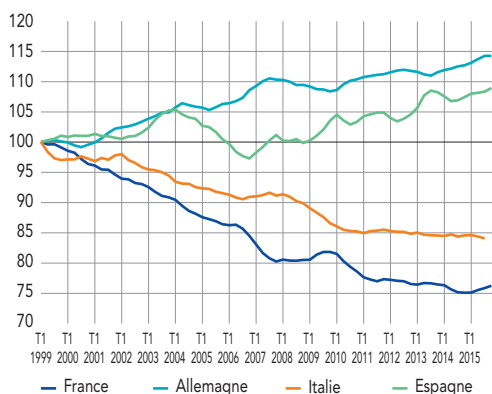
(base 100 au 1^{er} trimestre 1999)



Sources : Insee, Eurostat, BCE, calculs Banque de France.

Gc Exportations de biens en valeur rapportées aux exportations totales de la zone euro

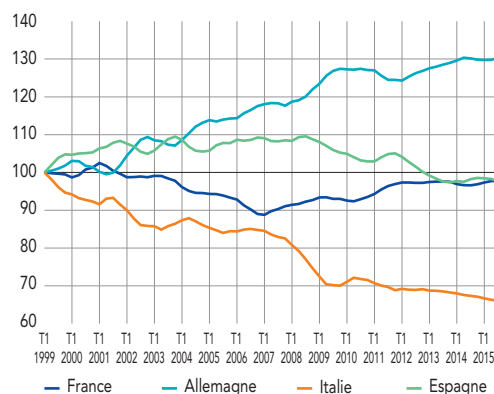
(base 100 au 1^{er} trimestre 1999)



Sources : Insee, Eurostat, BCE, calculs Banque de France.

Gd Exportations de services en valeur rapportées aux exportations totales de la zone euro

(base 100 au 1^{er} trimestre 1999)



Sources : Insee, Eurostat, BCE, calculs Banque de France.

L'évolution des parts de marché de la France peut également être analysée par comparaison avec les autres économies de la zone euro, qui se caractérisent par des structures économiques relativement proches et sont exposées aux mêmes fluctuations du taux de change ainsi qu'à la concurrence des économies émergentes. Ce troisième indicateur (parts de marchés relatives) permet ainsi de comparer la performance à l'exportation de la France à celle de ses principaux partenaires et concurrents. Il fait intervenir, au numérateur, les exportations françaises totales en valeur et, au dénominateur, la somme des exportations totales en valeur des économies de la zone euro. Cet indicateur montre également une dégradation relative de la position française au début des années 2000 par rapport aux exportations de la zone euro. Après un rétablissement entre 2007 et 2009, la France a perdu depuis 2010 (surtout en 2010 et 2014) des parts de marché à l'exportation de biens et de services au profit de l'Allemagne (cf. graphique Gb), mais à un rythme moins soutenu qu'auparavant. Le poids des exportations françaises dans l'ensemble des exportations de la zone euro est ainsi proche en 2015 de son niveau de 2008, après une nette baisse entre 1999 et 2007. Depuis 1999, les pertes de parts de marché à l'exportation de biens et services de la France et de l'Italie sont similaires. Toutefois, récemment, les parts de marché de la France se sont stabilisées fin 2014, avant de connaître un léger rebond en 2015, alors que les parts de marché de l'Italie, après une stabilisation au quatrième trimestre 2014, se sont de nouveau légèrement repliées en 2015¹.

Lorsque seul le commerce de biens en valeur est considéré, la France continue de perdre des parts de marché à l'exportation de biens relativement à ses partenaires européens depuis 2010, quoique à un rythme plus faible qu'auparavant (cf. graphique Gc). L'interruption des pertes de parts de marché à l'exportation de la France, par rapport à ses partenaires européens, observée depuis 2010 s'explique essentiellement par le dynamisme du commerce de services, qui représente aujourd'hui un peu plus du quart des exportations françaises (cf. graphique Gd)². Les gains de parts de marché de l'Espagne et de l'Allemagne proviennent en revanche de leurs performances à l'exportation de biens, avec une bonne résistance des performances à l'exportation de services de l'Allemagne. La poursuite des pertes de marché de l'Italie tient surtout à la dégradation des performances à l'exportation de services.

¹ Ce constat est inchangé lorsque l'indicateur de parts de marché est considéré en volume plutôt qu'en valeur.

² À noter que des changements statistiques sont intervenus dans la confection des données d'échanges de services en valeur en 2010. La progression des exportations de services françaises constatée depuis 2010 est allée de pair avec celle des importations de services. La progression du taux de pénétration des importations de services dans la demande finale vient donc tempérer le diagnostic d'une amélioration de la compétitivité des échanges de services français

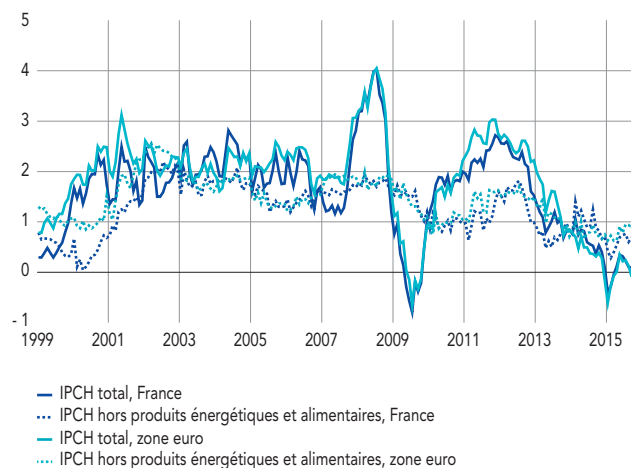
Un ralentissement des prix largement dû à la baisse du prix du pétrole

L'inflation en zone euro a continué de diminuer en 2015 : la variation de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'établit à 0,0 % en moyenne annuelle, après 0,4 % en 2014 (cf. graphique 10). En glissement annuel, l'IPCH a fortement diminué en janvier 2015 (-0,6 %) en raison de la forte baisse des prix du pétrole, puis est remonté graduellement au cours du premier semestre, porté par le rebond temporaire des prix de l'énergie. Au second semestre, l'inflation en zone euro s'est stabilisée autour de 0,1-0,2 %. L'inflation *supercore* (inflation hors énergie et produits alimentaires) s'est maintenue en 2015 à 0,8 % en moyenne annuelle, comme en 2014.

La faible inflation totale constatée en zone euro est largement due à la chute du prix des produits pétroliers. Le prix du baril de pétrole brut *Brent* est ainsi passé de 74 euros en moyenne en 2014 à 47 euros en 2015, entraînant une forte baisse des prix de l'énergie (-6,8 % en 2015 en moyenne annuelle, après -1,9 % en 2014). Les prix des autres matières premières (agricoles, métaux) ont également diminué en moyenne

G10 Indice des prix à la consommation harmonisé

(glissement annuel, en %)



Source : Eurostat.

en 2015, accentuant les pressions désinflationnistes. En revanche, la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et des monnaies des principaux partenaires commerciaux de la zone euro (le taux de change effectif a décrié de 7,1 % en moyenne annuelle) a contribué à soutenir le prix des importations en euros. Ainsi, l'inflation des prix des produits manufacturés, dont une partie importante est importée, a un peu augmenté en 2015 (+0,3 % en moyenne annuelle en 2015, après +0,1 % en 2014). Les prix des produits alimentaires ont également été plus dynamiques que l'année précédente (+1,0 %, après +0,5 % en 2014). L'inflation

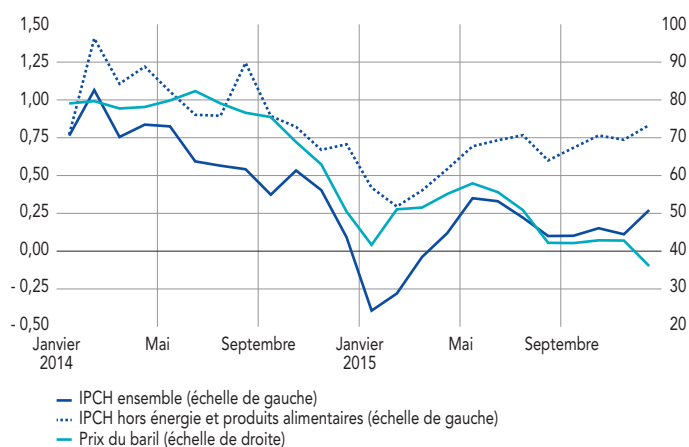
des prix des services, à 1,2 % en moyenne annuelle, est au même niveau qu'en 2014.

L'inflation (IPCH) a également baissé en France en 2015, s'établissant à 0,1 % en moyenne annuelle (après 0,6 % en 2014). L'inflation *supercore* a diminué à 0,6 % en moyenne annuelle en 2015 (après 1,0 % en 2014). En glissement annuel, les prix à la consommation en France ont aussi fortement baissé en janvier 2015 en raison de la chute des prix du pétrole, puis ils ont ensuite légèrement rebondi au cours du premier semestre. En décembre 2015, l'inflation (IPCH) s'établissait à 0,3 % en glissement annuel.

Comme dans la zone euro, cette baisse de l'inflation en France est principalement due à la chute des prix des produits pétroliers (cf. graphique 11) ainsi qu'à des prix des importations atones et à un niveau de production en deçà de son potentiel (voir encadré 4 sur les mesures de l'inflation). Suite à la forte baisse du prix du baril de pétrole brut, les prix de l'énergie ont reculé de 4,5 % en moyenne annuelle en 2015. Par ailleurs, la baisse des prix de l'énergie s'est transmise aux autres composantes de l'indice des prix en tirant à la baisse le prix des biens et services intensifs en hydrocarbures et en réduisant les coûts tout au long de la chaîne de production et de distribution. Les prix des produits manufacturés ont également contribué négativement à l'inflation en France en 2015, en raison notamment de la baisse des prix de production (-2,2 % en moyenne annuelle). En outre, la baisse du prix des produits pharmaceutiques, due aux mesures de modération inscrites dans la loi de financement de la sécurité sociale et à la montée en puissance des génériques, a également pesé négativement sur l'évolution des prix des produits manufacturés. L'inflation des prix des produits manufacturés s'est établi *in fine* à -0,3 % en moyenne annuelle en 2015,

G11 IPCH d'ensemble, IPCH hors énergie et alimentaires en France et prix du baril

(glissement annuel en %, prix du baril en euros)



Source : Eurostat et BCE.

après -0,4 % en 2014. Les prix des services ont également nettement ralenti en 2015 en France, augmentant de seulement 1,2 % en moyenne annuelle, contre 1,8 % en 2014, en raison principalement d'une baisse des prix des transports et du faible dynamisme du prix des loyers en partie indexés sur l'inflation, mais aussi du chômage élevé et de la modération du coût salarial unitaire. En revanche, les prix des produits alimentaires se sont redressés à 0,4 % (contre 0,1 % en 2014).

L'inflation IPC (indice des prix à la consommation), qui diffère légèrement de l'IPCH⁴, s'est établie à 0,0 %

en moyenne annuelle en 2015, après 0,5 % en 2014. L'écart entre les deux mesures d'inflation s'est resserré.

Au final, l'inflation en 2015 a été, en France comme en zone euro, nettement plus basse que prévue par la BCE dans son exercice de prévision fin 2014 (0,0 % pour la zone euro en moyenne annuelle, contre 0,7 % prévu), largement en raison de la baisse inattendue du prix des matières premières. L'inflation hors produits alimentaires et énergie a été, elle, seulement un peu plus basse que prévu (0,8 %

⁴ Le champ de l'IPC est légèrement différent de celui de l'IPCH : l'IPC suit les prix bruts, tandis que l'IPCH suit les prix nets des remboursements des administrations.

Encadré 4

Les différentes mesures de l'inflation apportent des informations complémentaires

L'inflation est définie comme une hausse généralisée du prix des biens et des services, et pas seulement du prix de certains produits. Lorsque l'inflation est positive, une unité de monnaie – un euro – permet d'acheter une quantité moindre de biens et services : la valeur de la monnaie diminue.

La mesure d'inflation la plus courante correspond à l'indice des prix à la consommation, ou IPC, qui mesure le prix des biens et services consommés par les ménages. Cet indice est construit à partir d'un « panier » de produits représentatifs des biens et services consommés par les ménages au cours d'une année donnée¹. Chaque produit figurant dans ce panier a un prix qui peut varier dans le temps. La hausse moyenne du prix du panier est calculée en accordant aux différents produits du panier des poids qui sont fonction de leur importance dans les dépenses totales des ménages. Chaque pays de la zone euro calcule un IPC couvrant environ 700 biens et services selon des normes comptables ou statistiques nationales. À des fins d'harmonisation et de comparaison entre pays de la zone euro, chaque institut national de statistiques de la zone euro produit également un indice de prix à la consommation harmonisé selon des normes communes (IPCH)². Le taux d'inflation de l'IPCH représente la variation du prix total du panier, en général d'une année sur l'autre ou d'un mois donné par rapport au même mois de l'année précédente.

La BCE a pour mandat de veiller à la stabilité des prix à moyen terme, stabilité définie comme une progression sur un an de l'IPCH inférieure à, mais proche de 2 % dans la zone euro. L'objectif de stabilité des prix étant de moyen terme, il est important de ne pas confondre des mouvements transitoires de l'IPCH dus à certaines composantes volatiles du panier avec un mouvement durable du niveau général des prix. Cela concerne notamment le cas du prix de l'énergie, qui suit les fluctuations du prix du pétrole. Une baisse du prix du pétrole se traduit mécaniquement par une diminution transitoire de l'indice d'inflation. Or une variation du prix du pétrole peut refléter un changement de prix relatif – le baril de pétrole s'échange contre une moindre quantité d'autres biens et services – sans incidence nécessaire sur l'évolution de la valeur de la monnaie.

Pour cette raison, il est usuel de considérer également des mesures plus restreintes de l'inflation, parfois dite sous-jacente. L'IPCH total se compose de cinq sous-indices : énergie, produits alimentaires transformés, produits alimentaires non transformés, biens manufacturés hors énergie et services. La mesure la plus courante d'inflation sous-jacente,

¹ Produits d'usage courant (tels que l'alimentation, les journaux et l'essence), biens durables (tels que l'habillement, les ordinateurs et les machines à laver), services (par exemple services de coiffure, assurances et loyers).

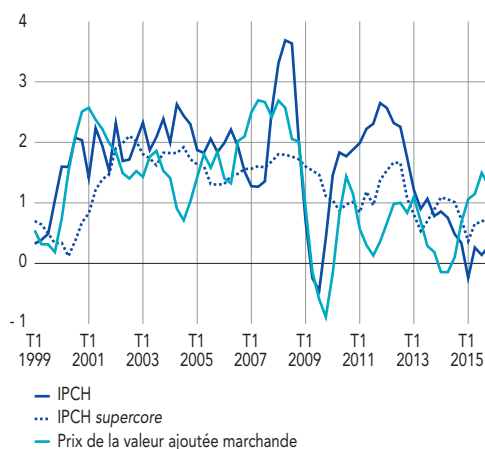
² Par exemple, seuls certains pays prennent en compte les loyers fictifs dans l'indice national, ce qui n'est pas le cas de la France. De même, le remboursement des médicaments est pris en compte dans l'IPCH, de sorte que les déremboursements de certains médicaments poussent la composante santé de l'IPCH à la hausse, alors que cette mesure est neutre dans le calcul de l'IPC français.

qualifiée d'« inflation *supercore* »³ dans l'Eurosystème, exclut les composantes très volatiles de l'énergie et des produits alimentaires (transformés et non transformés) et ne retient que les biens manufacturés hors énergie et les services. Comme le montre le graphique Ga pour la France, l'inflation sous-jacente est moins volatile que l'inflation totale et capture donc des tendances de moyen terme. Il convient toutefois de noter que les variations de prix du pétrole peuvent également avoir des effets sur l'inflation sous-jacente dans la mesure où elles se transmettent aux prix des biens et services dont la production nécessite du pétrole. Par ailleurs, lorsque les salaires sont très réactifs aux variations de prix, un mouvement transitoire du prix du pétrole peut entraîner un mouvement persistant des prix en raison de la boucle prix-salaires.

Une autre mesure de l'inflation est donnée par le déflateur de la valeur ajoutée qui prend en compte les prix de tous les biens et services produits sur le territoire national. Celui-ci constitue donc une mesure de l'inflation interne alors que l'IPCH, même sous-jacente, mesure les prix de l'ensemble des biens et services achetés uniquement par les consommateurs en France, mais incluant les biens et services importés. Ainsi, le déflateur de la valeur ajoutée peut s'écarter de l'indice des prix à la consommation en fonction notamment de l'évolution des volumes et des prix des importations et des exportations ainsi que de l'investissement. Le graphique Ga montre comment l'inflation du déflateur de la valeur ajoutée marchande est en hausse depuis début 2014, même si elle reste modérée contrairement à l'inflation de l'IPCH et à l'inflation sous-jacente, la différence venant en partie du prix des biens importés.

Ga Mesure de l'inflation en France

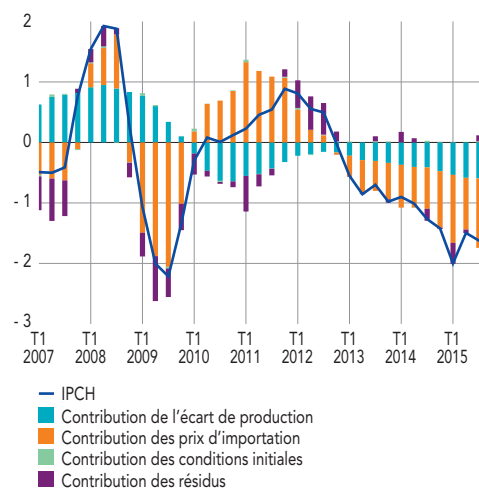
(glissement annuel en %)



Sources : Eurostat et calculs Banque de France.

Gb Contributions à l'inflation de la France

(IPCH : glissement annuel en %, en écart à sa moyenne)



Sources : Eurostat et calculs Banque de France.

³ « IPCH *supercore* » par opposition à « IPCH *core* » qui concerne l'IPCH hors énergie et alimentaire non transformé.

Une question importante pour la conduite de la politique monétaire est de déterminer les contributions respectives du prix des biens importés et du ralentissement économique national à la faible inflation depuis trois ans. Selon nos estimations pour la France ⁴, une diminution d'1 point de pourcentage de l'écart de production, c'est-à-dire la différence entre le produit intérieur brut (PIB) réalisé et le PIB potentiel, conduit à moyen terme à une diminution de l'inflation de 0,3 point de pourcentage. Ce coefficient est assez stable dans le temps même si la transmission d'une variation de l'écart de production à l'inflation semble un peu plus rapide qu'il y a quelques années. La décomposition statistique de l'inflation (graphique Gb) montre que la faiblesse des prix d'importation a contribué pour environ les deux tiers à la faible inflation et l'écart de production pour un tiers lors des quatre trimestres 2015.

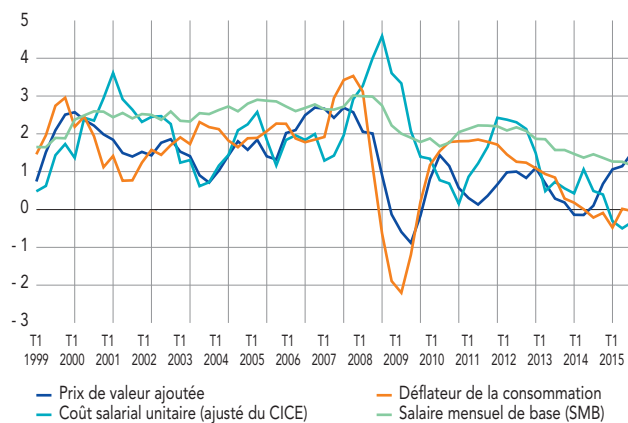
⁴ Pour plus d'informations sur la méthodologie, cf. Chatelais (N.), De Gaye (A.) et Kalantzis (Y.) (2015) : « Inflation basse en zone euro : rôle des prix d'imports et de l'atonie économique », Rue de la Banque n° 6, mai. https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/RDB_06.pdf

contre 1,0 % prévu). Ces évolutions ont été prises en compte dans les réactions de politique monétaire (cf. chapitre 3, section « Une politique monétaire réactive et présentant de multiples facettes »).

La croissance des salaires nominaux a un peu ralenti en 2015 dans un contexte d'inflation faible. La progression du salaire mensuel de base (SMB) est ainsi passée de 1,4 % en 2014 à 1,3 %. En outre, la montée en charge du CICE et la mise en œuvre au 1^{er} janvier 2015 de la première tranche des allègements de cotisations sociales prévus par le Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) ont freiné l'évolution du coût du travail. Le coût unitaire du travail avec prise en compte du CICE et du PRS, a ainsi baissé en 2015 (-0,3 % en moyenne annuelle, contre 0,6 %

G12 Prix de valeur ajoutée, évolution des salaires, coût unitaire du travail (ajusté du CICE) et prix de consommation en France

(glissement annuel, en %)



Sources : Eurostat et calculs Banque de France.

en 2014). Dans ce contexte, la hausse des prix de valeur ajoutée du secteur privé (1,3 % en moyenne annuelle, après 0,1 % en 2014) s'est traduite par une augmentation des marges des entreprises. Le dynamisme des prix

de valeur ajoutée au regard des prix à la consommation a ainsi permis à la fois une hausse du pouvoir d'achat des salariés et une hausse des marges des entreprises, une configuration largement inédite (cf. graphique 12).

Évolutions monétaires et financières : une évolution modérée des agrégats monétaires

La croissance annuelle de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro atteint + 4,7 % en moyenne annuelle en 2015, après + 3,8 % en 2014 et + 1,0 % en 2013 (cf. tableau 2). La croissance de la composante française de l'agrégat européen M3 ralentit à + 3,3 % en 2015, après + 3,6 % en 2014 et + 0,8 % en 2013. Le dynamisme des dépôts à vue se renforce dans la zone euro (+ 11,6 %

en 2015, après + 8,4 % en 2014) dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement bas qui réduit le coût d'opportunité de leur détention. En revanche, la contraction des autres dépôts monétaires s'intensifie en 2015 (- 3,5 %, après - 2,3 %), tandis que le taux de croissance des instruments négociables redevient négatif, mais dans une moindre mesure par rapport à 2013 (- 3,8 %, après + 4,0 % en 2014 et - 16,1 % en 2013).

À l'instar de ce qui est observé au niveau de la zone euro, la croissance

de la composante française à M3 est principalement portée par les dépôts à vue en 2015 (+ 14,8 %, après + 8,6 %), alors que la contraction de l'ensemble des comptes sur livrets (rubrique « Dépôts à préavis ≤ 3 mois » de la nomenclature européenne) s'atténue légèrement (- 1,3 %, après - 1,5 %). Les encours des titres d'organismes de placement collectif (OPC) monétaires en France repartent à la hausse (+ 3,8 %, après - 5,9 %).

La distribution du crédit est plus dynamique en France que dans les autres grands pays de la zone euro.

T2 Évolution des agrégats monétaires zone euro et France 2013-2014-2015

(encours en milliards d'euros, taux de croissance en %, données cvs)

Agrégats monétaires (en données cvs) ou Principaux actifs monétaires ^d	Zone euro ^{a)}				France ^{c)}			
	Encours 2015	Taux de croissance annuel ^{b)}			Encours 2015	Taux de croissance annuel ^{b)}		
	2015	2013	2014	2015	2015	2013	2014	2015
+ Billets et pièces en circulation	1 034	5,3	6,4	6,7				
+ Dépôts à vue	5 570	5,9	8,4	11,6	752	3,4	8,6	14,8
= M1	6 604	5,8	8,1	10,8	752	3,4	8,6	14,8
+ Autres dépôts monétaires	3 608	- 1,8	- 2,3	- 3,5	745	1,5	- 0,5	- 0,4
dont : Dépôts à préavis ≤ 3 mois	2 161	2,2	0,1	0,6	607	2,2	- 1,5	- 1,3
dont : Dépôts à terme ≤ 2 ans	1 447	- 6,4	- 5,4	- 9,0	139	- 1,1	3,6	4,0
= M2	10 212	2,5	3,8	5,3	1 498	2,3	3,5	6,7
+ Instruments négociables	627	- 16,1	4,0	- 3,8	337	- 14,7	- 0,3	- 2,0
dont : titres d'OPC monétaires	479	- 10,4	2,6	11,5	254	- 13,2	- 5,9	3,8
dont : pensions	77	- 9,2	0,8	- 38,2	21	- 0,7	- 4,6	- 28,0
dont : titres de créance ≤ 2 ans	71	- 38,0	18,7	- 26,2	61	- 24,3	30,0	- 11,6
= M3	10 840	1,0	3,8	4,7	1 834	- 1,7	2,8	5,0
+ Engagements monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					156	18,6	8,7	- 14,8
- Avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					40	- 23,0	- 10,0	- 7,6
Composante française de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro ^{d)}					1 950	0,8	3,6	3,3

a) Opérations des institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro.

b) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation.

c) Opérations des IFM résidentes avec les autres résidents français.

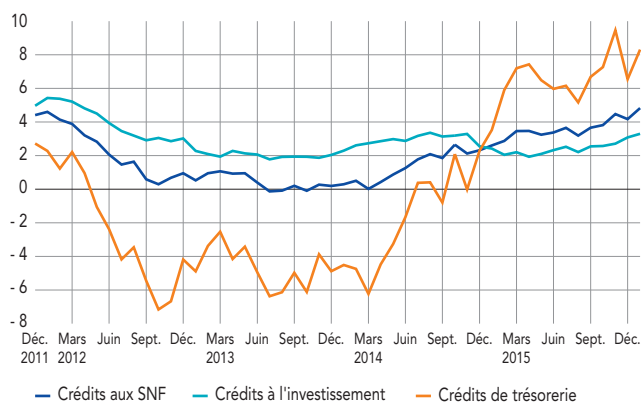
d) Engagements à moins de deux ans des IFM résidant en France, hors pièces et billets en circulation, vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro, hors IFM, administrations centrales et CCP), ainsi que, par assimilation, les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales.

Sources : Banque de France, BCE.

Le taux de croissance annuel des crédits accordés aux sociétés non financières (SNF) françaises augmente de 4,2 % en moyenne en 2015, après + 2,3 % en 2014 (cf. graphique 13). Cette progression concerne aussi bien les crédits de trésorerie que les crédits d'investissement qui, ensemble, constituent la quasi-intégralité (92 %) des crédits aux SNF françaises. La progression des crédits de trésorerie s'accroît fortement, passant de + 2,3 % en moyenne en 2014 à + 6,6 % en 2015. Le taux de croissance des crédits à l'investissement est également en hausse (+ 3,1 %, après + 2,6 %). La France se distingue ainsi des autres grandes économies de la zone euro qui connaissent des taux de croissance plus faibles des crédits aux SNF. Ainsi, les taux d'évolution sont encore légèrement négatifs en Italie (- 0,6 %, après - 2,6 % fin 2014) ou en Espagne (- 1,1 %, après - 6,4 %). En Allemagne, le taux de croissance annuel des crédits aux SNF est redevenu positif en juillet 2015 et atteint + 0,8 % sur l'année 2015.

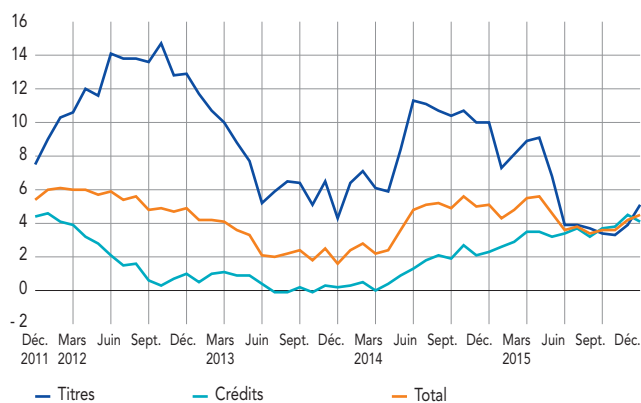
Le taux de croissance des titres de créance émis par les SNF françaises diminue fortement, atteignant + 3,9 % en juin 2015, après + 10,0 % en 2014 et + 4,3 % en 2013 (le chiffre de 2014 était cependant porté par une opération unitaire importante).

G13 Taux de croissance annuel des crédits aux SNF, corrigé de la titrisation en France
(en %)



Source : Banque de France.

G14 Taux de croissance annuel de l'endettement des SNF par instruments en France
(en %)



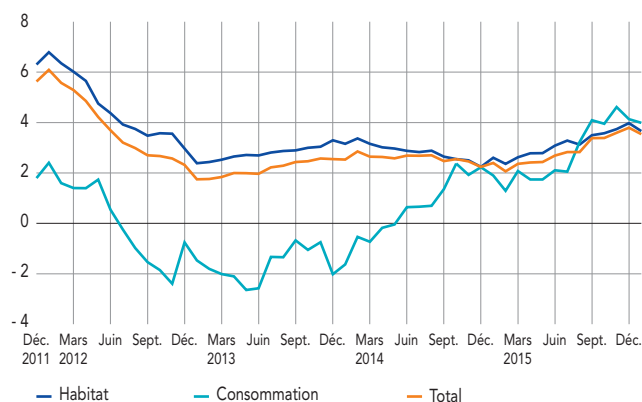
Sources : Banque de France, BCE.

Le financement de marché progresse à un rythme quasiment similaire à celui des crédits bancaires au deuxième semestre 2015 (+ 4,2 % pour les crédits à fin 2015, contre + 5,1 %

pour les titres). Au total, le rythme d'accroissement de l'endettement des SNF françaises reste très élevé, à + 4,5 % en décembre 2015, après + 5,1 % en 2014 (cf. graphique 14).

La progression des crédits aux ménages augmente en France (+ 3,8 % fin 2015, après + 2,2 % fin 2014), tirée par la hausse plus forte des crédits à l'habitat en 2015 (+ 4,0 %, après + 2,2 % fin 2014) et des crédits à la consommation (+ 4,1 %, après + 2,2 %) (cf. graphique 15). Comme les années précédentes, la France reste en tête des grandes économies de la zone euro pour la distribution de crédits aux ménages, dont la progression est moindre en Allemagne (+ 2,8 %) et en Italie (+ 0,8 %), la contraction se poursuivant en Espagne (- 2,2 %).

G15 Taux de croissance annuel du crédit aux ménages en France
(en %)



Source : Banque de France, BCE.

Encadré 5

Le comportement financier des ménages français : changements et permanences dans un environnement de taux bas

Le flux total des placements financiers des ménages français s'établit à + 104 milliards d'euros en 2015, en nette hausse (après + 75 milliards en 2014). Fin 2015, le montant des principaux placements des ménages s'établit à 4 460 milliards.

Les montants placés sur les dépôts à vue ainsi que les placements bancaires sous forme d'épargne logement continuent d'augmenter et la souscription nette de contrats d'assurance-vie reste soutenue. Les souscriptions nettes de contrats d'assurance-vie se maintiennent à un niveau élevé, soutenues notamment par le cadre fiscal favorable. Dans un contexte d'incertitudes macroéconomiques et financières élevées, les ménages continuent de privilégier les contrats en euros, qui concentrent 80 % des flux annuels bruts, mais moins qu'en 2014 où ils constituaient 85 % des flux.

À l'inverse, les ménages procèdent à des retraits accrus de leur épargne placée sur les livrets et comptes à terme. En effet, la baisse des taux d'intérêt à court terme et, à un degré moindre, celle des taux du livret A ¹ réduisent

¹ À compter du 1^{er} août 2015, le taux de rémunération du Livret A est ainsi passé à 0,75 %, contre 1 % précédemment.

le coût d'opportunité de détention du numéraire et des dépôts à vue dont les flux sont largement positifs (+ 38,4 milliards en 2015, après + 22,4 milliards en 2014). En outre, la rémunération élevée des plans d'épargne logement (PEL), malgré une baisse d'un demi-point en février 2015 pour les nouveaux contrats, a encore incité à des arbitrages en leur faveur ². Parallèlement, les ménages français poursuivent leurs cessions de titres de créance, quoiqu'à un rythme moins soutenu qu'en 2014 (- 3,3 milliards, après - 10,5 milliards en 2014). En revanche, contrairement aux années précédentes, ils achètent à nouveau des titres d'OPC (+ 3,1 milliards, après - 4,9 milliards en 2014 et - 8,4 milliards en 2013).

Le recours à l'endettement des ménages s'est nettement accru. Après un très léger recul en 2014, le flux net d'endettement des ménages augmente sensiblement en 2015, atteignant 35,0 milliards (après + 21,5 milliards en 2014). Les crédits immobiliers augmentent fortement en lien avec la reprise des transactions sur le marché de l'immobilier ancien, lesquelles progressent de + 15,7 % (après - 3,4 % en 2014). Cette reprise est favorisée par l'environnement de taux bas et la légère diminution des prix. Fin 2015, l'encours de l'endettement des ménages s'élève à 1 236 milliards.

Au total, le taux d'épargne financière des ménages, correspondant à l'épargne brute des ménages (le revenu disponible brut diminué des dépenses de consommations finales) dont on retranche la FBCF – essentiellement de l'investissement logement – et d'autres opérations en capital significatives, augmente en 2015 passant de 6,0 % en 2014 à 6,6 % en 2015. En effet, en 2015, la hausse des flux de placements financiers s'accompagne d'une augmentation un peu moins importante de la dette des ménages.

² Par ailleurs, à compter du 1^{er} février 2016, le taux de rémunération des PEL nouvellement souscrits a été réduit d'un demi-point, à 1,5 %.

Ta Placements financiers des ménages français

(flux annuels, sauf spécifié, en milliards d'euros)

	2013	2014	2015
Placements financiers	73,2	75,0	103,7
Dépôts à vue et numéraire	20,9	22,4	38,4
Placements bancaires	11,7	4,3	6,9
Livrets A, livrets bleus et LDD	24,6	-2,5	-8,3
Livrets soumis à l'impôt	-10,5	-2,9	0,7
Autres livrets	-5,2	-4,1	-2,0
PEL	9,5	18,2	24,0
Comptes à terme et PEP	-6,7	-4,4	-7,5
Titres	1,7	-1,7	9,4
Titres de créance	-6,5	-10,5	-3,3
Actions cotées	-6,8	5,5	1,4
Actions non cotées et autres participations	23,4	8,2	8,2
Titres d'OPC	-8,4	-4,9	3,1
Contrats d'assurance-vie	38,9	50,0	49,0
Endettement	22,9	21,5	35,0

Source : Banque de France.

3

Les réponses en termes de politique monétaire et de stabilité financière de l'Eurosystème

Une politique monétaire réactive et présentant de multiples facettes

Fin 2014, les risques de récession et d'une inflation trop basse de façon trop persistante étaient substantiels. La plupart des indicateurs de l'inflation effective ou anticipée étaient orientés à la baisse, sous l'effet combiné de la baisse continue des prix du pétrole, des possibles effets de second tour sur la formation des salaires et de la sous-utilisation des capacités de production dans la zone euro.

Ces développements relatifs à l'inflation réalisée et anticipée risquaient d'affaiblir plus encore une conjoncture déjà défavorable. En effet, une inflation courante trop basse augmente la charge réelle de la dette pour les emprunteurs et une faible inflation anticipée augmente, toutes choses égales par ailleurs, le rendement réel des produits d'épargne, ce qui réduit les incitations à la consommation ou à l'investissement. De plus, du fait de la rigidité à la baisse des salaires

nominaux, les ajustements sur le marché du travail sont plus coûteux en emplois en période d'inflation basse, car le salaire réel ne peut pas toujours suffisamment s'ajuster. Au-delà de ces effets négatifs à court et moyen terme, l'absence de réaction des autorités monétaires de la zone euro aurait fait peser des risques conséquents sur la crédibilité de l'objectif de stabilité des prix à plus long terme et, en conséquence, sur l'ancrage des anticipations d'inflation du secteur privé.

En conséquence, la BCE a réaffirmé ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*). Cette stratégie a été introduite en juillet 2013 par le Conseil des gouverneurs qui s'est engagé à garder les taux directeurs très bas pour « une période de temps étendue ». Ce type de politique vise à influencer les anticipations de taux directeurs futurs et permet donc à une banque centrale d'agir sur la courbe des taux même quand les taux directeurs sont à des niveaux planchers. Par ailleurs, en s'engageant à maintenir une orientation

accommodante de sa politique monétaire pour une période de temps étendue, la banque centrale favorise la baisse des taux d'intérêts réels *ex ante* à moyen et long terme. Cette baisse des taux réels soutient la demande agrégée et *in fine* doit permettre d'atteindre une trajectoire d'inflation réalisée cohérente avec le mandat de stabilité des prix.

En janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a de plus décidé d'étendre le programme d'achats d'actifs mis en place en 2014. Ce programme, qui visait déjà à améliorer la transmission de la politique monétaire en desserrant davantage les conditions de crédit dans l'économie réelle, se concentrait sur les obligations sécurisées (*covered bonds*) et les titres adossés à des portefeuilles de prêts (*asset backed securities*)⁵. L'extension de ce programme d'achat d'actifs (*Expanded Asset Purchase Programme – EAPP*) a permis

⁵ À fin 2015, les encours des opérations réalisées dans le cadre du CBPP3 (programme d'achats d'obligations sécurisées) et de l'ABSPP (programme d'achat de titres adossés à des actifs) s'élevaient respectivement à 143,8 et 15,3 milliards d'euros.

Encadré 6

Un impact positif de l'EAPP (le programme étendu d'achats d'actifs – *Extended Asset Purchase Program*) sur la croissance et l'inflation

Un programme d'achats d'actifs permet de réduire les coûts de financement des agents économiques (*i.e.* les taux longs réels) et ainsi de soutenir l'inflation et l'activité. La baisse des taux longs réels découle de plusieurs mécanismes.

- Baisse des rendements des titres éligibles au programme. L'achat de titres par la banque centrale réduit les rendements des actifs directement ciblés en contribuant à une réduction de l'offre nette disponible de ces actifs sur le marché.
- Baisse des rendements d'autres classes d'actifs et des taux bancaires via une réallocation des portefeuilles. Le rachat de titres à faible risque à des investisseurs ou à des banques pousse ces derniers à réinvestir le produit qu'ils retirent de cette vente sur d'autres classes d'actifs financiers (comme des obligations d'entreprise, des obligations de banque, des actions, etc.). La demande pour ces autres actifs augmente et par conséquent leur prix, ce qui est équivalent à une baisse de leur rendement. La hausse des prix des obligations et des actions des banques réduit leur coût de refinancement. Ceci leur permet d'offrir des prêts aux entreprises et aux ménages à des taux plus avantageux, ce qui favorise les dépenses en investissement et la consommation.
- Renforcement de la *forward guidance*. L'achat d'actifs de long terme à des taux faibles ou très faibles expose la banque centrale à un coût d'opportunité et renforce donc la crédibilité de l'engagement de la banque centrale à ne pas remonter les taux d'intérêt dans le futur.
- Effet indirect sur le taux de change. Une partie du redéploiement de l'épargne placée sur les titres achetés par la banque centrale se fait vers des titres étrangers. Les achats de titres augmentent alors la demande pour les devises (dollar ou franc suisse dans le cas de la zone euro). La dépréciation de la monnaie qui en découle peut soutenir les exportations. Par ailleurs, la dépréciation de l'euro a un impact direct sur l'inflation au travers des prix des biens et services importés.

Les effets du programme étendu d'achats d'actifs dans la zone euro sont significatifs. L'ensemble des taux d'intérêt a diminué régulièrement dès l'anticipation du programme à l'été 2014, ce qui a renforcé l'impact des autres mesures de politique monétaire prises en juin 2014 ¹ (cf. graphique Ga).

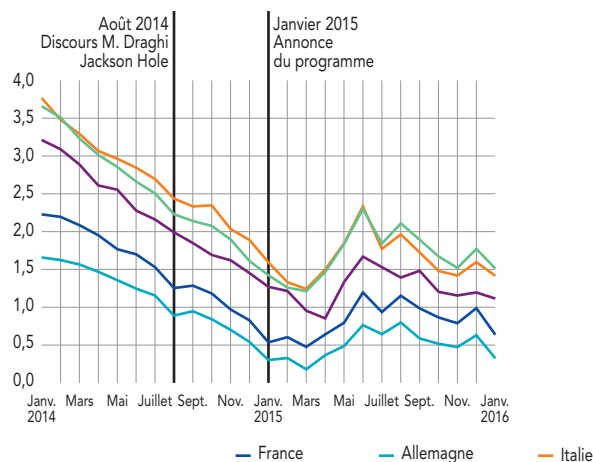
En moyenne, les taux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro ont diminué d'environ 150 points de base entre juin 2014 et début mars 2015 (cf. graphique Ga), entraînant à leur suite les taux d'intérêt des emprunts des institutions

¹ Baisse du taux de facilité de dépôt à -0,1 % et lancement des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTROs).

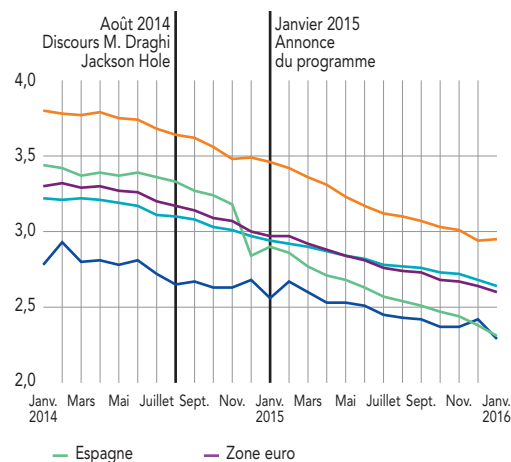
Ga Évolutions des taux d'intérêt en zone euro

(en %)

Taux souverains à 10 ans



Taux bancaires composites aux entreprises non financières



Note : Taux souverains à 10 ans ; taux de l'encours des prêts bancaires aux SNF.
Source : Datastream.

financières, des entreprises et des ménages. Les rendements des obligations bancaires ont notamment reculé, de 75 points de base en moyenne entre début juin 2014 et mars 2015 ². Une part importante de ces baisses est attribuable aux mesures d'assouplissement du crédit et à l'annonce du programme d'achats d'actifs.

Les améliorations des conditions sur les marchés financiers ont aussi été transmises efficacement par le système bancaire à l'économie réelle. Les taux débiteurs composites des prêts aux sociétés non financières en zone euro ont baissé de 70 points de base entre mi-2014 et la fin 2015 (cf. graphique Ga/Taux bancaires). Par ailleurs, il apparaît que les améliorations des conditions de financement concernent non seulement les grandes entreprises mais également les petites et moyennes. Les banques de la zone euro font aussi état d'un assouplissement net des critères d'octroi des prêts aux entreprises au quatrième trimestre 2015. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey – BLS*) publié par la BCE, la faiblesse générale des taux d'intérêt a contribué à la hausse de la demande de prêts fin 2015 ³.

² Début du lancement du programme d'achats d'actifs.

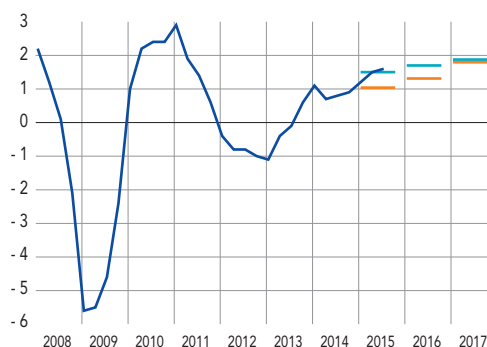
³ Enquête BLS de janvier 2016 sur la distribution du crédit bancaire, publiée par la BCE. Le solde net de banques rapportant une hausse de leur demande de prêts par rapport à celles rapportant une baisse est de 27 % au quatrième trimestre 2015, contre 16 % au trimestre précédent.

L'amélioration des conditions de financement a un impact positif sur la situation macroéconomique. Selon des estimations de l'Eurosystème, les mesures décidées en janvier 2015 contribueraient ainsi pour un point à la croissance cumulée du PIB réel de la zone euro entre 2015 et 2017 (cf. graphique Gb/Croissance du PIB). De plus, en l'absence de ces mesures, l'inflation prévue serait inférieure d'au moins un demi-point en 2016 et d'un quart ou un tiers de point en 2017 (cf. graphique Gb/Inflation).

Gb Croissance du PIB et inflation en zone euro (projections Eurosystème, décembre 2015)

(glissement annuel, en %)

Croissance du PIB



Inflation (indice des prix à la consommation harmonisé)



— Glissements annuels observés et prévus

— Prév. moyenne sur l'année

— Prév. moyenne sur l'année hors mesures de janvier 2015

Sources : Eurostat, prévisions et calculs Eurosystème.

d'inclure des obligations souveraines des États de la zone euro et des titres émis en euro par les agences publiques de la zone euro ainsi que par les institutions européennes⁶. Comme le détaille l'encadré 6, ce renforcement de l'assouplissement quantitatif permet de soutenir l'activité et les prix en réduisant les taux longs, c'est-à-dire le coût du financement externe des entreprises et des ménages, et, étant donné l'évolution de l'euro, en soutenant les prix des biens importés et les exportations.

Dans le détail, lors de cette extension du programme d'achat d'actifs, il a été décidé d'acheter des titres des secteurs public et privé pour un montant de 60 milliards d'euros chaque mois, et ceci pour une période allant au moins jusqu'à septembre 2016, et en tout cas au moins jusqu'à un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif de moyen terme (une inflation inférieure à, mais proche de 2 %). Le programme d'achat étendu de titres a été prolongé en décembre 2015

de six mois jusqu'à fin mars 2017 au moins. L'Eurosystème a alors également indiqué que les montants des tombées des titres arrivant à échéance seraient réinvestis aussi longtemps que nécessaire pour assurer le maintien de l'excédent de liquidité à un niveau suffisamment élevé. À fin 2015, les encours de titres achetés par l'Eurosystème dans le cadre du PSPP (programme d'achats de titres

⁶ Mécanisme européen de stabilité (MES), Fonds européen de stabilité financière (FESF), Banque européenne d'investissement (BEI) par exemple.

du secteur public) s'élèvent respectivement à 433 milliards pour les titres souverains et à 60 milliards pour les titres supranationaux.

Techniquement, l'Eurosystème a déterminé le périmètre des titres achetés en fixant leur détention maximale à hauteur de 33 % de chacune des souches et en limitant les achats aux titres dont les rendements se situent au-dessus du taux de la facilité de dépôt. Des critères d'éligibilité supplémentaires sont appliqués pour les titres émis par les États bénéficiant d'un programme d'assistance UE/FMI. L'Eurosystème a aussi mis en place des mécanismes visant à prévenir d'éventuelles tensions induites par une raréfaction des titres disponibles sur les marchés, notamment des facilités de prêt de titres ouvertes aux intervenants de marché. Conformément au principe de décentralisation, et comme pour l'ensemble des opérations de politiques monétaire, l'EAPP est mis en œuvre pour l'essentiel par les banques centrales nationales (BCN). Si la BCE achète des titres souverains de tous les États, ainsi que des titres d'agences publiques, dans la limite de 8 % du programme, les BCN conduisent le reste du programme relatif aux titres souverains, titres supranationaux,

ainsi qu'aux titres publics régionaux et locaux, l'extension du programme à ces derniers ayant été décidée en décembre 2015.

Outre son rôle de gestionnaire d'actifs (*Asset manager*) dans le cadre de l'ABSPP, qui se concrétise par la conduite d'achats d'ABS pour le compte de l'Eurosystème, la Banque de France est fortement impliquée dans la mise en œuvre du programme de l'EAPP, d'une part via l'achat direct sur le marché secondaire d'une partie des titres souverains et supranationaux, d'autre part via la gestion d'une facilité de prêt des titres achetés dans le cadre du PSPP. De plus, en même temps que la banque centrale des Pays-Bas (De Nederlandsche Bank) et que la banque centrale de Lituanie (Lietuvos Bankas), la Banque de France a contribué à la mise en place d'un dispositif d'enchères inversées sur les titres d'émetteurs supranationaux afin d'accroître la capacité d'achat de l'Eurosystème. Ce système d'enchères inversées étant désormais pleinement validé, la Banque de France poursuivra la conduite de ces opérations d'achat par adjudication pour le compte de l'Eurosystème.

Les évolutions économiques défavorables observées au cours de l'année 2015 ont nécessité un

recalibrage des actions de la BCE pour conforter des conditions de refinancement très accommodantes, adaptées au contexte macroéconomique. En effet, le rebond limité de l'activité en zone euro ainsi que les évolutions du prix du pétrole ont à nouveau dégradé les perspectives d'inflation à moyen terme. Les projections d'évolution de l'IPCH pour la zone euro produites par l'Eurosystème en décembre 2015 ont été révisées à la baisse par rapport à celles de septembre 2015, à des niveaux trop faibles au regard du critère quantitatif de la stabilité des prix (une inflation inférieure à, mais proche de 2 %). C'est pourquoi le Conseil des gouverneurs a décidé, en décembre 2015, d'ajuster le calibrage de ses mesures de politique monétaire. En plus des mesures concernant le programme d'achats de titres évoquées précédemment, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base à -0,30 %, l'ancrant fermement en territoire négatif (voir aussi encadré 7), alors que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (MRO) était maintenu au niveau très bas de 0,05 % et que celui de la facilité de prêt marginal restait à 0,30 %. Cette décision a été complétée par celle de conserver aussi longtemps que nécessaire, et au moins jusqu'à mi-2017, les modalités

d'allocation pleine et entière à taux fixe pour les MRO et opérations de refinancement à plus long terme (LTRO). De surcroît, comme en 2014, les contreparties de politique monétaire ont également pu bénéficier en 2015 du maintien de la large gamme d'actifs acceptés en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème, et ce jusqu'en septembre 2018 au moins, soit la maturité des opérations TLTRO (*targeted long term refinancing operation*).

Enfin, des opérations ciblées de refinancement à long terme, qui s'ajoutent aux mesures de politique monétaire conventionnelles que sont les opérations de refinancement à plus long terme (LTRO), se sont poursuivies tout au long de 2015. Lancées en septembre 2014 avec une échéance fixée à septembre 2018, ces opérations visent à stimuler l'octroi de crédits aux acteurs économiques (prêts aux entreprises non financières et prêts aux ménages hors crédits immobiliers). Pour renforcer l'attractivité de ces opérations, l'Eurosystème a notamment supprimé l'écart de taux de 10 points de base pratiqué sur ces opérations par rapport au taux des opérations principales de refinancement en 2015. L'encours des crédits octroyés lors des quatre opérations conduites en 2015 s'élevait

à 205 milliards, montant s'ajoutant aux 212 milliards alloués en 2014 aux établissements de crédit de la zone euro lors des deux premières TLTRO. Avec un encours de 417 milliards, les TLTRO représentaient donc à fin 2015 près des trois quarts de l'encours de refinancement de l'Eurosystème toutes opérations de crédit confondues (soit un total de 559 milliards).

Toutes les mesures prises se renforcent mutuellement pour assouplir les conditions de financement de l'économie et donc soutenir l'activité et l'inflation en zone euro. D'une part, la réduction du taux de la facilité de dépôt (taux à très court terme) abaisse le niveau de la courbe des taux, puisque tous les taux à des horizons plus longs dépendent des taux courts présents. De surcroît, la stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs et l'assouplissement quantitatif aplatissent la courbe des taux. Enfin, pour des niveaux de taux courts (présents et anticipés) donnés, les achats d'actifs compriment les primes de risque et abaissent tous les taux jusqu'aux maturités les plus longues. L'année 2015 a donc démontré l'engagement du Conseil des gouverneurs de la BCE à mettre en œuvre une gamme étendue d'outils pour ajuster l'orientation de sa politique monétaire en fonction du

contexte économique, face à des risques d'inflation trop basse de façon prolongée.

Toutefois, il convient de souligner aussi que, si la politique monétaire peut et a fait beaucoup, elle ne peut pas tout. Les autres politiques économiques ont également un rôle important à jouer. Le mandat confié à la politique monétaire est de garantir la stabilité des prix, ce qui soutient l'activité, mais ne peut suffire à assurer une prospérité durable. Afin de bénéficier pleinement des effets des mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, d'autres dimensions de la politique économique doivent également agir, afin de soutenir la croissance potentielle de la zone euro. Le rôle des politiques budgétaires est important pour permettre une croissance durable. Par ailleurs, les réformes structurelles, notamment du marché du travail, ont un rôle majeur à jouer dans le retour de l'économie de la zone euro à son plein potentiel en favorisant la création d'emplois et d'entreprises (cf. chapitre 4). Le caractère très accommodant de la politique monétaire ne doit en aucun cas être perçu comme permettant de repousser les réformes nécessaires. Au contraire, ce soutien de court terme à l'activité économique doit faciliter la mise en œuvre de réformes.

Encadré 7

Mécanismes et conséquences des taux d'intérêts négatifs sur les acteurs de marché

Contexte

Effectivement mis en œuvre en juin 2014, l'ancrage en territoire négatif du taux appliqué à la facilité de dépôt constitue l'une des mesures adoptées par l'Eurosystème – aux côtés de l'utilisation de la *forward guidance*, des programmes d'achats de titres et des opérations de refinancement ciblées à long terme – dans le cadre de l'assouplissement de sa politique monétaire, afin de lutter contre le risque déflationniste. L'action de l'Eurosystème s'inscrit dans un environnement où d'autres banques centrales – telles que celles de Suisse, de Suède, du Danemark et du Japon – ont elles aussi choisi d'appliquer une politique de taux d'intérêt négatifs.

Mise en œuvre

Le positionnement du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif a été conduit de façon graduelle par l'Eurosystème (cf. graphique Ga). Le premier passage en territoire négatif date de juin 2014, le taux étant abaissé à $-0,10\%$. Puis, le Conseil des gouverneurs de la BCE du 4 septembre 2014 a décidé d'abaisser à nouveau ce taux, de 10 points de base supplémentaires (à $-0,20\%$). Enfin, un abaissement supplémentaire du taux de dépôt à $-0,30\%$ a été décidé par le Conseil des gouverneurs du 3 décembre 2015.

Effets attendus

Le taux négatif appliqué à la facilité de dépôt constitue l'un des moyens utilisés par l'Eurosystème pour respecter son mandat visant à maintenir l'inflation à un niveau inférieur, mais proche de 2%. Cette mesure est destinée à engendrer les effets suivants :

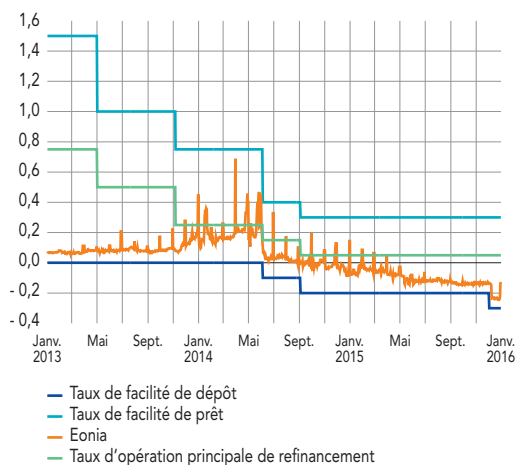
- en premier lieu, cela doit permettre une baisse de l'ensemble des taux du marché monétaire ; il en résulte un assouplissement des conditions financières en zone euro matérialisé par une baisse des taux pratiqués par les acteurs financiers, devant donner aux banques les moyens de répondre à la demande de prêts des agents non financiers. L'évolution de la courbe des taux reflète la transmission de l'impulsion de politique monétaire à des échéances plus lointaines (cf. graphique Gb) ;
- en second lieu, cela doit induire un phénomène de substitution d'actifs plus risqués et à plus fort rendement aux actifs les moins risqués et les moins rentables, encourageant *de facto* la prise de risque et, partant, la reprise économique ;

- de surcroît, cette mesure vise à améliorer la circulation de la liquidité excédentaire entre banques de la zone euro, et donc les conditions de financement des banques des pays périphériques ;
- enfin, la différence d'orientation des politiques monétaires aux États-Unis et en zone euro, qui reflète des positions différentes dans le cycle économique, a un impact sur le taux de change.

Par ailleurs, au-delà de ces effets positifs, l'Eurosystème surveille avec attention les risques potentiellement associés à cette mesure, notamment ceux concernant la rentabilité des banques et d'éventuels comportements de thésaurisation des billets.

Ga Corridor des taux de politique monétaire

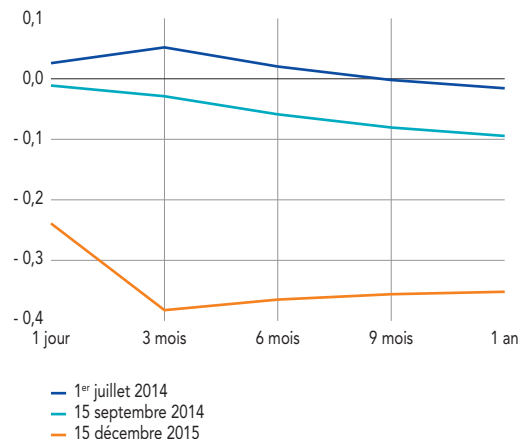
(en %)



Source : Eurosystème.

Gb Évolution de la courbe des taux suite aux décisions de l'Eurosystème

(en % ; taux un jour : Eonia ; taux 3/6/12 mois : Euribor)



Source : Eurosystème.

L'action en faveur de la stabilité financière : une action également importante pour favoriser une croissance durable, en particulier dans un environnement de taux bas

La supervision prudentielle : une surveillance des risques qui préserve le financement de l'économie

Dans le domaine bancaire, l'année 2015 marque le premier anniversaire du Mécanisme de surveillance unique (MSU), qui a instauré, sous l'égide de la BCE, un dispositif de contrôle prudentiel harmonisé dont l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) est une composante à part entière, au même titre que les autorités de supervision des autres pays membres de la zone euro. Dans ce cadre, l'ACPR a adapté son organisation afin de contribuer efficacement aux nouvelles modalités de contrôle des banques importantes de la zone euro par les équipes conjointes de supervision (*joint supervisory teams* – JST). Dans un contexte macroéconomique et monétaire qui continue de présenter de nombreux défis, l'ACPR a maintenu une supervision rapprochée des risques qui pèsent

sur la solvabilité, la liquidité et les revenus, source de solvabilité future, des banques françaises.

L'ACPR a également contribué à la mise en œuvre des nouvelles exigences prudentielles définies notamment par CRR/CRD IV. L'Autorité a ainsi procédé en 2015 à la désignation de six « autres établissements d'importance systémique (nationale) »⁷ et fixé le taux de coussin de fonds propres qui leur est applicable en fonction de leur systémicité relative⁸. Les banques françaises ont par ailleurs poursuivi leur marche vers la pleine application des nouvelles normes de solvabilité et de liquidité. Les banques se préparent également à l'entrée en vigueur future de la norme comptable IFRS 9⁹ et des nouveaux ratios définis par les textes relatifs à la résolution (MREL, TLAC¹⁰). Pour l'heure, cet effort important d'adaptation n'a pas empêché les banques françaises de continuer à assurer leur fonction première de financement de l'économie, comme en atteste par exemple la poursuite de la croissance des crédits aux sociétés non financières fin 2015 (cf. *infra*, encadré 8).

Dans le secteur de l'assurance, l'ACPR a continué à suivre activement

la préparation des organismes à l'entrée en vigueur de Solvabilité II, en réitérant notamment un exercice préparatoire de collecte des informations requises par le futur régime. Dans ce cadre, l'ACPR a ainsi demandé à un échantillon d'organismes, au titre de l'Évaluation interne des risques et de la solvabilité (en anglais ORSA – *Own Risk and Solvency Assessment*), de mesurer l'impact de l'environnement de taux bas sur leur situation, évaluation qu'ils devront mener annuellement dans le nouveau régime. L'année 2015 a également été marquée par l'instruction des nombreuses demandes d'homologation formulées par les organismes, notamment pour l'approbation de modèles internes (ou des demandes d'utilisation de mesures transitoires

⁷ Par opposition aux établissements d'importance systémique mondiale dont la désignation a résulté de l'application de la méthodologie élaborée par le Conseil de stabilité financière (FSB).

⁸ Pour plus de précisions, se référer à la liste et à la méthodologie publiées le 30 décembre 2015 au registre officiel de l'ACPR (<http://acpr.banque-france.fr/publications/registre-officiel.html>).

⁹ Cette norme IFRS 9 (*international financial reporting standards*) redéfinit les modèles de calcul des dépréciations via une refonte de la classification et de l'évaluation des actifs financiers.

¹⁰ Exigence minimale de fonds propres et de ressources éligibles pour le renflouement des banques (ou *minimum requirement for own funds and eligible liabilities for bail-in* – MREL) et capacité totale d'absorption des pertes (ou *total loss-absorbing capital* – TLAC).

par exemple). L'ACPR a en outre porté une attention particulière à l'adaptation des modèles d'affaires des organismes au contexte économique et réglementaire, tel que l'entrée en vigueur de l'accord national interprofessionnel (ANI)¹¹ relatif à la généralisation de l'assurance santé complémentaire aux salariés du secteur privé.

S'agissant de la mise en œuvre de tests de résistance, l'ACPR a participé au cours de l'année 2015 à la préparation des exercices organisés par l'Autorité bancaire européenne (ABE) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) qui se dérouleront au cours de l'exercice 2016. Parallèlement, l'ACPR a continué de développer et d'utiliser ses propres tests de résistance¹² afin d'affiner son analyse des forces et vulnérabilités des systèmes bancaires et assurantiels français, et d'en tirer des conséquences en termes de priorités de supervision.

Enfin, dans un contexte marqué par deux attaques terroristes en France, l'ACPR a renforcé ses actions de contrôle des dispositifs de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, dont plusieurs ont abouti à des sanctions.

La stabilité financière : la montée en puissance des instances macroprudentielles, en particulier dans un environnement de taux bas

L'environnement de taux bas pèse sur la rentabilité des banques en réduisant leur marge nette d'intérêt et en augmentant potentiellement la prise de risque. En effet, les banques peuvent être incitées à compenser cette baisse de revenus par une augmentation des volumes, en relâchant sans discernement leurs conditions d'octroi (ou de renouvellement) et/ou en recherchant sans assez de rigueur un rendement supérieur à travers l'exposition à des actifs plus risqués et potentiellement moins liquides. Les banques font également face à une demande accrue de renégociation des prêts. Ces demandes ont été particulièrement importantes en 2015. À court terme, l'effet est favorable sur la profitabilité des banques qui bénéficient des pénalités forfaitaires, mais ces renégociations pèsent à plus long terme sur la rentabilité bancaire. Les taux d'intérêt très bas peuvent également inciter les ménages et les entreprises à retarder leur désendettement, les rendant ainsi plus vulnérables à des chocs futurs de taux d'intérêt ou de revenu, ce qui pourrait avoir un impact

négalif sur les banques. En 2015, face à cet environnement, les banques françaises ont ajusté leurs stratégies via la recherche de nouvelles sources de revenus (facturation de la gestion des comptes courants, renforcement d'activités à forte valeur ajoutée), des cessions d'activités non stratégiques, une réduction des coûts et des effectifs et des investissements dans les technologies digitales.

L'environnement de taux bas pénalise également les assureurs, en particulier les assureurs-vie en raison de leurs engagements de long terme. Bien que les assureurs-vie aient pu maintenir leur rentabilité en 2015, leur marge financière reste sous pression en raison, d'une part, de leurs engagements garantis, même s'ils sont en général limités, et, d'autre part, du contexte concurrentiel qui les pousse à procéder à des revalorisations de leurs contrats encore trop élevées (ne prenant en compte que trop tardivement la baisse des taux de rendement de leurs placements obligataires).

¹¹ Le 11 janvier 2013 était conclu un accord national interprofessionnel (ANI) prévoyant, dans son article 1^{er}, la mise en place d'une couverture santé d'entreprise obligatoire à partir du 1^{er} janvier 2016.

¹² Les modèles développés par l'ACPR ont donné lieu en 2015 à une publication dans la collection « Débats économiques et financiers » (<https://acpr.banque-france.fr/etudes/debats-economiques-et-financiers.html>).

Enfin, l'environnement de taux bas actuel est susceptible d'affecter la situation des gestionnaires d'actifs. En 2015, on note une prise de risque modérée des investisseurs (décollectes sur les fonds obligataires et actions au profit de fonds diversifiés) et une diversification accrue des portefeuilles des fonds, notamment *via* des expositions à des non-résidents de la zone euro.

Ce contexte justifie une surveillance accrue de l'évolution des risques systémiques afin de garantir la stabilité du système financier. Une montée en puissance des instances macroprudentielles est donc importante. Pour ce faire, les autorités macroprudentielles disposent de nouveaux instruments à la fois pour garantir la résilience des institutions financières, en prenant en compte leurs interactions, et pour aider à lisser les cycles financiers dont les retournements peuvent avoir de graves conséquences pour l'économie réelle.

D'un point de vue institutionnel, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) est l'autorité macroprudentielle française. Il a été créé par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires de juillet 2013, pour prendre la suite du Conseil de régulation financière et du

risque systémique. En complément de ses pouvoirs étendus d'accès à l'information nécessaire pour mener à bien sa mission, le HCSF dispose d'une gamme étendue d'instruments macroprudentiels couvrant un champ très large d'intervenants. Son pouvoir de décision est juridiquement contraignant, ce qui lui permet d'agir rapidement et efficacement. Le gouverneur de la Banque de France, également président de l'ACPR, est membre du HCSF et dispose de prérogatives importantes car il est le seul à pouvoir proposer l'activation d'outils macroprudentiels par le HCSF. Le HCSF a rendu le 30 décembre 2015 sa première décision relative au coussin de fonds propres contracyclique. Elle a consisté, conformément aux dispositions applicables¹³, à fixer à 0 % le taux du coussin de fonds propres contracyclique pour la France. Le Haut Conseil a également décidé de reconnaître les taux des coussins de fonds propres contracycliques de la Suède et de la Norvège, fixés à 1,5 % et applicables aux expositions situées dans ces pays. L'action du HSCF s'inscrit dans le cadre institutionnel européen. Ses décisions sont prises en collaboration avec la BCE, le Comité européen du risque systémique (CERS), la Commission européenne, l'Autorité

bancaire européenne, et les autorités macroprudentielles des autres États membres de l'Union européenne.

En Europe, le CERS est responsable pour la surveillance macroprudentielle du système financier au sein de l'Union. Il a pour mission de prévenir le risque systémique et de limiter la procyclicité au niveau des pays membres de l'Union européenne, grâce à la formulation d'avis et de recommandations. La BCE, en devenant le superviseur bancaire unique pour les pays membres de la zone euro, s'est également vu dotée de pouvoirs macroprudentiels contraignants sur un certain nombre d'instruments listés dans les textes européens CRD IV et CRR (cf. *infra*)¹⁴. En matière de politique macroprudentielle, le règlement du MSU, entré en vigueur en novembre 2013 et opérationnel depuis novembre 2014, établit en effet une compétence partagée sur ces instruments entre les autorités

¹³ Article 69 de l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif aux coussins de fonds propres des prestataires de services bancaires et des entreprises d'investissement autres que des sociétés de gestion de portefeuille.

¹⁴ Directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CRD IV) et règlement (UE) n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR).

macroprudentielles nationales membres du MSU, d'une part, et la BCE, d'autre part. Le HCSF est compétent en France pour la mise en œuvre des instruments prévus dans les textes CRD IV et CRR. Cependant, il doit notifier son intention à la BCE dix jours ouvrables avant sa prise de décision. Une objection peut être faite dans les cinq jours par la BCE, objection dont l'autorité nationale devra obligatoirement tenir compte avant sa prise de décision définitive. Pour les pays participants au MSU, la BCE peut intervenir pour durcir les exigences macroprudentielles, en coopération étroite avec les autorités nationales et en respectant un délai d'information de dix jours avant sa prise de décision. Les autorités nationales ont cinq jours pour formuler leur point de vue et arguer d'éventuelles spécificités nationales avant que la BCE ne prenne la décision finale.

En France, la responsabilité de l'activation de ces outils macroprudentiels a été partagée par la loi entre le HSCF pour les instruments de nature macroéconomique et transversale et l'ACPR pour les instruments nécessitant une analyse de la situation individuelle des établissements, les deux institutions collaborant étroitement.

Le HCSF peut agir sur :

- le coussin de capital contracyclique (articles 130 et 135-140 de la directive CRD IV et article L631-2-1 du *Code monétaire et financier*), défini comme une surcharge en fonds propres de type *Common Equity Tier 1*, qui a pour objectif de « protéger le système bancaire des pertes potentielles liées à l'exacerbation d'un risque systémique cyclique [...] soutenant ainsi l'offre durable de crédit à l'économie réelle pendant tout le cycle financier »¹⁵ ;
- le coussin pour le risque systémique (articles 133 et 134 de la directive CRD IV et article L631-2-1 du *Code monétaire et financier*) qui a pour objet de prévenir et atténuer les risques systémiques ou macroprudentiels non cycliques à long terme ;
- le *flexibility package* (article 458 du règlement CRR d'applicabilité directe en droit national) qui prévoit des normes nationales plus strictes en termes d'exigences de fonds propres, d'exigences relatives aux grands risques, de publication d'informations, de niveau de coussin de conservation de fonds propres, d'exigences de liquidité, de pondérations de risque et d'exposition au

sein du secteur financier ; la fixation des conditions d'octroi de crédit est aussi prévue, ce qui inclut les ratios prêt/valeur du bien acquis, prêt/revenu de l'emprunteur et service de la dette/revenu de l'emprunteur.

L'ACPR peut de son côté fixer :

- les exigences de fonds propres supplémentaires pour les établissements financiers d'importance systémique, à savoir les coussins des établissements d'importance systémique mondiale et autres établissements d'importance systémique ;
- les pondérations plus strictes relatives aux expositions garanties par de l'immobilier résidentiel ou commercial pour les banques adoptant l'approche standard pour le risque de crédit ;
- le relèvement des valeurs minimales de pertes en cas de défaut (*loss given default*) prévues pour des expositions garanties par un bien immobilier résidentiel ou commercial, pour les banques utilisant des modèles internes pour le risque de crédit ;

¹⁵ Recommandation CERS/2014/1, recommandation A, principe 1.

- les exigences de fonds propres supplémentaires au titre du Pilier 2 « transversal ». Il s'agit d'exigences supplémentaires, par rapport aux exigences de base (Pilier 1).

En 2015, le nombre de décisions de nature macroprudentielle en Europe a sensiblement augmenté par rapport à l'exercice 2014 : 121 nouvelles mesures ont été recensées (138 en incluant la Norvège), soit une augmentation de 16 % par rapport à l'exercice

précédent. Certaines de ces mesures ont permis de pérenniser les dispositifs antérieurs mais l'augmentation est en partie due aux dispositions obligatoires de la directive CRD IV et du règlement CRR associé, notamment celles relatives à la mise en place du coussin de capital contracyclique et à la désignation des autres établissements d'importance systémique ¹⁶ qui ont représenté une centaine de décisions pour 17 pays, dont la France. De nombreuses

mesures ont également concerné le secteur de l'immobilier résidentiel ou le coussin pour le risque systémique (article 133 de la directive CRD IV).

¹⁶ Les autres établissements d'importance systémique sont les établissements d'importance systémique nationale, par opposition aux établissements d'importance systémique mondiale dont la désignation a résulté de l'application de la méthodologie élaborée par le *Financial Stability board* (FSB). En France, c'est l'ACPR qui a désigné les autres établissements d'importance systémique et décidé du taux du coussin de capital associé : cf. la liste publiée au registre officiel de l'ACPR le 30 décembre 2015 : http://acpr.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/acpr/publications/registre-officiel/20151229_Liste_AEIS.pdf

4

Les actions et réformes nécessaires pour consolider la reprise

Les actions et réformes en France

L'action en faveur du financement de l'économie : le développement d'instruments, notamment de titrisation, au service du financement des agents économiques

Le financement de l'économie s'opère via différents canaux dont certains pourraient être promus ou relancés. La titrisation peut ainsi favoriser le financement, dès lors qu'elle permet d'accroître les sources de financement des banques et d'ouvrir le marché du crédit à des investisseurs non exclusivement bancaires dans un cadre simple, transparent et standardisé. Suite à la crise financière, de nombreuses actions ont été menées pour corriger les dysfonctionnements du marché de la titrisation révélés par la crise des *subprimes* puis pour relancer les émissions. Ces initiatives jouent de front sur trois leviers : la recherche d'un traitement prudentiel favorisant une meilleure gestion des risques de la part des détenteurs de

titres adossés à des actifs ; la promotion de l'exploitation de gisements d'actifs de très bonne qualité et de structures simples ; enfin, la transparence du marché. Des réglementations européennes (notamment l'Union de marchés des capitaux – CMU) ou issues des comités de la BRI visant à continuer à sécuriser ces trois leviers sont en cours d'élaboration pour, notamment, rendre l'analyse du risque plus transparente pour les investisseurs.

Alors que l'environnement économique et réglementaire est en train de faire évoluer les modèles bancaires, la titrisation contribue en effet au financement de l'économie réelle. Ce nouvel environnement pourrait se traduire par la réduction de certaines activités de banque d'investissement et de financement ou de banque de détail et pourrait peser sur certaines conditions de financement des entreprises au sein de l'Union européenne. Dans ce contexte, le rôle positif de la titrisation dans le financement de l'économie réelle concerne principalement l'accès au refinancement des petites et moyennes

entreprises (PME). En effet, dans ce contexte d'environnement de taux bas, les grandes entreprises européennes parviennent à se financer moins cher sur les marchés qu'auprès des banques ; en revanche, les PME ne disposent pas d'un tel accès à ces marchés. À ce stade, ces nouvelles règles n'ont certes pas eu pour effet de limiter la distribution du crédit en France qui demeure dynamique, comme en témoigne la hausse des encours pour les PME et les TPE françaises, respectivement de 2,1 % et de 3,8 % en décembre 2015. Toutefois, la situation n'est pas uniforme au sein de la zone euro. Le financement de certaines PME, notamment au sein des pays périphériques, demeure affecté par la fragmentation des marchés dans la zone euro depuis la crise 2007-2008. L'augmentation de l'offre de crédits liée à la redynamisation d'une titrisation saine en Europe pourrait ainsi répondre en premier lieu aux besoins de financement des PME, dans la perspective d'une reprise économique.

En parallèle, de nouveaux modes de financement non intermédiés

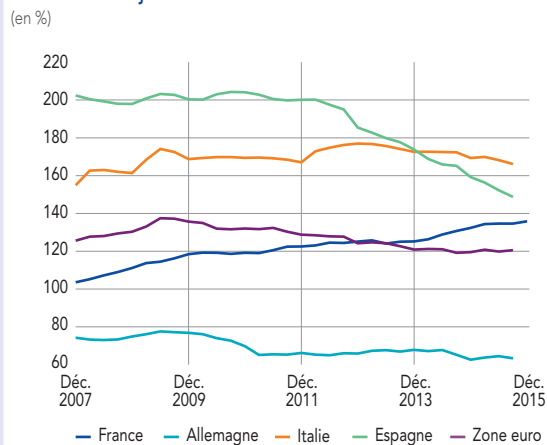
Encadré 8

L'endettement des sociétés non financières a toujours tendance à croître en France

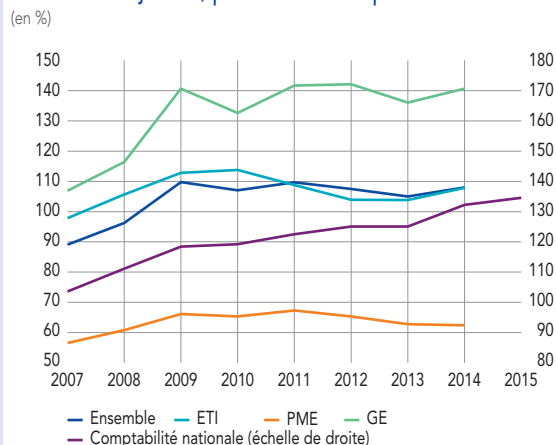
Note méthodologique : L'endettement des sociétés non financières (SNF) peut être mesuré à partir des données macroéconomiques – lesquelles facilitent notamment les comparaisons internationales – ou à partir des données individuelles d'entreprise. Les conventions comptables étant différentes entre la comptabilité nationale et la comptabilité d'entreprise, le niveau des ratios (taux d'endettement, etc.) diffère¹. L'utilisation des données d'entreprise – établies sur une base consolidée – permet d'apporter des compléments d'information utiles, car elle rend possible, en particulier, de distinguer les SNF par leur taille. Elles sont toutefois disponibles plus tardivement. Cet encadré vise à caractériser l'évolution de l'endettement des SNF dans le contexte d'après-crise en utilisant les deux types de données.

L'endettement des SNF françaises augmente de façon plus dynamique que dans les autres grands pays de la zone euro. Le ratio d'endettement des SNF en France est proche de la moyenne de la zone euro, inférieur à celui de l'Italie et de l'Espagne, mais supérieur à celui de l'Allemagne (cf. graphique Ga). En tendance, la hausse du ratio d'endettement des SNF depuis fin 2007 en France contraste cependant avec la stabilité ou la baisse observée dans les autres grands pays de la zone euro.

Ga Endettement consolidé des SNF en pourcentage de la valeur ajoutée



Gb Dette bancaire et obligataire en pourcentage de la valeur ajoutée, par taille d'entreprise



1 Pour plus de détails, voir Cahn (C.), Carlino (L.) et Lefilliatre (D.) (2016) : « Les entreprises en France en 2014 : l'activité marque le pas », *Bulletin de la Banque de France* n° 203, janvier-février. https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Bulletin-de%20la-Banque-de-France/Bulletin-203-Article-5-Entreprises-en-France-2014.pdf

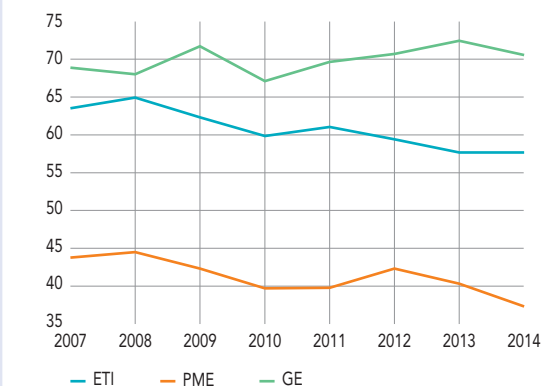
2 Pour plus de détails, voir « La situation des entreprises en 2014, dossier statistiques 1999-2014 ». https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/METHODOLOGIE_SITUATION_DES_ENTREPRISES.pdf

L'augmentation de l'endettement des SNF françaises est surtout le fait des grandes entreprises. Le ratio de dette des SNF a augmenté de près de 30 points de valeur ajoutée entre fin 2007 et fin 2015, de 10 points pour les crédits bancaires et de 20 points pour les titres de dette (obligations pour l'essentiel). Le taux d'endettement progresse notamment dans les grandes entreprises en 2014 (cf. graphique Gb), en liaison avec d'importantes opérations de restructuration¹. À l'inverse, il se contracte dans les PME comme dans les entreprises de taille intermédiaire (ETI). Au total, au niveau macroéconomique, la tendance à la hausse de la part de l'endettement dans la valeur ajoutée se poursuit en 2015, mais à un rythme moindre qu'en 2014³.

Pendant, le ratio des dettes financières sur fonds propres est stable dans les grandes entreprises. La dette des entreprises peut en effet également être mesurée par le ratio des dettes financières rapportées aux capitaux propre appelés. Ce taux doit être inférieur à 100 % afin de présenter la garantie de remboursement nécessaire aux apporteurs de fonds en cas de liquidation de l'entreprise. De ce point de vue, les entreprises dans leur ensemble maîtrisent leur endettement (cf. graphique Gc). En distribution, la majorité des entreprises est sous la valeur critique pour toutes les catégories d'entreprises, avec même une tendance à la baisse pour les PME et les ETI, alors que les grandes entreprises maintiennent un taux d'endettement stable.

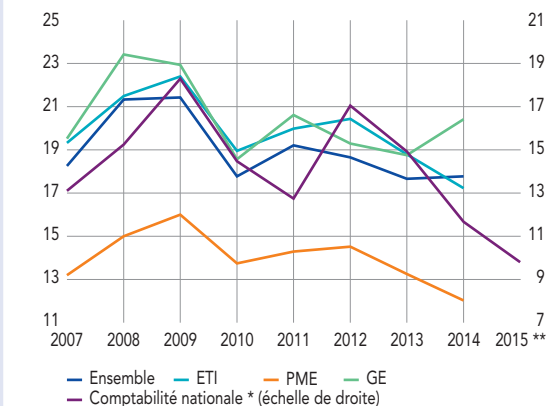
À la faveur de la baisse des taux d'intérêt, les PME et ETI enregistrent une baisse de leurs charges financières, ce qui n'est pas toujours le cas des plus grandes entreprises, à cause de la hausse de leur endettement (cf. graphique Gd)¹.

Gc Dette financière en pourcentage des fonds propres appelés
(taux médians en %)



Note : Endettement financier sur capitaux propres appelés, non retraités des doubles comptes.
Source : Banque de France².

Gd Charge financière rapportée à l'excédent brut global
(en %)



Notes : * Solde des intérêts versés moins reçus avant allocation des SIFiM⁴, rapporté à l'excédent brut d'exploitation.
** Pour 2015, il s'agit des flux cumulés sur quatre trimestres au troisième trimestre 2015.
Sources : Banque de France², Insee.

3 Pour plus de détails, voir Humbertclaude (S.) et Monteil (F.) (2016) : « Le patrimoine économique national en 2014, en repli de 1,8 % », *Bulletin de la Banque de France* n° 203, janvier-février. https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Bulletin-de%20la-Banque-de-France/Bulletin-203-Article-3-Patrimoine-economique-national.pdf

4 Les SIFiM (services d'intermédiation financière indirectement mesurés) représentent la part des services rendus par les intermédiaires financiers qui n'est pas facturée à la clientèle. Une fraction de la charge d'intérêts des emprunts bancaires des entreprises est donc considérée en comptabilité nationale comme de la consommation intermédiaire et non comme un intérêt versé. Le solde d'intérêt présenté dans le graphique Gd est corrigé de cet effet de façon à mettre en cohérence les données de comptabilité nationale avec celles issues de la comptabilité d'entreprise.

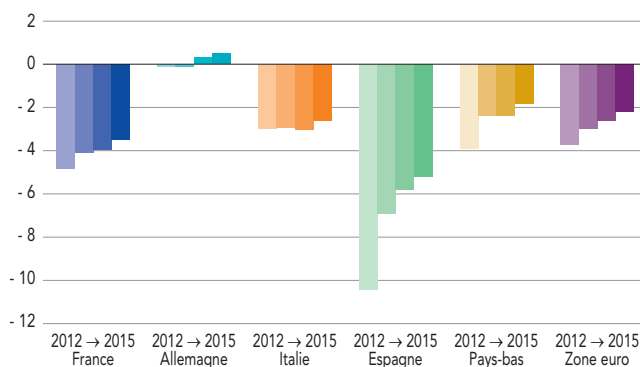
s'adressant aux PME se sont récemment développés, comme le *crowdfunding*, dont les montants collectés augmentent graduellement. Le nombre de plates-formes de finance participative spécialisées dans les prêts aux PME est en croissance. Début 2014, seul Unilend opérait sur ce segment. À fin juin 2015, on dénombrait dix plates-formes (dont Lendopolis, Finsquare, Lendix et Credit.fr). Pour les PME, l'intérêt de ce type d'emprunt réside dans la rapidité à obtenir les fonds, notamment pour des montants de taille limitée. Les montants observés des prêts sont compris entre 30 000 et 300 000 euros, pour une durée de 18 à 48 mois. Néanmoins, le taux de défaut sur les plates-formes de *crowdfunding* est supérieur à celui des banques, avec en conséquence des taux d'intérêt proposés par les plates-formes plus élevés, généralement compris entre 4 % et 9 %.

La maîtrise des finances publiques : un enjeu clé, tout particulièrement en France

L'amélioration des finances publiques dans la zone euro est nette mais inégale suivant les pays.

G16 Soldes publics

(en % du PIB)



Sources : Commission européenne pour la zone euro (CE, prévisions d'hiver pour 2015) et instituts nationaux.

En 2015, la situation budgétaire de la zone euro, en agrégé, continue de s'améliorer d'après les dernières estimations de la prévision économique d'hiver de la Commission européenne. Le solde public de la zone euro se réduirait de façon assez nette, à -2,2 % du PIB, après -2,6 % en 2014 (cf. graphique 16), et le solde primaire s'améliorerait aussi, bien que de façon beaucoup plus limitée, à +0,2 % du PIB, après +0,1 % en 2014. Le solde structurel serait de -1,1 % du PIB potentiel en 2015, après -1,0 % en 2014. Après d'importants ajustements budgétaires sur les années récentes, cette amélioration est cette fois davantage liée à l'amélioration de la conjoncture économique et à des taux d'intérêt bas, tandis que,

dans l'ensemble, l'effort structurel, donc la politique budgétaire, s'avère neutre en 2015.

Parmi les pays ayant fait l'objet d'un programme d'aide financière (Chypre, Espagne, Grèce, Irlande, Portugal), l'amélioration des finances publiques se confirme, excepté en Grèce. La croissance de l'activité en Grèce s'est en effet dégradée au second semestre 2015, avec la crainte du défaut de paiement, la paralysie du système bancaire grec et le contrôle des capitaux, ayant pour conséquence une dégradation des finances publiques. Le Portugal, l'Irlande et Chypre ont en revanche des résultats toujours significatifs et encourageants et atteignent en 2015

l'objectif d'un déficit public sous la barre des 3,0 % du PIB (après correction des mesures *one-off* pour le Portugal). En Espagne, une réduction du déficit a également eu lieu : - 5,2 % du PIB en 2015, après - 5,8 % en 2014. Pour respecter les exigences européennes dans le cadre de la procédure de déficit excessif, l'Espagne devra cependant encore conduire des actions déterminées pour atteindre l'objectif de 3 % de déficit en 2016.

L'Italie, les Pays-Bas ou la Belgique, présentent aussi des déficits publics en 2015 inférieurs à 3,0 %. En France, le déficit public se réduit également en 2015 pour atteindre 3,5 % du PIB. En février 2015, la France a bénéficié de la part de la Commission européenne d'un report de deux ans pour ramener son déficit sous la barre de 3 % du PIB seulement en 2017 (voir ci-après).

L'Allemagne continue d'afficher un solde budgétaire excédentaire (le seul parmi les grands pays) : il atteint 0,6 % du PIB en 2015, après 0,3 % en 2014. Le gouvernement allemand a décidé que les excédents budgétaires de 2015, au lieu d'être employés à rembourser la dette, pourraient en partie être consacrés à financer les coûts liés aux réfugiés.

En effet, l'année 2015 est marquée par la crise des migrants. Plus d'un million de personnes fuyant le Moyen-Orient et l'Afrique sont arrivés en Europe en 2015, principalement en Allemagne, en Suède et en Autriche. Les estimations de l'impact de la crise des réfugiés sur la croissance et sur les finances publiques sont à ce stade très incertaines. À court terme, l'accueil des réfugiés se traduit par une hausse des dépenses publiques, avec un impact mécanique sur la croissance. À moyen terme, l'impact économique dépendra de la capacité des réfugiés à s'insérer sur le marché du travail, à contribuer à la croissance et à payer ainsi des impôts et des charges sociales.

En France, le déficit public se réduit de 0,5 point en 2015 et le déficit public français atteint 3,5 % du PIB (après 4,0 % en 2014). Le déficit primaire se réduirait à 1,5 % du PIB après 1,8 %. Le solde structurel serait de - 2,5 % du PIB potentiel en 2015, après - 2,9 % en 2014 (estimations¹⁷ Banque de France à partir des informations disponibles suite à la publication du déficit de l'Insee le 25 mars 2016). Cela correspond à un effort structurel estimé à 0,4 point de PIB, mais de seulement 0,2 point de PIB environ en termes d'effort

structurel primaire. Par ailleurs, on observe, pour la première fois depuis 2008, une diminution du ratio de prélèvements obligatoires au PIB (- 0,3 point de pourcentage) ainsi qu'une diminution marquée du ratio de dépenses publiques (- 0,8 point, hors crédits d'impôts).

Du côté des prélèvements fiscaux, l'année 2015 est en effet marquée par des mesures de réduction d'impôts et charges sur les entreprises avec la poursuite de la montée en charge du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE)¹⁸, soit 16,5 milliards d'euros de créances fiscales accordées en 2015, après 10 milliards en 2014, et le début des mesures du Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) qui se traduit par un allègement de cotisations sociales de 5 milliards et une réduction de la contribution sociale de solidarité des sociétés de 1 milliard. En contrepartie, d'autres prélèvements sont toutefois en hausse (notamment les cotisations retraite pour 0,6 milliard et la fiscalité écologique pour environ 2,6 milliards).

¹⁷ Avec utilisation de la croissance potentielle estimée, comme le fait la Commission européenne dans le cadre de la procédure de déficit excessif.

¹⁸ Voir « Les réformes structurelles mises en œuvre en France », ci-après, pour le détail des mesures.

Encadré 9

La dynamique de la dette publique doit s'infléchir en France

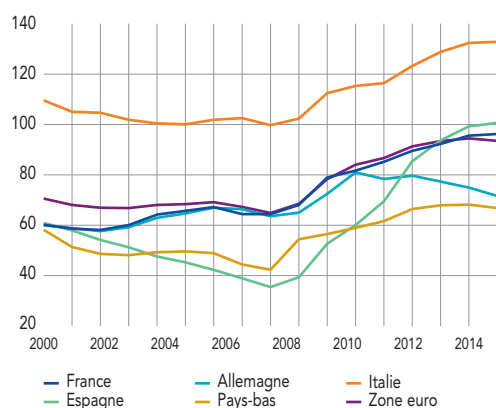
En 2015, le ratio de la dette des administrations publiques (État, sécurité sociale et collectivités locales réunis) sur le PIB de l'ensemble des pays de la zone euro a baissé pour la première fois depuis le début de la crise financière en 2008 pour atteindre 93,5 %, selon les prévisions d'hiver de la Commission européenne (cf. graphique Ga). Cette évolution agrégée reflète cependant des trajectoires et niveaux de dette publique nationaux hétérogènes.

- En France, le ratio de dette publique sur le PIB a continué de croître légèrement en 2015, de 0,4 point, pour atteindre 95,7 %. La dette publique en pourcentage du PIB a aussi augmenté en Espagne et en Italie pour atteindre respectivement environ 99 % et plus de 132 %.
- Aux Pays-Bas et encore plus en Allemagne, le ratio de dette publique sur le PIB a baissé en 2015, atteignant respectivement des niveaux de dette d'environ 65 % et 71 %, significativement inférieurs aux autres grandes économies de la zone euro. Si cette dynamique est récente aux Pays-Bas, elle a commencé plus tôt en Allemagne, où le ratio de dette a diminué d'environ 1,5 point par an en moyenne de 2011 à 2014.

Depuis le début de la crise financière, c'est-à-dire en cumulé sur la période 2007-2015, le ratio de dette publique sur PIB de la zone euro a augmenté de presque 29 points (cf. graphique Gb). Cette hausse est attribuable pour moitié

Ga Évolution du ratio de dette publique sur le PIB dans les cinq plus grandes économies de la zone euro

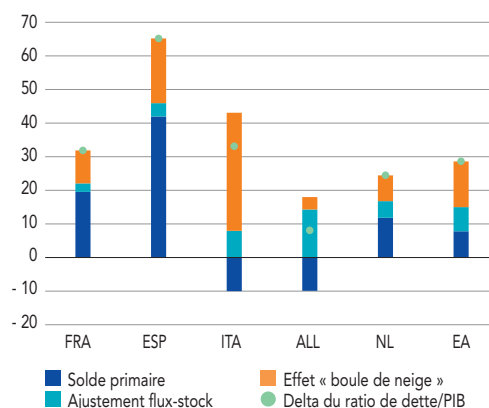
(en % du PIB)



Sources : Commission européenne, base de données Ameco ; Insee.

Gb Décomposition du cumul de dette sur la période 2007-2015

(en points de pourcentage)



Sources : Commission européenne, base de données Ameco ; Insee ; calculs Banque de France.

environ à l'effet « boule de neige », c'est-à-dire au fait que la dette nominale s'est accumulée plus vite que n'a progressé le PIB nominal du fait de taux d'intérêt de la dette supérieurs à la croissance de l'activité. La dynamique du solde public primaire (excluant les dépenses d'intérêt de la dette) et l'ajustement flux-stock (les transactions financières sans contrepartie sur le budget, comme l'achat d'actifs financiers dans le cadre des plans d'aide au système bancaire) ont contribué à l'autre moitié de la hausse.

Ici encore, l'évolution du ratio de dette publique de l'ensemble de la zone euro masque des facteurs nationaux spécifiques.

- La France a eu chaque année, sur cette période, un solde primaire en déficit, dont le cumul a contribué à la plus grande partie de la hausse du ratio de dette sur PIB. Le déficit primaire a ainsi contribué à augmenter la dette publique de 20 points de PIB environ en France depuis 2007. Il en est de même en Espagne où le déficit primaire a contribué à augmenter la dette publique d'environ 40 points de PIB. Ceci s'explique par l'importance des stabilisateurs automatiques, des plans de relance et, par une consolidation plus tardive, notamment en France ainsi que, pour l'Espagne, par l'impact de l'éclatement de la bulle immobilière.
- En Italie, c'est l'effet « boule de neige » qui a eu le plus grand impact sur la hausse du ratio de dette sur PIB. Cela vient du niveau élevé de la dette italienne avant crise (déjà égale à 100 % du PIB en 2007) et du fait de conditions de refinancement de la dette italienne sur les marchés significativement dégradées pendant plusieurs années alors que la croissance italienne est restée faible. La contribution du solde primaire a partiellement contrebalancé l'effet « boule de neige », l'Italie affichant quasiment chaque année sur cette période un solde primaire excédentaire.
- Aux Pays-Bas où la hausse cumulée de la dette a été plus modérée, le solde primaire a contribué pour moitié environ à la hausse du ratio de dette sur PIB, tandis que l'effet boule de neige y contribuait pour un tiers.
- En Allemagne, la recapitalisation du système bancaire et financier (via l'acquisition d'actifs comptabilisés dans l'ajustement flux-stock) a contribué à la hausse du ratio de dette publique sur la période. En revanche, le solde primaire excédentaire en cumul sur 2008-2015 a limité cette hausse de la dette à seulement 8 points de PIB environ.

Il est donc essentiel de stabiliser très rapidement puis de faire décroître le ratio de dette publique sur PIB en France, comme c'est déjà le cas dans l'ensemble de la zone euro. Pour cela, une action déterminée de diminution du déficit primaire est essentielle, pendant une période où il est par ailleurs possible de bénéficier de taux d'intérêt très bas et d'une croissance plus ferme.

Du côté des dépenses publiques, le ralentissement se confirme en 2015 : leur évolution nominale hors crédits d'impôts est de 0,9 % en 2015, après 1,0 % en 2014, contre une moyenne de 3,5 % par an entre 2002 et 2012. Cette maîtrise des dépenses en valeur est facilitée par une inflation quasi nulle et par une charge d'intérêts en baisse. Sur le champ des dépenses primaires et avec des calculs en volume déflatés par l'IPC hors tabac, on observe cependant une augmentation de 1,1 % en 2015, après 0,8 % en 2014 mais de 2,0 % en moyenne entre 1999 et 2013.

Parmi les initiatives suggérées à court terme pour compléter l'Union économique et monétaire (UEM), le Rapport des cinq présidents (voir ci-après « Les actions et réformes en zone euro et sur le plan international ») proposait la création d'un Comité budgétaire européen consultatif. En lui donnant un rôle complémentaire de celui des conseils budgétaires nationaux, il s'agissait notamment de confier à ce comité la production d'une évaluation économique publique et indépendante de la politique budgétaire de la zone euro dans son ensemble. Cette proposition s'est concrétisée avec la décision de la Commission du 21 octobre 2015 (voir ci-après)

établissant au 1^{er} novembre 2015 un comité budgétaire européen consultatif. Composé de cinq experts indépendants nommés pour trois ans, il devrait être opérationnel à la mi-2016. Son rôle sera d'évaluer les politiques budgétaires dans le cadre de la gouvernance économique de l'Union européenne et de conseiller la Commission sur la position budgétaire appropriée pour l'ensemble de la zone euro, ainsi que sur son rôle de coordination avec les politiques nationales. Il devra aussi, en coopération avec les conseils budgétaires nationaux, favoriser l'échange de bonnes pratiques et fournir des avis ponctuels à la demande du président de la Commission. Son activité fera l'objet d'un rapport annuel récapitulatif des avis et évaluations fournis à la Commission.

Les réformes structurelles mises en œuvre en France : elles sont nécessaires pour éviter le risque d'une croissance de long terme faible, leur impact étant pour l'instant positif mais limité

La croissance potentielle française est assez faible. Elle est actuellement estimée par la Banque de France à 1,0 % pour 2015, puis à 1,1 % pour

2016 et 1,2 % en 2017. Le taux de chômage reste élevé, à 10,0 % de la population active en France métropolitaine au quatrième trimestre 2015, et 24,0 % des jeunes actifs entre 15 et 24 ans ne trouvent pas d'emploi. La France souffre également d'une perte de compétitivité-coût et hors coût depuis deux décennies¹⁹. Face à ce constat, des mesures significatives ont été prises pour restaurer la compétitivité, stimuler l'emploi et l'investissement.

Le CICE et le PRS instaurent un allègement du coût du travail et une réduction de la fiscalité. Le CICE est un crédit d'impôt de 6 % de la masse salariale brute de l'entreprise hors salaires supérieurs à 2,5 fois le Smic. En 2015, le PRS a conduit à une réduction de 1,8 point des cotisations patronales famille pour les salaires compris entre 1 et 1,6 Smic. Le second volet du PRS entrera en vigueur le 1^{er} avril 2016, réduisant les cotisations familiales de 5,25 % à 3,45 % pour les salaires compris entre 1,6 et 3,5 Smic. En complément, la fiscalité pesant sur les entreprises a été modernisée et réduite : la contribution sociale

¹⁹ Bas (M.), Fontagné (L.), Martin (P.) et Mayer (T.) (2015) : « À la recherche des parts de marché perdues », Note du Conseil d'analyse économique, n° 23, mai.

de solidarité des sociétés (C3S) assise sur le chiffre d'affaires est réduite depuis 2015. Dans le PRS, la suppression à l'horizon 2017 de la C3S est annoncée, ainsi que la réduction de l'impôt sur les sociétés à 32 % en 2017 pour arriver à 28 % en 2020. La surtaxe exceptionnelle de l'impôt sur les sociétés, instaurée en 2011, est supprimée en 2016.

Le gouvernement souhaite également créer un environnement favorable à l'investissement, la recherche et développement (R&D) et l'innovation des entreprises, qui sont les déterminants clés de la productivité et de la croissance à long terme. Un certain nombre de programmes d'investissements en infrastructures, susceptibles d'augmenter l'offre à long terme, sont mis en place à l'échelle européenne (plan Juncker) ou nationale (Grand Paris, France Très Haut Débit). Le développement de l'entrepreneuriat est une priorité et le gouvernement a pris plusieurs mesures pour stimuler « l'esprit d'entreprise », reconnaître la prise de risque de l'investissement au service de l'emploi et aider les entreprises à se développer (notamment les pôles de compétitivité, le suramortissement des investissements, l'aide au recrutement du premier salarié, la réduction des effets de seuil). L'accès

au financement doit être facilité, en particulier pour les très petites entreprises, tandis que le soutien public à la R&D et à l'innovation, pour les petites entreprises notamment, doit rester une priorité (crédits d'impôts, Bpifrance, Programme d'investissement d'avenir, etc.). D'autre part, les dispositions de la loi « pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques » ont réduit les barrières à l'entrée et les restrictions à l'activité dans certaines professions réglementées.

Concernant le marché du travail, la loi Rebsamen et la loi Macron ont déjà permis d'améliorer le fonctionnement des prud'hommes, de renforcer le dialogue social et d'atténuer les effets de seuil. Depuis 2013, un choc de simplification vise à diminuer les contraintes administratives et juridiques pesant sur l'activité des entreprises et les démarches des citoyens : de nombreuses mesures de simplification des procédures et des normes, de facilitation des déclarations, etc. ont été annoncées dans ce cadre. Enfin, la réforme territoriale menée en 2014 au travers de trois lois (sur les métropoles, la délimitation des régions et la nouvelle organisation territoriale) permet la rationalisation des compétences et de l'action des collectivités, même si

des doublons administratifs devraient encore être éliminés.

Ces mesures significatives sont de nature à réduire le coût du travail, à stimuler l'emploi, l'innovation et l'investissement. Mais d'importantes réformes structurelles²⁰ restent à mener pour réduire les rigidités qui entravent la croissance des entreprises françaises. Le fonctionnement du marché du travail doit encore être amélioré dans de nombreuses dimensions : simplification des procédures, insertion des jeunes, formation professionnelle, renforcement du droit conventionnel. Les efforts réalisés dans le cadre du choc de simplification pour diminuer les coûts générés par les normes et les complexités administratives sont souhaitables mais pourraient être renforcés dans certains domaines : fiscalité, immobilier, organisation de l'État. Dans l'ensemble, la création d'un environnement macroéconomique, budgétaire et financier stable est cruciale pour garantir la confiance des investisseurs et des entrepreneurs.

20 Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.) (2014) : « *Product and labor market regulations, production prices, wages and productivity* », NBER Working Paper, n° 20563, octobre. L'étude montre que des réformes plus ambitieuses pourraient apporter une contribution significative à la croissance française : la réduction de la régulation du marché du travail et des marchés des biens pour s'approcher des pays dont la régulation est la plus faible pourrait générer en France 6 % de gains de productivité à long terme.

Les actions et réformes en zone euro et sur le plan international

Gouvernance économique de l'UE : des approfondissements proposés au service de la croissance

Venant en appui de la politique du marché intérieur et de la politique monétaire de l'Eurosystème, la réforme de la gouvernance de l'Union économique et monétaire (UEM) vise à l'amélioration du potentiel de croissance et au renforcement de la capacité de résistance aux chocs de la zone euro.

En 2015, l'Union européenne (UE) et les États qui la constituent ont continué à faire preuve d'adaptabilité. Ainsi, la communication de la Commission sur le Pacte de stabilité et de croissance, adoptée le 13 janvier 2015, a donné des indications supplémentaires sur le bon usage de la flexibilité inscrite dans le Pacte. Sans que les règles en vigueur aient été modifiées, la flexibilité s'applique sous réserve que les États membres mettent en place des réformes structurelles et encouragent l'investissement, ou prennent mieux en compte une éventuelle détérioration considérable

de leur environnement économique. Ce meilleur encadrement des marges d'interprétation du Pacte a permis d'améliorer l'équilibre entre les impératifs de discipline budgétaire et ceux de politique économique.

La réflexion relative à l'approfondissement de l'UEM s'est poursuivie au cours de l'année 2015 autour du Rapport des cinq présidents, présenté en juin par Jean-Claude Juncker, le président de la Commission, en coopération avec Donald Tusk (président du Conseil européen), Martin Schulz (président du Parlement européen), Mario Draghi (président de la BCE) et Jeroen Dijsselbloem (président de l'Eurogroupe). Ce texte propose de consolider les fondements de l'UEM, en agissant sur quatre plans interdépendants : construire une union économique plus effective ; renforcer l'union financière ; mettre en place une union budgétaire ; et consolider l'union politique au moyen d'une légitimité et d'une responsabilité démocratiques accrues.

Le rapport suggère une méthode d'action pragmatique en deux phases : les réformes de court terme, de 2015 à 2017, à traités inchangés, et les réformes de long terme, de 2017 à 2025, où une révision des traités pourrait être envisagée.

La Commission européenne a ensuite publié le 21 octobre 2015 un « paquet » visant à concrétiser les propositions du rapport pour amorcer sa « phase 1 ». Il se compose notamment d'une décision créant un comité budgétaire consultatif européen, d'une recommandation pour le Conseil sur la création d'autorités nationales de compétitivité et d'une communication pour unifier la représentation extérieure de la zone euro. Le Semestre européen, permettant la coordination des politiques économiques des États membres, a également été amendé dans son calendrier pour que la prise en considération de la zone euro dans son ensemble précède celle des politiques nationales.

Le 24 novembre 2015, une proposition législative de la Commission européenne est venue lancer formellement le débat sur la mise en place d'un système européen de garantie des dépôts, troisième pilier destiné à compléter l'achèvement de l'Union bancaire (les deux premiers piliers étant le Mécanisme de supervision unique et le Mécanisme de résolution unique). Ce système commun serait établi en trois phases : i) un mécanisme de réassurance jusqu'en 2020, ii) un mécanisme de coassurance jusqu'en 2024, iii) une mutualisation

T3 Feuille de route du Rapport des cinq présidents

	Union économique	Union financière	Union budgétaire	Responsabilité démocratique
Phase 1	<p>Création d'un réseau d'autorités de compétitivité de la zone euro</p> <p>Renforcement de la MIP ^{a)}</p> <p>Accent sur l'emploi et les performances sociales</p> <p>Meilleure coordination des politiques économiques au sein d'un Semestre européen dynamisé</p>	<p>S'accorder sur le système de garantie des dépôts</p> <p>Renforcer l'efficacité du Mécanisme européen de solidarité (MES)</p> <p>Créer un mécanisme de financement provisoire avant le FRU ^{b)}</p> <p>Lancer le projet d'Union des marchés des capitaux (UMC)</p> <p>Renforcer le rôle du Comité européen du risque systémique (CERS)</p>	<p>Création d'un Comité budgétaire européen consultatif</p> <p>Créer un mécanisme de stabilisation macroéconomique pour la zone euro visant à atténuer les chocs de grande ampleur. Il pourrait s'appuyer, dans un premier temps, sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS)</p>	<p>Renforcer le contrôle du Parlement européen dans le cadre du Semestre européen</p> <p>Augmenter le niveau de coopération entre le Parlement européen et les parlements nationaux</p> <p>Affirmer le rôle de pilote de l'Eurogroupe (renforcement de la présidence, hausse des moyens), et clarifier son mandat</p> <p>Consolider la représentation extérieure de la zone euro</p> <p>Intégrer le cadre instauré par le TSCG ^{c)}, le Pacte pour l'euro plus et le FRU dans le cadre communautaire</p> <p>Intégrer la gouvernance du MES aux traités de l'UE, sa structure, actuellement intergouvernementale, pouvant être source de lenteur et complexité</p> <p>Créer un Trésor de la zone euro pour davantage de décisions communes en matière de politique budgétaire</p>
Phase 2	<p>Formaliser et rendre plus forte la convergence économique et sociale au sein de l'UEM à travers un ensemble de critères de convergence définis conjointement, qui pourraient éventuellement revêtir un caractère juridique</p>			

a) *Macroeconomic imbalance procedure*, procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques.

b) Fonds de résolution unique.

c) Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance.

complète des risques liés à partir de 2024. Le mécanisme envisagé vise à maintenir la confiance en cas de crise, en évitant un scénario de retrait des dépôts ou de fuite des capitaux, et en brisant le lien entre risque souverain et risque bancaire national.

Parallèlement, les institutions européennes et les États membres se sont mobilisés pour augmenter le

potentiel de croissance européen. C'est le sens d'initiatives tels que le plan d'investissements « Juncker » entamé en 2015, et qui a bénéficié à 17 projets français sur l'année : 8 sur le volet infrastructures et innovation et 9 sur le volet financement des PME. Dans le cadre de ce plan, le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) a pour objectif de générer, sur trois ans,

315 milliards d'euros d'investissement au sein de l'UE à partir d'une dotation initiale de 21 milliards issue du budget de l'UE et des fonds propres de la Banque européenne d'investissement (BEI). Autre initiative, l'Union des marchés de capitaux (UMC), qui vise à réduire les éléments de fragmentation des circuits de financement par les marchés. Le 30 septembre 2015, la Commission

a publié un plan d'action pour l'UMC, qui comprend notamment un paquet législatif sur la titrisation « simple, transparente et standardisée ». La Commission a également proposé fin novembre 2015 un projet de modification des règles relatives au prospectus qu'une entreprise souhaitant lever des capitaux doit publier, en révision de la directive Prospectus. Ces projets se sont inscrits au sein d'une dynamique de consolidation de l'union financière, et dans le prolongement de chantiers achevés ou amorcés en 2015 en matière d'union bancaire. En encourageant le développement et la diversification des sources de financement en Europe, les partenaires européens cherchent à contribuer à un meilleur financement de l'innovation et de l'investissement.

La coordination internationale des politiques économiques : des engagements de réformes en faveur de la croissance

Depuis le sommet de Washington en novembre 2008, le G20 s'est affirmé comme la principale enceinte de coopération économique et financière au niveau international. La Turquie a pris en 2015 le relais de la présidence australienne, avec pour

objectif de poursuivre les ambitions de son prédécesseur en matière d'accompagnement de la relance de l'économie mondiale, notamment en accordant une attention particulière aux stratégies de croissance.

Le sommet des chefs d'État et de gouvernement du G20 à Antalya, en novembre 2015, a débouché sur l'adoption d'un plan d'action ambitieux en faveur de la croissance et de l'emploi, adossé à des stratégies nationales plus cohérentes, structurées et exhaustives en matière de politiques économiques et de réformes structurelles. L'objectif principal énoncé à Brisbane en 2014 est d'augmenter d'au moins 2 % en termes cumulés la croissance du PIB des pays du G20 d'ici à 2018, par rapport au scénario central du FMI de 2013.

Les travaux sur le thème de l'investissement se sont poursuivis sous la présidence turque. En particulier, des stratégies et engagements nationaux d'investissement ont été définis et endossés lors du sommet d'Antalya sur le modèle des stratégies de croissance. De même, un plan d'action concernant les banques multilatérales de développement a été défini. De plus, la plate-forme mondiale pour les infrastructures (*Global*

Infrastructure Hub), réalisation de la présidence australienne en 2014, a été dotée d'un *business model* et est devenue opérationnelle en 2015.

En matière de régulation financière, la présidence turque du G20 s'est attachée à poursuivre la mise en œuvre de l'agenda de réformes adopté lors de la crise, concernant notamment les dérivés de gré à gré, la résilience du système financier et la surveillance des nouvelles vulnérabilités liées au secteur financier et à la finance de marché, avec un soin particulier pour identifier et traiter les conséquences non désirées des réformes.

Enfin, en matière de coopération fiscale, une étape importante a été franchie grâce à l'adoption du plan d'action OCDE/G20 contre l'érosion de la base d'imposition et du transfert de bénéfices, visant à lutter contre les pratiques d'optimisation fiscale abusives des entreprises multinationales et à moderniser la coopération fiscale internationale. En matière de lutte contre l'évasion fiscale, les États du G20 se sont engagés à débiter d'ici 2018 au plus tard l'échange automatique d'informations.

La Chine a pris le relais de la Turquie en décembre 2015 avec quatre priorités : i) ouvrir un nouveau chemin

pour la croissance et augmenter le potentiel de croissance de long terme ; ii) renforcer l'investissement et le commerce mondial ; iii) accroître l'efficacité de la gouvernance économique et financière globale ; et iv) renforcer l'inclusion de tous les pays dans le développement économique et l'interconnectivité des initiatives.

Les réformes de 2010 relatives aux quotes-parts et à la gouvernance du FMI sont enfin entrées en vigueur à la suite de leur ratification par les États-Unis en décembre 2015. Elles conduiront notamment à doubler les ressources permanentes du Fonds et à rééquilibrer les droits de vote en faveur des pays émergents dynamiques de manière à refléter

l'évolution de l'économie mondiale. D'autres sujets relatifs à l'architecture financière internationale (IFA) ont été abordés en 2015, en particulier la restructuration des dettes souveraines. La présidence chinoise devrait s'attacher à approfondir les travaux sur ce thème grâce à la réactivation du groupe de travail du G20 sur l'IFA, coprésidé par la France et la Corée.

Table des illustrations et des encadrés

Tableaux

Le PIB français et ses composantes	22
Évolution des agrégats monétaires zone euro et France 2013-2014-2015	31
Placements financiers des ménages français	34
Feuille de route du Rapport des cinq présidents	58

Graphiques

Évolution des rendements des titres souverains à 10 ans	8
Évolution des écarts de rendement des titres souverains périphériques à 10 ans face au <i>Bund</i>	8
Taux de change effectifs nominaux des principales devises du 1 ^{er} janvier au 31 décembre 2015	9
Fourchettes de cotation moyennes	10
Contrats <i>futures</i> sur <i>Bund</i>	10
Évolution de quelques indices boursiers en 2015	12
Cours du <i>Brent</i>	13
Indice des prix des métaux industriels et des matières premières agricoles	14
Croissance du PIB dans les économies émergentes	15
Croissance du PIB	18
PIB en volume	22
Exportations françaises de biens et services en volume rapportées à la demande adressée à la France	24
Exportations de biens et services en valeur rapportées aux exportations totales de la zone euro	24
Exportations de biens en valeur rapportées aux exportations totales de la zone euro	25
Exportations de services en valeur rapportées aux exportations totales de la zone euro	25
Indice des prix à la consommation harmonisé	26
IPCH d'ensemble, IPCH hors énergie et alimentaires en France et prix du baril	27
Mesure de l'inflation en France	29
Contributions à l'inflation de la France	29
Prix de valeur ajoutée, évolution des salaires, coût unitaire du travail (ajusté du CICE) et prix de consommation en France	30

Taux de croissance annuel des crédits aux SNF, corrigé de la titrisation en France	32
Taux de croissance annuel de l'endettement des SNF par instruments en France	32
Taux de croissance annuel du crédit aux ménages en France	33
Évolutions des taux d'intérêt en zone euro	37
Croissance du PIB et inflation en zone euro (projections Eurosysteme, décembre 2015)	38
Corridor des taux de politique monétaire	42
Évolution de la courbe des taux suite aux décisions de l'Eurosysteme	42
Endettement consolidé des SNF en pourcentage de la valeur ajoutée	49
Dettes bancaires et obligataires en pourcentage de la valeur ajoutée, par taille d'entreprise	49
Dettes financières en pourcentage des fonds propres appelés	50
Charge financière rapportée à l'excédent brut global	50
Soldes publics	51
Évolution du ratio de dette publique sur le PIB dans les cinq plus grandes économies de la zone euro	53
Décomposition du cumul de dette sur la période 2007-2015	53

Encadrés

Risques de liquidité de marché : mythes et réalités	10
L'impact du ralentissement chinois sur la croissance mondiale : des effets passant par le commerce international qui s'amplifient en cas de contagion financière	16
Les parts de marché des exportations françaises se sont récemment stabilisées, même si elles peuvent varier selon les indicateurs	24
Les différentes mesures de l'inflation apportent des informations complémentaires	28
Le comportement financier des ménages français : changements et permanences dans un environnement de taux bas	33
Un impact positif de l'EAPP (le programme étendu d'achats d'actifs – <i>Extended Asset Purchase Program</i>) sur la croissance et l'inflation	36
Mécanismes et conséquences des taux d'intérêts négatifs sur les acteurs de marché	41
L'endettement des sociétés non financières a toujours tendance à croître en France	49
La dynamique de la dette publique doit s'infléchir en France	53

Banque de France

Directeur de la publication : Corinne Dromer
Directeur de la Communication

Impression : Stipa

Dépôt légal : mai 2016

