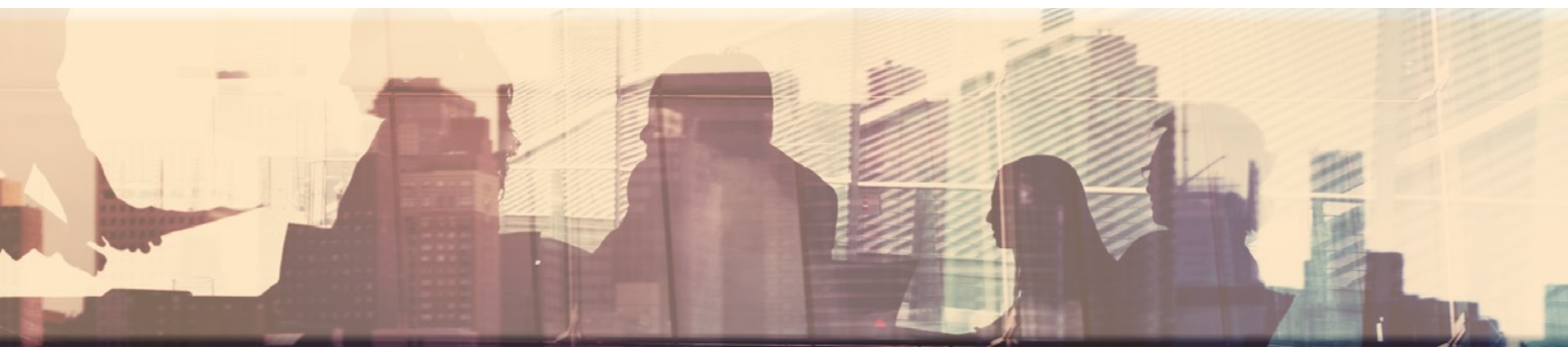
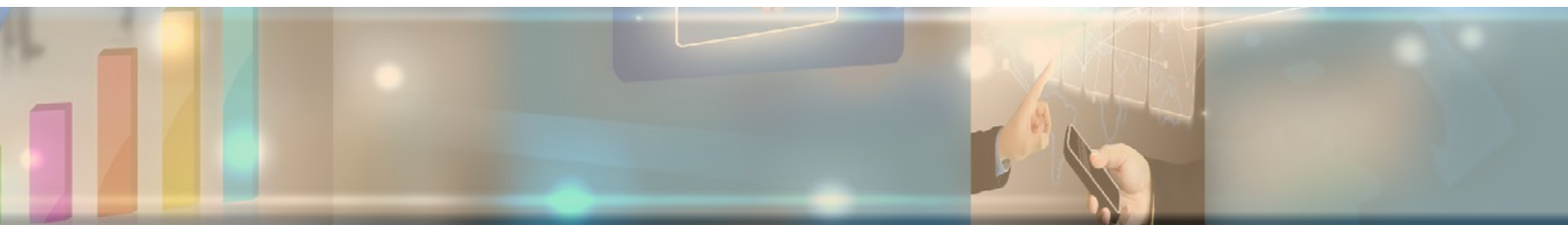


Banque de France

Rapport économique

2016



LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LA STABILITÉ FINANCIÈRE	5
<hr/>	
Synthèse	6
1 L'environnement de marché et international : une résilience des marchés et des économies	7
Les marchés de capitaux et de matières premières	7
L'activité économique hors zone euro	13
2 La reprise économique de la zone euro et de la France se confirme	18
Une poursuite de la reprise, sur un rythme plus dynamique en zone euro qu'en France	18
L'inflation en zone euro et en France reste faible en 2016	24
Des évolutions monétaires et financières dynamiques en 2016	25
3 Face à une incertitude accrue, une intensification des mesures de politique monétaire et de stabilité financière	31
Une intensification des mesures de politique monétaire début 2016 dans un contexte macroéconomique incertain	31
Malgré les incertitudes, un système financier et bancaire résilient grâce à une surveillance prudentielle étroite	34
4 Une mobilisation accrue pour consolider la reprise	42
Au niveau européen et international, des actions coordonnées en faveur du soutien de l'investissement et des réformes structurelles	42
En France, des réformes importantes du financement de l'économie et du marché du travail dans un contexte d'amélioration progressive des finances publiques	46





La politique monétaire et la stabilité financière



taux directeurs

inflation

incertitudes

croissance
potentielle

finances
publiques

matières premières

réformes structurelles

Synthèse

En 2016, les marchés ont été résilients en dépit de la montée des incertitudes politiques en Europe et aux États-Unis. Compte tenu du décalage des cycles économiques des deux côtés de l'Atlantique, les grandes banques centrales ont conduit – au nom du même objectif d'inflation – des politiques monétaires différenciées. En effet, malgré une croissance américaine plus faible en 2016 qu'en 2015, la bonne santé du marché du travail et les perspectives d'inflation se rapprochant de la cible de 2 % ont conduit la Réserve fédérale à poursuivre le resserrement graduel de sa politique monétaire. Par ailleurs, les pays émergents ont connu une stabilisation de leur croissance et un regain d'attractivité auprès des investisseurs imputable notamment à la nette hausse du cours des matières premières. L'année 2016 a été marquée par le résultat du referendum au Royaume-Uni portant sur la sortie de l'Union européenne. Les conséquences économiques de la décision britannique de quitter l'Union européenne sont à ce stade restées modestes, au Royaume-Uni et plus encore dans la zone euro, dans un contexte d'incertitude quant à la teneur de l'accord qui découlera des négociations qui s'engagent en 2017.

Dans cet environnement international, la croissance en zone euro a été assez dynamique, malgré une légère baisse par rapport à 2015. En France, le niveau de croissance a été quasi stable par rapport à 2015, sur un rythme néanmoins inférieur à celui de l'ensemble de la zone euro. L'indice des prix à la consommation harmonisé, à l'échelle de la zone euro comme en France, augmente légèrement en moyenne annuelle sur 2016, après plusieurs mois d'inflation particulièrement faible en début d'année.

Face au regain des pressions déflationnistes menaçant au début de l'année 2016, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a réagi en renforçant le

caractère accommodant de la politique monétaire pour soutenir son objectif de stabilité des prix. En particulier, la baisse des taux d'intérêt directeurs, l'extension du programme d'achats d'actifs, le lancement de nouveaux programmes de refinancement à plus long terme ciblés et les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs ont significativement amélioré les conditions de financement des entreprises et des ménages dans la zone euro. Les évolutions monétaires et financières ont ainsi été dynamiques en 2016. Ces mesures ont permis la relative embellie du contexte macroéconomique nécessaire pour assurer une convergence durable du taux d'inflation vers un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. Dans un environnement de taux bas et de volatilité accrue du fait des incertitudes politiques, les risques affectant la stabilité financière ont fait l'objet d'une surveillance particulière dans le cadre de la supervision bancaire et des différents dispositifs de surveillance macroprudentielle.

Dans le contexte d'une politique monétaire qui reste très accommodante, l'amélioration durable et homogène de la performance économique des pays membres de l'Union européenne nécessite une coordination efficace de la conduite des politiques macroéconomiques qui permette d'associer responsabilité budgétaire, réformes structurelles et relance de l'investissement au service de la croissance. La mise en œuvre du plan « Juncker » et la décision de sa prorogation ont constitué des avancées notables au regard de ce dernier objectif. Pour la France, certaines réformes significatives mises en œuvre en 2016 devront être poursuivies et accentuées pour améliorer une croissance potentielle encore trop basse. En outre, le nécessaire respect des engagements budgétaires de la France vis-à-vis de ses partenaires européens rend impérative la poursuite de l'amélioration des finances publiques.

Chiffres arrêtés au 31 mai 2017

1

L'environnement de marché et international : une résilience des marchés et des économies malgré une incertitude politique accrue

Les marchés de capitaux et de matières premières

Des marchés de capitaux résilients

En 2016, les marchés ont été à la fois largement influencés par les annonces des grandes banques centrales résultant du décalage des cycles économiques des deux côtés de l'Atlantique et par des résultats électoraux peu ou mal anticipés en Europe et aux États-Unis (référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne le 23 juin – Brexit,

élection de Donald Trump le 8 novembre, référendum constitutionnel en Italie le 4 décembre).

Brexit : résilience des marchés britanniques après une forte correction à la baisse

L'environnement des marchés a été résilient au Royaume-Uni malgré l'épisode de forte volatilité déclenché en début d'été par le référendum sur la sortie de l'Union européenne. Les fondamentaux économiques britanniques restant à ce stade peu affectés, le FTSE 100 (indice des cent principales capitalisations boursières britanniques) a progressé de près de 15 %

sur l'année (cf. graphique 1), tandis que la courbe des taux souverains britannique a marqué une translation à la baisse tout en s'aplatissant, le Gilt (titre souverain à 10 ans) revenant de 1,87 % à 1,23 % sur la période (cf. graphique 2). Le soutien de la Banque d'Angleterre dans le cadre des programmes d'achats a joué un rôle non négligeable dans le maintien de taux bas. Seule la livre sterling est apparue durablement fragilisée, perdant près de 16 % face au dollar américain et à l'euro sur l'année, les parités sterling/dollar et euro/sterling atteignant respectivement 1,23 et 0,85 en fin d'année.



Faits saillants

8 juillet 2016

Le rendement des obligations souveraines allemandes à 10 ans atteint – 0,19 %, plus bas niveau historique.

11 octobre 2016

Le cours de la livre sterling contre dollar atteint 1,21, plus bas niveau depuis mai 1985.

15 décembre 2016

Le rendement des obligations souveraines américaines à 10 ans atteint 2,64 % (au lendemain de la réunion de la Fed actant une remontée des taux directeurs), son plus haut niveau depuis septembre 2014.

20 décembre 2016

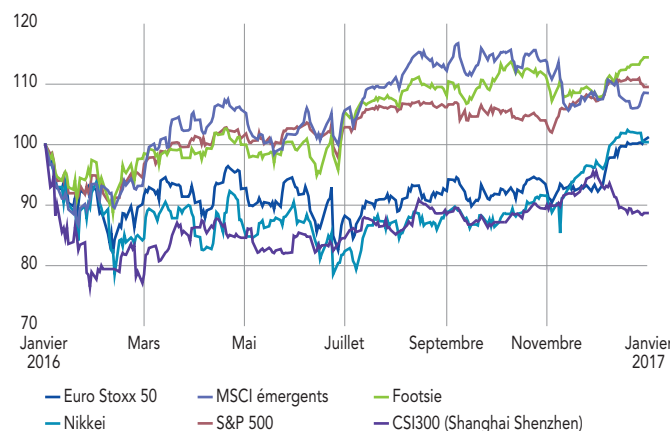
Le cours de l'euro contre dollar atteint 1,04, plus bas niveau depuis novembre 2003.

États-Unis : élection de Donald Trump et « reflation », hausse des taux directeurs de la Fed

Après avoir reculé face à l'euro et au yen au premier semestre, le dollar s'est ensuite progressivement renforcé. Ce mouvement haussier s'est accéléré suite à l'élection de Donald Trump le 8 novembre et à la décision de hausse des taux de la Réserve fédérale (Fed) le 14 décembre, qui a été considérée comme annonciatrice de plusieurs hausses supplémentaires en 2017 (dont une hausse d'un quart de point le 15 mars). La parité euro/dollar a évolué entre un plus haut à 1,15 début mai et un plus bas à 1,04 en fin d'année. La parité dollar/yen a évolué entre un plus haut à 121,1 en début d'année, un plus bas à 99,9 mi-août et un retour vers 117,0 en fin d'année. Dans le même temps, les marchés actions (S&P 500) ont gagné 9,5 % (cf. graphique 1) sur la période et les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, après avoir atteint 1,36 % en juillet, sont remontés à 2,44 % en fin d'année, dans un mouvement de redressement de la pente de la courbe des taux souverains (cf. graphique 2). Les analystes ont porté une attention

G1 Évolution de quelques indices boursiers

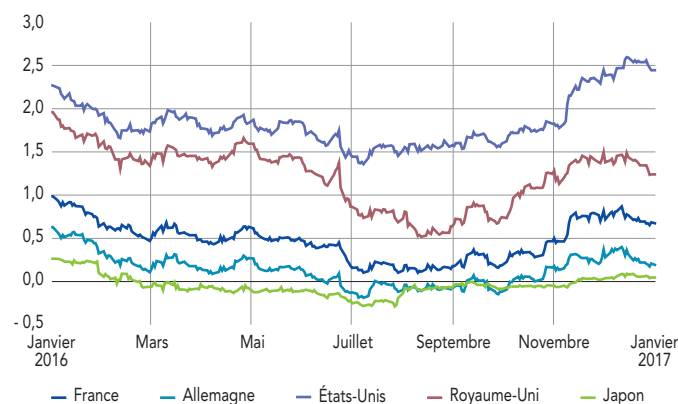
(base 100 au 1^{er} janvier 2016)



Sources : Bloomberg, Morgan Stanley.

G2 Évolution des rendements des titres souverains à 10 ans

(en %)



Source : Bloomberg.

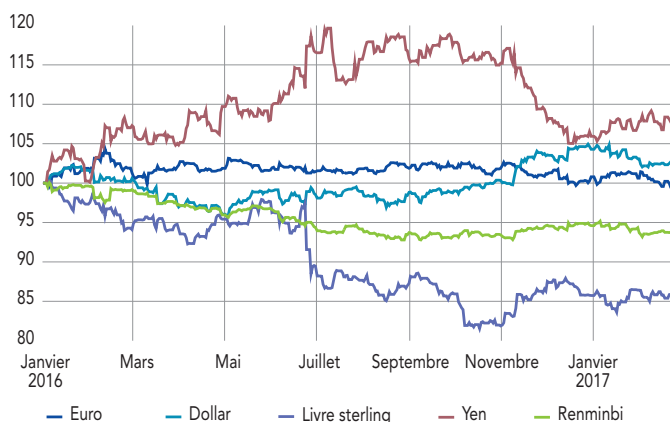
particulière aux thématiques relatives au protectionnisme, à la baisse de la taxation des entreprises et à la perspective de vastes projets

d'infrastructure, clés de voûte d'un programme perçu comme étant de nature à favoriser une remontée de l'inflation (« *reflation* »).

G3 Taux de change effectifs nominaux des principales devises

(61 partenaires commerciaux)

(base 100 au 1^{er} janvier 2016)



Note : Une hausse du taux de change effectif nominal correspond à une appréciation de la monnaie vis-à-vis des partenaires.
Source : BRL.

Zone euro : résilience des marchés

En mars 2016, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé ses trois taux directeurs : le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (– 5 points de base [pdb] à 0,00 %), celui de la facilité de prêt marginal (– 5 pdb à 0,25 %) et celui de la facilité de dépôt (– 10 pdb à – 0,40 %). Concernant les programmes d'achats de titres, le volume mensuel a été porté de 60 à 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017, tandis que les obligations d'entreprises non bancaires ont fait l'objet d'un nouveau programme spécifique à cette classe d'actifs (cf. encadré 1). Au 31 décembre 2016, le stock des titres acquis par l'Eurosystème a atteint un montant de 1 511,5 milliards

d'euros¹, dont notamment 1 254,6 milliards d'euros d'obligations souveraines dans le cadre du programme d'achat de titres du secteur public (*Public Sector Purchase Programme* – PSPP) et 51,1 milliards d'euros d'obligations d'entreprises non bancaires au titre du programme d'achat de titres de dette d'entreprise (*Corporate Sector Purchase Programme* – CSPP). De nouvelles opérations trimestrielles de refinancement ciblées à long terme (*Targeted Long Term Refinancing Operations* – TLTRO II) ont complété ces ajustements du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème. La partie 3 de ce rapport revient dans le détail sur les différents éléments de la politique monétaire conduite par la BCE.

Dans ce contexte très accommodant, les courbes des taux des titres souverains de la zone euro ont poursuivi leur aplatissement, accompagné d'une baisse des rendements sur l'ensemble des maturités, favorisant ainsi le maintien de conditions de financement extrêmement favorables pour la plupart des États de la zone euro. Le rendement du titre souverain à 10 ans allemand (*Bund*) est ainsi tombé de 0,63 % en début d'année à 0,21 % en fin d'année (– 42 pdb), après avoir évolué en territoire négatif de fin juin à mi-octobre, tandis que le rendement de l'obligation assimilable du Trésor français (OAT) à 10 ans s'est replié de 0,99 % en début d'année à 0,69 % en fin d'année (– 30 pdb) – cf. graphique 2. Dans les pays du Sud de l'Europe, le rendement du titre souverain à 10 ans espagnol a diminué de 39 pdb, pour atteindre 1,38 % en fin d'année. En revanche, les rendements des titres souverains de l'Italie et du Portugal, pénalisés par un environnement politique et une situation du secteur bancaire considérés comme défavorables par les participants de marché, se sont inscrits en hausse (respectivement à + 22 pdb et + 125 pdb) pour atteindre en fin d'année 1,82 % et 3,76 %.

¹ Chiffres présentés sur le site internet de la BCE en valeur comptable au 31 décembre 2016 au coût amorti.

Pays émergents : retour prudent des investisseurs et poursuite de l'internationalisation du renminbi

Malgré une année 2016 en demi-teinte, les économies émergentes ont regagné en attractivité, du fait de l'amélioration de leurs perspectives économiques pour 2017 (croissance encore soutenue en Chine, inflation tendant

à être contenue en Amérique latine), des réformes structurelles engagées (Argentine, Brésil), ainsi que de la remontée des cours des matières premières. Ces facteurs ont contribué à un retour prudent des investisseurs sur les actifs de ces pays offrant des rendements supérieurs à ceux des pays développés. En Chine, le renminbi a quelque peu conforté son statut de

monnaie internationale, intégrant en octobre le panier des droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI aux côtés du dollar, de l'euro, du yen et de la livre sterling, même si son utilisation a diminué du fait de sa dépréciation. En effet, la monnaie chinoise s'est dépréciée de 7 % face au dollar américain en 2016 et de 6 % en termes effectifs (cf. graphique 3).

Encadré 1

LA MISE EN ŒUVRE DU PROGRAMME D'ACHATS DE TITRES D'ENTREPRISE (CSPP)

Le 10 mars 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de lancer un nouveau programme d'achats de titres d'entreprise complétant le programme d'achats mis en place un an auparavant (dénommé *Asset Purchase Programme*). L'objet de ce programme, intitulé *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), est l'achat de titres de créance émis en euros par des entreprises non bancaires établies dans la zone euro. Ces sociétés doivent présenter une qualité de crédit « *Investment Grade* » (notation supérieure ou égale à BBB-) et leurs titres éligibles à l'achat doivent être d'une durée résiduelle comprise entre six mois et trente ans.

Ce programme contribue directement à l'amélioration du financement des entreprises de la zone euro

Dans le cadre de ce programme, la Banque de France achète des titres d'entreprises éligibles françaises, dont le gisement représente environ 30 % du marché européen.

Débutés le 8 juin, les achats effectués par la Banque de France ont atteint un montant cumulé de 15,7 milliards d'euros au 31 décembre 2016, soit environ 30 % du montant global de 51,1 milliards d'euros acquis à cette même date par les six banques centrales nationales chargées d'exécuter le programme.

Impacts du programme d'achat CSPP sur le marché des obligations d'entreprise

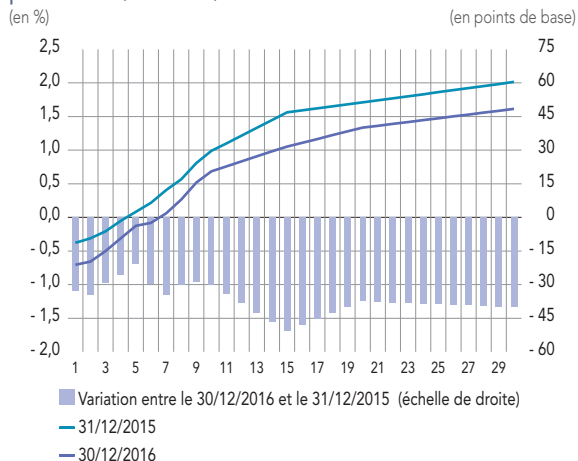
Une baisse des primes de risque s'est opérée dans le marché du crédit et dans l'univers éligible au programme CSPP.

Dans un contexte de poursuite de l'appréciation de l'obligataire souverain, (cf. graphique Ga), l'indice Iboxx Corporate (indice d'obligations d'entreprise) est ainsi passé de 140 points de base (pdb) début mars 2016 à 80 pdb en août et est resté autour de ce niveau depuis lors, l'essentiel du mouvement de resserrement des *spreads* de crédit étant intervenu juste après l'annonce de la BCE en mars. Au sein du marché des obligations d'entreprise, la baisse des rendements a été plus forte sur les titres éligibles. Ainsi, l'indice Itraxx Main (indice de *Credit Default Swaps* – CDS – d'entreprises européennes notées *Investment grade*), reflétant la prime de risque de défaut sur ce type d'obligations, est revenu à un niveau durablement inférieur à l'indice Itraxx Senior Financials (CDS sur la dette senior des entreprises du secteur financier), alors qu'il affichait des niveaux très proches avant mars 2016 (cf. graphique Gb).

L'effet du CSPP s'est matérialisé non seulement par un renchérissement des titres concernés mais également par un net accroissement des volumes émis par les entreprises.

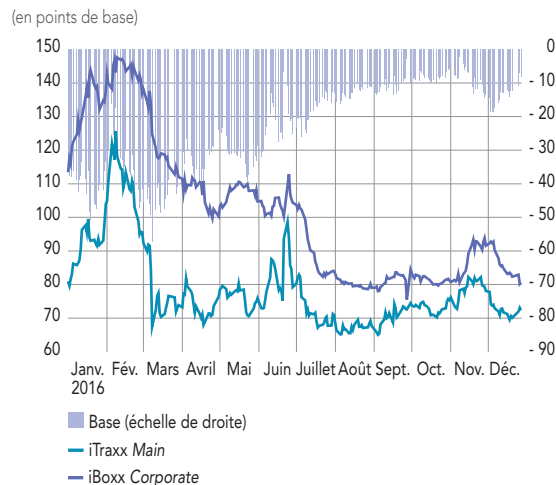
En 2016, les volumes d'émission de dette *Investment grade* européenne ont atteint plus de 280 milliards d'euros, soit largement au-dessus du record d'émissions de 2009 (253 milliards). Les entreprises n'ont généralement eu aucune difficulté à les placer auprès des investisseurs, et les primes consenties par les émetteurs ont nettement baissé.

Ga Évolution du rendement des titres de dette de l'État français par maturité (en années) en fin 2015 et fin 2016



Note : courbes souveraines françaises par maturité, les 31/12/2015 et 31/12/2016.
Le graphique présente également la différence en points de base entre les deux dates.
Source : Bloomberg.

Gb Variation des *spreads* de crédit en 2016



Note : Précision sur les *spreads* en note 1 ci-dessous.
Source : Bloomberg.

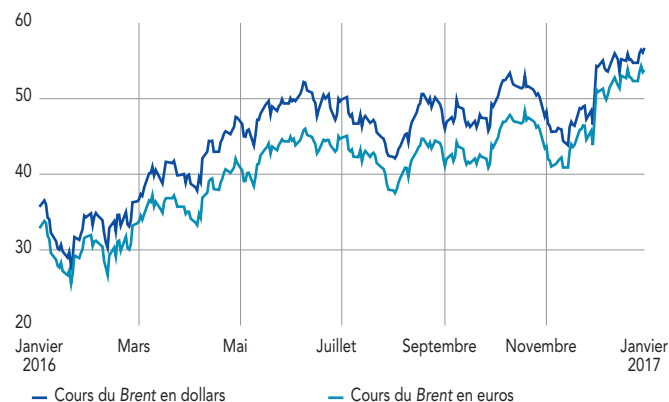
1 Le *spread* de l'Itraxx Main est la valeur indicative d'une « prime d'assurance » contre le défaut d'obligations d'entreprises européennes, et s'exprime en points de base (point égal à 0,01 %). Le *spread* de l'Iboxx Corporate, exprimé en points de base, correspond au surplus de rendement, par rapport à la courbe de référence swap, des obligations d'entreprises européennes d'une durée moyenne de 5 ans et disposant d'une notation de crédit allant de AAA à BBB-. La « base » exprime l'écart, en points de base, entre ces deux indices. Le *spread* de l'Itraxx Senior Financial (prime CDS) est la valeur indicative d'une « prime d'assurance » contre le défaut d'obligations « senior » (i.e. obligations bénéficiant de garanties spécifiques et dont le remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes) de 25 banques et assurances européennes notées *Investment grade*, et s'exprime en points de base.

Des cours de matières premières en nette hausse

En 2016, les cours des matières premières se sont significativement appréciés, sous l'effet combiné d'une demande mondiale plus élevée qu'attendu, en provenance des pays émergents et de la Chine en particulier, et d'une évolution de l'offre plus faible.

Après avoir atteint un point bas en début d'année, le prix du pétrole brut *Brent* a progressé d'environ 70 % entre janvier et décembre 2016, passant de 32 dollars le baril à 55 dollars en moyenne mensuelle (cf. graphique 4). Cette hausse du cours du *Brent* en 2016 résulte principalement de la hausse intervenue entre janvier et juin, due notamment à de nombreuses ruptures d'approvisionnement en provenance du Nigeria et de la Libye. Malgré une relative stabilité entre juin et septembre, les cours ont fortement augmenté en fin d'année (16 % en décembre 2016) alimentée par un accord de réduction de la production entre les pays membres et non membres de l'OPEP. Les cours des autres matières premières énergétiques ont suivi cette tendance haussière en 2016 : le prix du gaz naturel américain a progressé de 80 % sur un an en décembre 2016, tandis que le prix du charbon australien a progressé de 60 %.

G4 Cours du Brent



Source : Datastream.

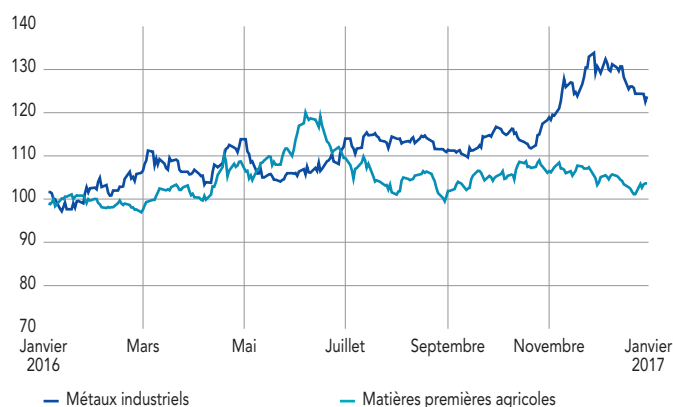
S'agissant des matières premières agricoles, les nombreuses intempéries en Argentine ont soutenu le prix du soja jusqu'en milieu d'année. À l'inverse, les prix du cacao et du sucre ont reculé, dans un contexte de surabondance des récoltes. Dans l'ensemble, l'indice des prix

des matières premières agricoles a enregistré une modeste progression d'environ 4 % sur l'ensemble de l'année (cf. graphique 5).

En ce qui concerne les métaux de base, très sensibles à la demande industrielle mondiale, la croissance

G5 Indice des prix des métaux industriels et des matières premières agricoles

(prix en dollars, base 100 au 1^{er} janvier 2016)



Sources : S&P, GSCI.

soutenue de l'économie chinoise (6,7 % en 2016) a contribué à l'augmentation de l'ensemble des marchés en 2016. Malgré une période relativement stable en début d'année, l'indice global du prix des métaux était en hausse d'environ 20 % en glissement annuel en décembre 2016. Cette hausse a été tirée en particulier par les prix du zinc et du cuivre. Dans un contexte économique et politique incertain, les prix des métaux précieux ont, du fait de leur statut de valeur refuge, très nettement progressé sur la période.

L'activité économique hors zone euro

Pays industrialisés : ralentissement de l'activité aux États-Unis, mais résilience post-Brexit au Royaume-Uni

Aux États-Unis, la croissance s'est élevée à 1,6 % en 2016 (cf. graphique 6), soit un net ralentissement par rapport à 2015 (2,6 %). Les indicateurs du marché du travail ont continué de s'améliorer et les dépenses de consommation des ménages sont restées le principal

G6 Taux de croissance du PIB dans les pays industrialisés

(moyenne annuelle, en %)



Sources : instituts nationaux et Eurostat.

moteur de la croissance américaine, mais le fort ralentissement de l'investissement privé et la contribution négative du cycle des stocks ont pesé sur la croissance, notamment en début d'année. Ces évolutions ont été pour partie dues à la chute de l'investissement dans le secteur de l'énergie, consécutive à la baisse des prix des matières premières fin 2015. Néanmoins, les craintes d'un retournement conjoncturel présentes en fin d'année 2015 se sont peu à peu dissipées, permettant à la Fed de poursuivre le resserrement

graduel de sa politique monétaire, avec une seconde hausse des taux en décembre 2016, après celle de décembre 2015.

Les indicateurs du marché de l'emploi témoignent à nouveau d'une amélioration en 2016, avec une moyenne d'environ 187 000 créations nettes d'emplois mensuelles (après 226 000 en 2015). Le taux de chômage a ainsi atteint 4,9 % en moyenne sur l'année (après 5,3 % en 2015), un niveau proche des estimations du taux de chômage structurel.



Chiffres clés 2016



1,8 %
la croissance
au Royaume-Uni



1,6 %
la croissance
aux États-Unis

Le taux d'activité a de son côté légèrement augmenté en 2016 (62,8 %, après 62,7 % en 2015), pour la première fois depuis dix ans ; il reste toutefois très en deçà de son pic observé en 2000 (67,1 %) et de son niveau de 2008 (66,0 %). La baisse significative du taux de chômage n'est à ce stade accompagnée que d'une hausse modeste des salaires nominaux, qui ont crû en moyenne d'environ 2,6 % en 2016.

La production industrielle a reculé en 2016. Cette baisse est partiellement imputable aux difficultés du secteur de l'énergie. En outre, bien que l'appréciation du dollar en termes effectifs ait sensiblement ralenti en 2016, l'effet de la hausse du dollar en 2015 a sans doute continué à peser sur le secteur exportateur américain, tout comme la faiblesse persistante de la demande mondiale. La croissance des exportations est ainsi restée atone, à 0,4 % en 2016, après 0,1 % en 2015, alors que les importations décéléraient (1,2 % en 2016, contre 4,6 % en 2015) en lien notamment avec le ralentissement de l'investissement privé et le cycle des stocks.

Le rebond des prix de l'énergie, ainsi que la poursuite de la hausse des loyers, ont soutenu l'inflation

en 2016. L'indice de dépense personnelle à la consommation (*Personal Consumption Expenditures* – PCE), suivi par la Fed, était en hausse de 1,1 % en 2016, après 0,4 % en 2015. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix énergétiques et alimentaires, a atteint (toujours selon l'indice PCE) 1,7 % pour l'ensemble de l'année 2016, après 1,4 % en 2015.

Enfin, le déficit fédéral s'est accru lors de l'exercice budgétaire 2016. Il a atteint – 4,4 % du PIB en 2016, après – 3,5 % en 2015, ce qui correspond au niveau de déficit le plus élevé depuis 2013. Le bureau du Budget du Congrès américain (*Congressional Budget Office* – CBO) estime désormais que l'encours de la dette fédérale détenue par le public a atteint 77,0 % du PIB en 2016 (après 73,3 % à la fin de l'exercice 2015).

Au Royaume-Uni, le résultat du référendum sur la sortie du pays de l'Union européenne a surpris la plupart des observateurs. Cependant, les effets négatifs sur l'activité économique sont restés modestes à ce stade. La croissance économique a été relativement solide tout au long de l'année 2016 (à 1,8 % en moyenne sur l'année – cf. graphique 6 *supra*), bien qu'il faille noter que ce niveau

marque une baisse par rapport à 2015 (2,2 %). Le secteur des services en a constitué le principal moteur, tandis que les contributions à la croissance des secteurs de la production industrielle et de la construction ont été faibles.

La dynamique de reprise du marché du travail s'est poursuivie tout au long de l'année 2016. Les créations d'emplois se sont traduites par une baisse sensible du taux de chômage, à 4,8 % en décembre (– 0,3 point de pourcentage sur l'année). Les salaires réels ont continué leur progression tout au long de l'année.

L'activité sur le marché immobilier résidentiel a été relativement bien orientée, malgré quelques « à-coups » liés à la mise en place de droits de timbre fiscaux au mois d'avril et au vote en faveur du Brexit deux mois plus tard. Le volume de prêts accordés, ainsi que leur nombre, sont au plus haut niveau depuis 2010. L'écart entre la demande et l'offre disponible sur le marché immobilier a continué d'alimenter, dans tout le pays, une accélération des prix des logements, qui restent cependant légèrement moins dynamiques en moyenne que sur l'année 2015 (7,7 %, après 8,9 % selon le *Halifax House Price Index*).

Reflet de cette tension sur le marché de l'immobilier résidentiel, le stock de logements disponibles est à son plus bas niveau depuis 1980.

Le déficit de la balance des biens et services est resté significatif, à environ – 2,0 % du PIB en 2016, comme en 2015. Le déficit de la balance courante est relativement stable en 2016 (– 4,4 % du PIB, contre – 4,3 % en 2015). Le déficit des administrations publiques au sens de Maastricht s'est réduit en 2016, à environ – 3,0 % du PIB, après – 4,3 % du PIB en 2015. La dette publique brute a atteint 89,3 % du PIB en 2016, après 89 % en 2015.

Après avoir enregistré une inflation nulle en 2015 (le niveau le plus bas jamais enregistré au Royaume-Uni depuis la publication de cette série de prix, en 1989), l'indice des prix à la consommation a crû en 2016, atteignant 0,7 % en moyenne sur l'année. Cette hausse de l'inflation s'explique notamment par le rebond du prix des matières premières, mais aussi, depuis le Brexit, par les effets de la dépréciation de la livre sterling et la hausse de l'inflation importée qui en résulte.

En 2016, suite au résultat du référendum, la Banque d'Angleterre

a accentué le caractère accommodant de sa politique monétaire en abaissant notamment son taux principal de refinancement (*Bank Rate*) à 0,25 %, et en augmentant le volume de ses achats d'actifs à partir du 4 août 2016.

Au Japon, l'activité a légèrement ralenti en 2016 (1,0 % de croissance du PIB réel, après 1,1 % en 2015 – cf. graphique 6). Néanmoins, la plupart des indicateurs conjoncturels, orientés à la baisse sur le premier semestre de 2016, sont repartis à la hausse lors des derniers mois de l'année. Les différentes composantes du PIB se sont montrées résilientes face à des facteurs structurels et conjoncturels défavorables. Dans un contexte de stagnation des salaires réels, la progression de la consommation privée a été limitée (0,4 %). Malgré des conditions de financement favorables et des liquidités élevées, l'investissement des entreprises (1,0 % en 2016, après 1,2 % en 2015) se heurte à la faiblesse de la demande domestique et a souffert en 2016 de l'incertitude élevée quant aux évolutions de la conjoncture internationale. Le commerce extérieur a été affecté par le ralentissement de la croissance en Asie et par l'appréciation du taux de change effectif nominal du yen en 2016.

Les politiques macroéconomiques ont massivement soutenu la croissance. La politique monétaire, déjà très expansionniste avec des achats massifs de titres de dette publique japonaise à hauteur de 80 trillions de yen par an (soit 16 % du PIB), a encore été assouplie. La Banque du Japon a introduit un taux négatif de – 0,1 % sur les réserves excédentaires des banques en janvier et a presque doublé le rythme de ses achats de titres privés en juillet. Depuis septembre, la politique monétaire vise directement la courbe des taux souverains avec l'objectif de maintenir les taux à 10 ans autour de 0 %. La politique budgétaire a également été davantage expansionniste. Après l'annonce en juin d'un report en 2019 de la hausse de 2 points de TVA prévue pour avril 2017, le gouvernement a annoncé pour 2017-2018 un stimulus budgétaire de 1,5 point de PIB comprenant des dépenses d'infrastructures et des mesures de soutien aux petites et moyennes entreprises.

Le solde budgétaire primaire s'est détérioré et reste fortement négatif (– 4,2 % PIB, contre – 3,5 % en 2015), et la dette publique demeure la plus élevée parmi les pays de l'OCDE, à 233,7 % du PIB, et est détenue à 91 % par les résidents.

Affectée par l'appréciation du yen, l'inflation a été légèrement négative en 2016 à $-0,1\%$, après $0,8\%$ en 2015. Toutefois, après plusieurs mois de baisse à partir de mars, l'inflation en glissement annuel est repartie à la hausse à partir de septembre grâce à la stabilisation du yen et à la dynamique des prix mondiaux. En dépit d'un taux de chômage très faible ($3,1\%$ en décembre 2016), l'absence de dynamique haussière durable des salaires nominaux continue néanmoins de peser sur l'inflation sous-jacente, laquelle s'est située à $0,6\%$, après $1,4\%$ en 2015.

Pays émergents : stabilisation de la situation économique, mais persistance des risques

La croissance économique s'est stabilisée en 2016 dans l'ensemble des économies émergentes ($4,1\%$ selon le FMI), après cinq années consécutives de ralentissement. Une grande hétérogénéité a néanmoins caractérisé la situation des différents pays (cf. graphique 7 et tableau 1). La récession en Russie s'est sensiblement atténuée, en lien avec la reprise des prix du pétrole et la stabilisation de l'inflation. En revanche, la récession au Brésil est demeurée marquée,

G7 Croissance du PIB dans les économies émergentes

(moyenne annuelle, en %)



Source : FMI.

dans un contexte d'inflation forte et d'une dégradation de la confiance des agents économiques. L'activité a été vigoureuse en Chine, bien qu'en très léger ralentissement, reflétant largement les mesures de stimulus mises en place par les autorités. L'Inde est restée l'une des économies les plus dynamiques ; la démonétisation mise en place fin 2016 semble n'avoir eu qu'un impact temporaire de $-0,3\%$ à $-0,5\%$ sur la croissance au cours de l'année fiscale 2016-2017, sans remettre en cause sa vigueur à court et moyen terme.

Suite aux turbulences financières survenues en 2015, les conditions de financement dans de nombreux pays émergents se sont stabilisées en 2016, avec une contraction des *spreads* de crédit, une hausse des

bourses et une relative stabilité des taux de change. Après un point bas en 2015, les flux de capitaux nets vers les pays émergents se sont quelque peu redressés en 2016, en restant toutefois en territoire négatif, notamment sous l'effet des sorties de capitaux en Chine et en Russie. Enfin, l'annonce du Brexit en juin 2016 a eu un impact très limité sur la plupart des pays émergents.

En dépit des signaux de reprise enregistrés en 2016, les risques pesant sur les pays émergents demeurent élevés. Une source de préoccupation majeure concerne l'augmentation de la dette des entreprises des grands pays émergents, en particulier celle libellée en dollars, qui est passée en moyenne de 55% du PIB en 2006 à 110% du PIB fin 2015 d'après les

T1 Principaux indicateurs économiques pour les BRIC

	Brésil		Russie		Inde		Chine	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
PIB nominal (en milliards de dollars)	1 801	1 799	1 366	1 281	2 088	2 256	11 226	11 218
Evolution du PIB réel (en %)	- 3,8	- 3,6	- 2,8	- 0,2	7,9	6,8	6,9	6,7
Inflation (en %)	9,0	8,7	15,5	7,1	4,9	4,9	1,4	2,0
Solde budgétaire (en % du PIB)	- 10,3	- 9,0	- 3,4	- 3,7	- 7,1	- 6,6	- 2,8	- 3,7
Compte courant (en % du PIB)	- 3,3	- 1,3	5,1	1,7	- 1,1	- 0,9	2,7	1,8
Dette publique brute (en % du PIB)	72,5	78,3	15,9	17,0	69,6	69,5	42,6	46,2
Réserves officielles de change (en milliards de dollars)	356	365	368	378	350	359	3 330	3 011
Evolution des réserves (en %)	- 1,9	2,4	- 4,4	2,5	17,3	8,7	- 13,3	- 9,6

Sources nationales pour les réserves et l'inflation. Autres données : FMI, *World Economic Outlook*, avril 2017.

données de la Banque des règlements internationaux (BRI). Par ailleurs, les évolutions de la politique économique américaine, bien qu'aujourd'hui encore largement incertaines, pourraient affecter les pays émergents, via (i) un canal financier : un stimulus budgétaire de grande ampleur pourrait conduire à un fort resserrement

de la politique monétaire américaine, qui pourrait entraîner un nouveau durcissement des conditions financières pour les économies émergentes ; (ii) un canal commercial : un regain de protectionnisme affecterait les économies émergentes fortement dépendantes du marché américain, notamment le Mexique, et dans une

moindre mesure la Chine, l'Inde, le Brésil, la Malaisie ; (iii) un risque de reflux des investissements directs. Enfin, l'atonie du commerce mondial et la montée du protectionnisme, ainsi que des risques de nature politique ou géopolitique, constituent également des aléas baissiers pour les pays émergents à court et moyen terme.

2

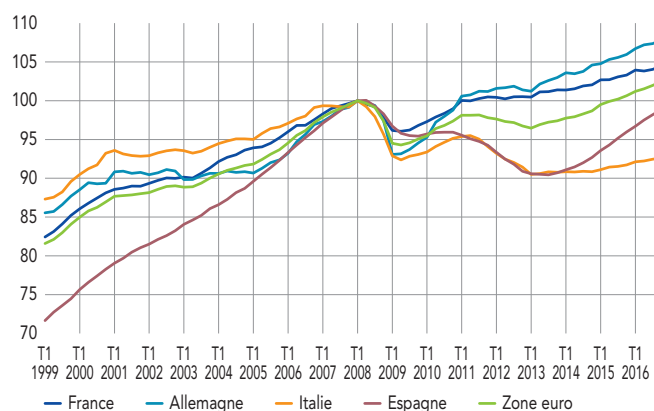
La reprise économique de la zone euro et de la France se confirme, dans un contexte d'inflation encore faible mais d'évolutions monétaires et financières dynamiques

Une poursuite de la reprise, sur un rythme plus dynamique en zone euro qu'en France

Zone euro : la croissance demeure assez dynamique

Le PIB de la zone euro a progressé de 1,7 % en 2016, après une croissance de 1,9 % en 2015 et de 1,3 % en 2014. Les différents pays de la zone euro s'inscrivent dans cette tendance commune, marquée par une relative stabilité du taux de croissance en 2016 par rapport à 2015, avec toutefois des évolutions contrastées : parmi les quatre principales économies de la zone, le dynamisme du rebond espagnol après la forte récession de 2008-2013 se confirme, avec une croissance de 3,2 %, comme en 2015 (cf. graphique 8). L'Allemagne et l'Italie affichent des taux de croissance supérieurs à ceux enregistrés en 2015 : 1,8 % en Allemagne, après 1,5 % en 2015, et 1,0 % en Italie, après 0,7 %. En revanche, l'activité en France a peu accéléré en 2016 par rapport à l'année

G8 PIB en volume
(base 100 au 1^{er} trimestre 2008)



Source : Eurostat.

précédente, avec un taux de croissance de 1,1 % (après 1,0 % en 2015), inférieur à celui de la zone euro.

La consommation privée de la zone euro a progressé à un rythme relativement proche de celui de sa consommation publique (respectivement 2,0 % en 2016, après 1,8 % en 2015, et 1,8 %, après 1,3 %). La croissance de l'investissement total a continué de progresser (3,4 % en 2016, après 3,0 % en 2015). Les exportations ont nettement ralenti (2,9 %, après 6,0 % en 2015), sur un rythme plus marqué

que les importations (4,2 %, après 6,1 %). La contribution nette du commerce extérieur à la croissance est par conséquent négative à 0,4 point de pourcentage (pp) en 2016, la contribution de la variation des stocks étant nulle.

France : le rythme de croissance est quasi stable

En France, la croissance du PIB, corrigée des jours ouvrables, s'est établie

à 1,1 % en moyenne annuelle en 2016, après 1,0 % en 2015 (cf. tableau 2). La consommation des ménages a augmenté de 2,1 % (après 1,3 % en 2015) et celle des administrations publiques (APU) de 1,2 %, après 1,1 % en 2015. L'investissement total a enregistré une nette accélération en 2016 (2,7 %), après une hausse modérée en 2015 (0,9 %). L'investissement des ménages a rebondi de 2,4 %, après plusieurs années de contraction prolongée (– 2,1 % en 2015), mais celui des APU continue de reculer, à – 0,2 % (après – 3,1 % en 2015), dans un contexte de consolidation budgétaire. L'investissement des entreprises non financières continue de progresser très fortement (3,4 % en 2016, après 2,9 % en 2015), en partie grâce aux effets de la mesure de suramortissement, qui a dynamisé l'investissement en biens d'équipement principalement en début d'année ². En revanche, les exportations ne progressent que légèrement (1,9 % en 2016, après 4,0 % en 2015), dépassées largement par la croissance des importations (4,2 %,

T2 Le PIB français et ses composantes

(volumes chaînés, variations trimestrielles et moyennes annuelles en %, données cvs-cjo)

	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	2015	2016
PIB	0,6	– 0,1	0,2	0,5	1,0	1,1
Importations	0,6	– 1,1	2,8	0,6	5,5	4,2
Consommation des ménages	1,3	0,3	0,1	0,6	1,3	2,1
Consommation des APU ^{a)}	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	1,2
FBCF totale	1,1	– 0,1	0,2	0,5	0,9	2,7
dont ENF ^{b)}	1,6	– 0,3	– 0,2	0,9	2,9	3,4
dont ménages	0,8	0,7	0,9	0,9	– 2,1	2,4
dont APU ^{a)}	– 0,5	– 0,6	0,0	– 1,5	– 3,1	– 0,2
Exportations	0,3	0,2	0,6	1,0	4,0	1,9
Contributions des composantes						
Commerce extérieur	– 0,1	0,4	– 0,7	0,1	– 0,6	– 0,8
Demande intérieure (hors stocks)	1,0	0,2	0,1	0,5	1,2	2,0
Variations de stocks	– 0,4	– 0,7	0,7	– 0,2	0,3	– 0,1

a) Administrations publiques.

b) Entreprises non financières.

Source : Insee.

après 5,5 % en 2015). La contribution du commerce extérieur à la croissance a par conséquent été négative, à – 0,8 point de pourcentage (contre – 0,6 point en 2015). La contribution de la variation des stocks a été de – 0,1 point de pourcentage en 2016 (après 0,3 point en 2015). Selon les prévisions de la Banque de France, effectuées en juin 2017 dans le cadre de l'exercice de prévision macroéconomique de l'Eurosystème (*Broad Macroeconomic Projection*

Exercise – BMPE), la croissance du PIB de la France serait d'au moins 1,4 % en 2017, puis de 1,6 % en 2018 et 2019 (cf. encadré 3).

Le profil de la croissance au cours de l'année 2016 a été caractérisé par deux légers pics en début (0,6 %) et en fin d'année (0,5 %), suivant

² La mesure de suramortissement, en place depuis le 15 avril 2015 pour inciter les entreprises à réaliser des investissements productifs, et qui devait s'achever le 14 avril 2016, a été prolongée jusqu'au 14 avril 2017.



Chiffres clés pour la France en 2016



1,1 %
la croissance
du PIB



3,4 %
la progression de l'investissement
des entreprises non financières



10,1 %
le taux de chômage
au sens du BIT

Encadré 2

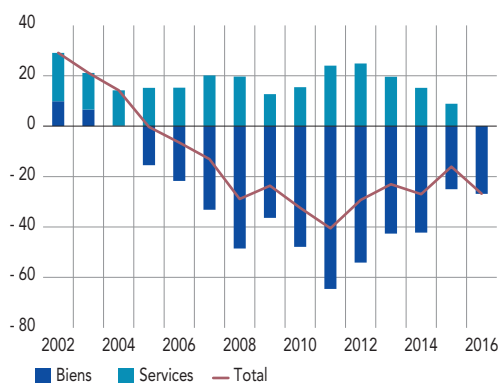
EN 2016, LE DÉFICIT COMMERCIAL DE LA FRANCE SE CREUSE MALGRÉ DES PRIX DE L'ÉNERGIE FAVORABLES

Après une amélioration graduelle entre 2011 et 2015, le déficit commercial dans les échanges de biens et services s'est creusé en 2016, pour atteindre – 26,8 milliards d'euros (après – 16,1 milliards en 2015, données de la balance des paiements, en euros courants). Cette évolution s'explique par la dégradation du solde des biens hors énergie (3,1 milliards d'euros, après 12,8 milliards en 2015) et par l'évolution des échanges de services (solde nul en 2016, après 8,9 milliards d'euros de surplus en 2015). La baisse de l'excédent dégagé par les services est particulièrement forte depuis 2012. Elle s'élève à 24,8 milliards d'euros en quatre ans. L'amélioration du solde énergie (de – 37,8 milliards d'euros en 2015 à – 29,9 milliards en 2016 – données FAB, franco à bord]) explique qu'*in fine* le solde des biens n'accuse qu'un repli modéré, passant de – 25,0 milliards d'euros en 2015 à – 26,8 milliards en 2016¹ (cf. graphique Ga).

La dégradation du solde commercial hors énergie résulte conjointement de la stagnation des exportations françaises (0,1 % en valeur en moyenne annuelle en 2016) et de la croissance soutenue des importations (3,4 % en 2016).

Ga Solde des biens et services de la France

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, balance des paiements.

En volume, les exportations ont nettement décéléré (1,2 % en croissance annuelle, contre 6,0 % en 2015), tandis que les importations sont restées dynamiques (3,6 %). Ces évolutions s'inscrivent dans un contexte d'appréciation du taux de change effectif de l'euro (3,7 % en moyenne annuelle), qui a pesé sur la compétitivité-prix de la zone euro dans son ensemble. Cependant, contrairement à celles de la France, les performances du commerce extérieur de l'Allemagne, de l'Espagne et de l'Italie s'améliorent.

En 2016, la performance à l'exportation de l'économie française mesurée selon un indicateur de part de marché² accuse à nouveau une baisse (– 1 %) qui, conjuguée au ralentissement de la demande mondiale (2,1 %,

¹ Au sein des échanges de biens, les seuls échanges de marchandises, publiés par la direction générale des Douanes et Droits indirects (DGDDI), se soldent par un déficit de – 48,1 milliards d'euros. Le passage des échanges de marchandises aux échanges de biens est opéré par la Banque de France en procédant essentiellement à un enregistrement FAB/FAB de toutes les opérations, en ne retenant au sein des échanges de marchandises que les flux conduisant à un changement de propriété économique, et enfin en ajoutant le négoce international, l'avitaillement et le soutage.

² Exportations françaises totales en volume rapportées à la demande mondiale adressée à la France, mesurée avec les volumes d'importation des pays partenaires, pondérées par leur part dans les exportations françaises.

contre 3,1 % en 2015) explique la très faible progression des exportations au cours de l'année passée. Des éléments exceptionnels négatifs sont intervenus en 2016 dans les domaines notamment des livraisons aéronautiques, de la production agricole en raison des conditions climatiques défavorables, du tourisme du fait des attentats, mais d'autres éléments ont joué positivement (contrats phares dans la construction maritime, etc.). En définitive, hors énergie, le solde de ces éléments exceptionnels n'est que modérément négatif. La part des exportations de la France dans les exportations de la zone euro, stabilisée à 12,2 % entre 2014 et 2015, baisse pour atteindre moins de 12,1 % en 2016.

Par ailleurs, la forte dynamique des importations observée depuis 2013 s'est poursuivie. Cette augmentation peut être en partie expliquée par la nature de la croissance de l'activité en 2016, portée notamment par des composantes à fort contenu en importations : l'investissement des entreprises (4 % en moyenne annuelle en 2016) et la consommation des ménages en énergie, biens d'équipement (en particulier lors du passage en haute définition de la TNT) et matériel de transport. Pour autant, la composition de la croissance ne suffit pas à expliquer la hausse des importations, puisque la propension à importer ³ a augmenté de 2 % en 2016.

3 Importations en volume, rapportées à un indicateur de demande adressée à l'extérieur.

essentiellement les à-coups de la demande intérieure. Les exportations, très peu dynamiques au cours des trois premiers trimestres, se sont redressées en fin d'année (cf. encadré 2). Cette faiblesse du commerce extérieur s'explique notamment par les difficultés de livraison rencontrées par le secteur aéronautique, d'une part, et d'autre part par la baisse de la production agricole liée aux conditions climatiques défavorables de l'année dernière (– 5,2 %, avec un impact négatif d'environ – 0,1 point sur la croissance du PIB). Le recul de la production agricole a eu pour contrepartie une dégradation du solde commercial et une baisse de la

variation des stocks. Un retour à la normale pourrait soutenir la croissance du PIB en 2017, avec notamment un rebond des exportations.

En ce qui concerne les ménages, la baisse du prix des produits pétroliers, qui s'est poursuivie jusqu'au début 2016, a entraîné une nette progression du pouvoir d'achat (1,8 %, après 0,8 % en 2015). Cette amélioration a en partie stimulé la consommation, soutenue également par l'épargne, qui a légèrement baissé pour s'établir à 14,0 % du revenu disponible brut (après 14,3 % en 2015). Le revenu des ménages a été également soutenu par l'accélération des

revenus du travail (2,0 %, après 1,5 % en 2015). L'emploi total a en effet nettement augmenté (0,6 %, après 0,2 % en 2015), notamment l'emploi salarié (0,7 %, après 0,3 % en 2015), qui représente environ 90 % de l'emploi total, et le taux de chômage s'est établi à 10,1 % de la population active, en recul par rapport à 2015 (10,4 %). Dans un contexte de progression quasi nulle de l'inflation, les salaires par tête ont augmenté de 1,2 % en 2016 (après 1,1 % en 2015) dans l'ensemble de l'économie, et de 1,3 % (après 1,2 % en 2015) dans le secteur privé (sociétés non financières, financières, et entrepreneurs individuels – SNF, SF, EI).

Encadré 3

LES PRÉVISIONS DE LA BANQUE DE FRANCE DE JUIN 2017

La croissance du PIB français s'est établie à 1,1 % en 2016, grâce notamment à des facteurs favorables à la demande interne internes, qui ont été en partie neutralisés par la contribution fortement négative du commerce extérieur. La croissance du PIB en moyenne annuelle augmenterait maintenant graduellement à au moins **1,4 % en 2017**, puis **1,6 % en 2018 et 2019**, un rythme supérieur à celui de la croissance potentielle, de sorte que l'écart de production se réduirait. Le rythme de progression de l'activité en France resterait toutefois encore inférieur à celui de la zone euro. Cette projection repose sur des hypothèses techniques et comptes trimestriels arrêtés le 16 mai 2017.

Elle ne prend pas en compte les orientations de politique économique et les réformes postérieures aux élections ni l'évolution des anticipations des agents économiques, qui pourront avoir un impact sur la composition comme le niveau de l'activité et de l'inflation. Ces projections doivent donc se comprendre comme reflétant la dynamique sous-jacente actuelle, fonction des choix de politique économique passés et du contexte international prévu, avant l'impact des futurs choix de politique économique, comme de toujours possibles chocs externes.

Le dynamisme du pouvoir d'achat des ménages, observé en 2016 dans le sillage de la baisse du prix du pétrole, s'atténuerait en prévision. La remontée de l'inflation énergétique ne serait que progressivement compensée par une reprise des revenus salariaux. La consommation des ménages ralentirait donc un peu, en particulier en 2017.

L'investissement des entreprises continuerait d'être soutenu par la progression de l'activité économique et le bas niveau des taux d'intérêt, malgré un taux d'endettement élevé. Son rythme de progression serait toutefois moindre qu'en 2016, où l'impact de la mesure de suramortissement fiscal, qui prendra fin en avril 2017, a été important. Malgré ce ralentissement, le taux d'investissement des entreprises dépasserait en 2018 le pic de 2008, après avoir déjà enregistré un net rétablissement depuis 2013. L'amélioration du taux de marge des sociétés non financières (SNF) se stabiliserait en 2017, du fait de la hausse du prix du pétrole, à niveau constant des mesures d'amélioration de la compétitivité (CICE-PRS), mais reprendrait ensuite une lente progression jusqu'en 2019, pour approcher la moyenne observée de 1996 à 2008. L'investissement des ménages continuerait de bénéficier de facteurs temporaires en 2017 (prêt à taux zéro, dispositif Pinel, taux de crédit peu élevés). Toutefois, des facteurs démographiques freinent l'investissement logement à moyen terme.

Malgré une progression des exportations, les parts de marché françaises à l'exportation ont reculé en 2016. Cette contre-performance s'explique en partie par des événements exceptionnels (mauvaises récoltes dans l'agriculture, difficultés rencontrées dans la chaîne de production d'Airbus, tourisme), ce qui laisse augurer un rebond des parts

de marché françaises en 2017 et 2018 si ces postes retrouvent leur niveau usuel. Par ailleurs le commerce extérieur français bénéficierait d'un environnement international plus porteur, avec une accélération de la demande mondiale, revue à la hausse depuis notre précédente publication. Dès lors, les exportations françaises pourraient retrouver de l'allant dès 2017, malgré un début d'année décevant. La contribution du commerce extérieur à la croissance française serait alors moins négative en 2017 qu'au cours des trois dernières années, et redeviendrait positive en 2018 et 2019.

L'inflation, mesurée avec l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), se redresserait : après 0,3 % en 2016, elle augmenterait en moyenne annuelle à **1,2 % en 2017**, tirée à la hausse par sa composante énergétique. Son profil mensuel serait toutefois irrégulier, marqué par de larges fluctuations, en raison essentiellement de ses composantes énergétiques et alimentaires. **Elle resterait stable en 2018**, mais avec une contribution plus équilibrée de ses diverses composantes : l'inflation hors produits alimentaires et énergie se maintiendrait en effet à 0,6 % en moyenne annuelle en 2017, mais remonterait à partir de 2018, sous l'effet notamment de la baisse du taux de chômage et de la remontée des prix d'importations hors énergie. Ce mouvement se prolongerait en 2019, soutenu en particulier par l'accélération progressive des salaires nominaux. L'inflation totale et l'inflation hors produits alimentaires et énergie convergeraient donc, pour augmenter en **2019 à 1,4 %**.

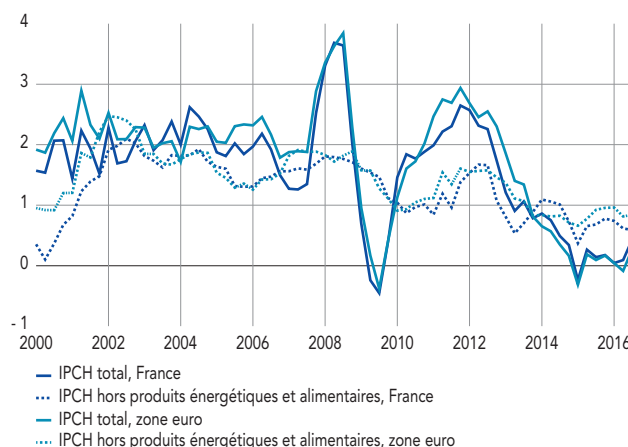
Avec les informations dont nous disposons à ce stade, après – 3,4 % du PIB en 2016, le solde public risquerait de rester légèrement au-dessus du seuil de – 3,0 %, à – 3,1 % en 2017. Le taux de prélèvements obligatoires augmenterait, en effet, temporairement un peu en 2017, de 0,1 point de pourcentage (pp) du PIB, du fait du report en 2018 d'allègements fiscaux et sociaux du Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) et du prélèvement anticipé de certains impôts (impôt sur les sociétés notamment). Le ratio de dépenses publiques (hors crédits d'impôt) en pourcentage du PIB diminuerait, lui, de 0,2 pp : après une progression des dépenses publiques moins bien contenue en 2016 qu'en 2014 et 2015, la modération se poursuivrait en 2017 selon la loi de finances initiale (LFI), mais largement du fait d'une charge de la dette en baisse. L'ajustement structurel primaire – hors charge de la dette –, calculé avec la méthodologie de la Commission européenne, serait nul. L'écart avec la prévision d'un solde public de – 2,8 % en 2017, dans la LFI actualisée par le programme de stabilité d'avril, provient en proportions similaires d'une croissance nominale du PIB plus faible et d'une progression plus dynamique des dépenses dans notre projection. Dans ce contexte, la dette publique augmenterait en 2017, à 96,8 % du PIB (+ 0,5 pp), puis encore sur le reste de l'horizon de prévision. En 2018 et 2019, le déficit public est, à ce stade, projeté autour de 3 %, avec un effort structurel légèrement négatif. Ces projections intègrent en effet les mesures en prélèvements obligatoires déjà votées, mais avec un rendement sur la base de nos projections de croissance économique. Elles intègrent, également, une progression des dépenses à un rythme proche des années passées, mais qui s'écarte sensiblement des projections du programme de stabilité, en l'absence de mesures suffisamment spécifiées pour être retenues, à ce stade, dans notre projection. *A fortiori*, les mesures d'économie annoncées dans le cadre de la campagne présidentielle, indispensables pour revenir sous les 3 % de déficit, ne sont pas encore prises en compte ici.

Du côté des entreprises (SNF, SF, EI), la baisse du prix du pétrole a contribué à soutenir la progression des prix de la valeur ajoutée (0,5 %, après 1,2 % en 2015), même si celle-ci reste faible. Cependant, les coûts salariaux unitaires ont nettement progressé par rapport à 2015 (1,1 %, après – 0,5 %, en prenant en compte les effets du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE). En outre, la productivité a légèrement reculé en 2016 (– 0,1 %, après 0,6 % en 2015), en raison de la très forte hausse de l'emploi dans le secteur privé (1,1 %, après 0,4 % en 2015). Par conséquent, l'excédent brut d'exploitation des entreprises a seulement progressé de 0,4 % (après 5,4 % en 2015) et le taux de marge a baissé en 2016 (37,4 % de la valeur ajoutée, après 37,8 % en 2015, sur le périmètre SNF-SF-EI).

L'inflation en zone euro et en France reste faible en 2016

L'inflation en zone euro s'est légèrement redressée en 2016 : en moyenne annuelle, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a augmenté de 0,2 % en 2016, après 0,0 % en 2015. En glissement annuel, l'évolution de l'IPCH a cependant nettement progressé au cours de

G9 Indice des prix à la consommation harmonisé
(glissement annuel, en %)



Source : Eurostat.

l'année 2016. Il a été négatif de février à mai 2016, avec un creux à – 0,2 % en avril 2016 (cf. graphique 9). L'inflation totale est ensuite progressivement repartie à la hausse, pour atteindre 1,1 % en décembre 2016 en glissement annuel. L'inflation hors produits énergétiques et alimentaires est restée faible en 2016, à 0,9 % en moyenne annuelle, en hausse de seulement 0,1 point par rapport à 2015. Contrairement à l'inflation totale, le profil intra-annuel de l'inflation hors produits énergétiques et alimentaires en glissement annuel est resté relativement stable en 2016, oscillant autour de 0,8-0,9 %, avec un pic à 1,0 % en janvier et mars 2016. L'inflation hors produits énergétiques et alimentaires s'est

établie à 0,9 % en décembre 2016 en glissement annuel.

La remontée du prix du baril de pétrole en 2016 explique en grande partie la reprise de l'inflation totale en zone euro en fin d'année. Après avoir atteint un point bas en janvier 2016 (28 euros/baril), le prix du baril n'a cessé de se redresser au cours de l'année et termine à 55 euros en décembre 2016. La hausse du prix du baril a un impact positif direct immédiat sur la composante énergétique de l'IPCH par le biais des produits pétroliers directement consommés par les ménages. Les effets indirects sont plus lents à se matérialiser. En moyenne annuelle, du fait des cours du début d'année, l'inflation des prix de l'énergie a été

négative en 2016, à $-5,1\%$, après $-6,8\%$ en 2015. Elle est cependant largement positive en décembre ($2,6\%$ en glissement annuel). Les prix des produits manufacturés ont été légèrement plus dynamiques en 2016, augmentant de $0,4\%$ en moyenne annuelle, contre une hausse de $0,3\%$ en 2015. En revanche, les prix des services ont légèrement ralenti en 2016, avec une progression annuelle moyenne s'établissant à $1,1\%$, contre $1,2\%$ en 2015. Les prix de l'alimentaire ont également été un peu moins dynamiques que l'année précédente ($0,9\%$, contre $1,0\%$ en 2015).

Comme dans la zone euro, l'inflation totale (IPCH) en France s'est légèrement redressée en 2016, s'établissant à $0,3\%$ en moyenne annuelle, après $0,1\%$ en 2015. En glissement annuel, les prix à la consommation en France ont temporairement baissé entre février et avril 2016 (autour de $-0,1\%$ en glissement annuel), avant de se redresser jusqu'à atteindre $0,8\%$ en décembre 2016. Comme dans la zone euro, la reprise de l'inflation en fin d'année est principalement due à la remontée des prix des produits pétroliers. En moyenne annuelle, les prix de l'énergie ont reculé de $2,6\%$ en 2016, alors que la baisse atteignait $4,5\%$ en 2015. Ils progressent en décembre 2016 de $4,1\%$ sur un an.

L'inflation des produits alimentaires s'est, elle, légèrement redressée en 2016, mais est restée peu dynamique ($0,5\%$ en moyenne annuelle, contre $0,4\%$ en 2015).

L'inflation hors énergie et alimentaire est restée faible en 2016, à $0,6\%$ en moyenne annuelle comme en 2015, et en dessous de l'inflation hors énergie et alimentaire de la zone euro. En glissement annuel, l'inflation hors produits énergétiques et alimentaires a oscillé entre $0,4\%$ (décembre 2016) et $0,9\%$ (janvier 2016). L'inflation des prix des produits manufacturés s'est quelque peu redressée ($0,0\%$ en moyenne annuelle, contre $-0,3\%$ en 2015), soutenue par le dynamisme des prix des importations des biens hors énergie constaté en 2015. Cette reprise a été compensée par un nouveau ralentissement des prix des services : en moyenne annuelle, les prix des services ont augmenté de $1,0\%$ en 2016 (contre $1,2\%$ en 2015). La baisse du coût salarial induite par le Pacte de responsabilité et de solidarité et le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), ainsi que par une certaine modération salariale en 2016 dans un contexte de chômage élevé (cf. encadré 4), a contribué à limiter la progression des prix dans les activités fortement intensives en main-d'œuvre. De plus, le ralentissement des prix

des loyers, en lien notamment avec les faibles niveaux d'inflation passée, a également contribué à modérer la hausse des prix des services.

L'inflation IPC (indice des prix à la consommation), qui diffère légèrement de l'IPCH³, s'est établie à $0,2\%$ en moyenne annuelle en 2016, contre $0,0\%$ en 2015.

En conclusion, l'inflation en 2016 a été, en zone euro comme en France, plus basse que prévu par l'Eurosystème dans son exercice de prévision publié fin 2015 ($0,2\%$ en moyenne annuelle, contre $1,0\%$ prévu pour la zone euro) principalement en raison de la baisse inattendue du prix du pétrole jusqu'en janvier 2016.

Des évolutions monétaires et financières dynamiques en 2016

Légère accélération de la masse monétaire de la zone euro en 2016

La croissance annuelle de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro

3 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

MODE DE NÉGOCIATION SALARIALE EN EUROPE

Il n'existe pas de modèle européen de la négociation salariale : son degré de centralisation, sa place au sein de la structure normative ou encore les indicateurs retenus pour déterminer l'évolution des salaires diffèrent selon les pays.

L'influence de l'État sur la négociation salariale varie selon les pays. Elle est nulle au Royaume-Uni, hors effet du salaire minimum (dont le niveau par rapport au salaire médian est moins élevé qu'au Portugal et en France), et forte en Belgique où la loi encadre les évolutions salariales pour deux ans. Dans les pays où les partenaires sociaux sont les principaux négociateurs (Allemagne, Pays-Bas, Suède), la loi fixe un cadre institutionnel pour la négociation. En France ou au Portugal, l'État intervient indirectement sur les négociations via la fixation du salaire minimum ¹ ; en France, une hausse du Smic de 1 % entraîne ainsi une hausse des minima de branche de 0,25 % ².

La loi française impose des négociations annuelles dans les entreprises. En Belgique, elles doivent se tenir tous les deux ans et en Suède tous les trois ans. Ailleurs, en l'absence d'obligation légale, on observe que la fréquence des modifications des conventions salariales est majoritairement d'un an au Portugal et au Royaume-Uni, entre un et deux ans en Allemagne et aux Pays-Bas, entre deux et trois ans en Espagne et de trois ans en Italie.

En Belgique, les évolutions des salaires sont indexées sur l'inflation. Ailleurs, bien qu'il n'y ait pas de référence explicite à une indexation des salaires sur l'inflation, l'évolution prévue des prix constitue un indicateur clé des négociations. L'inflation retenue est alors calculée nationalement, par exemple pour trois ans en Italie. La productivité fait aussi figure d'indicateur de référence, aux Pays-Bas et en Allemagne, et son évolution est prise en compte lors des discussions entre syndicats et représentants des entreprises.

Depuis la crise, on observe des **tendances communes en Europe**. La négociation s'est **décentralisée** : les conditions d'extension des négociations de branche ont été limitées en Espagne, au Portugal, et les accords d'entreprises assouplis en Italie et au Portugal. Ce mouvement s'est doublé d'un **renforcement de la flexibilité interne**. Des acteurs autres que les syndicats interviennent dans la négociation au niveau de l'entreprise (comités d'entreprise en Allemagne, instances représentatives du personnel en Italie) dans un contexte où, partout, le taux de syndicalisation a baissé.

Autre élément de convergence, les outils de régulation salariale ont fréquemment fait l'objet de réformes conduisant à une forme de modération salariale. La période récente s'est donc caractérisée par un ralentissement significatif des salaires réels en Europe, les minima salariaux ont été peu dynamiques et le coin socio-fiscal (i. e. l'écart entre le coût total d'un travailleur pour l'entreprise et le salaire net que reçoit ce salarié) a été diminué.

¹ Cette (G.), Chouard (V.) et Verdugo (G.) (2012), « Les effets des hausses du SMIC sur le salaire moyen », Insee, *Économie et statistique*, n° 448-449, p. 3-26.

² Gautier (E.), Fougère (D.) et Roux (S.) (2016), « *The Impact of the national minimum wage on industry-level wage bargaining in France* », Banque de France, *Documents de travail*, n° 587, mars.

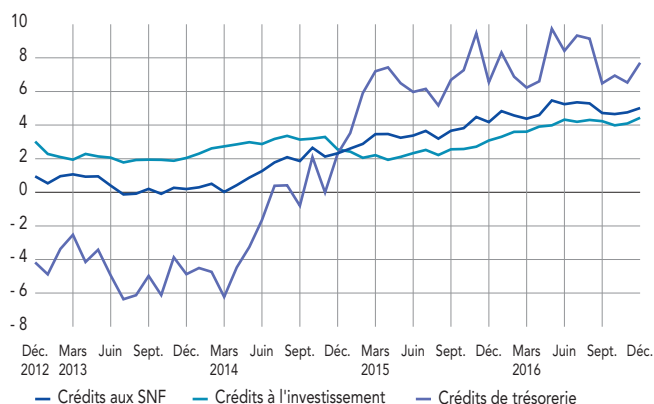
se renforce légèrement en 2016, à 5,0 %, après 4,7 % en 2015 ⁴ (cf. tableau 3 page suivante). La composante française de l'agrégat européen M3 accélère plus nettement, à 6,3 %, après 3,3 % en 2015.

En zone euro, la croissance des dépôts à vue se maintient à un niveau élevé, bien que légèrement moins dynamique qu'en 2015 (9,7 % en 2016, après 11,3 % en 2015). Le faible coût d'opportunité lié à la détention d'actifs liquides continue de soutenir la croissance de la masse monétaire. Par ailleurs, la contraction des autres dépôts monétaires s'atténue (-2,4 %, après -3,3 %), tandis que le taux de croissance des instruments négociables redevient positif (8,3 %, après -3,5 %).

L'accélération de la composante française de l'agrégat M3 de la zone euro est principalement portée par la hausse des instruments négociables (5,8 %, après -2,0 %), et des engagements monétaires vis-à-vis du reste de la zone euro (11,2 %, après -14,8 %), tandis

G10 Taux de croissance annuel du crédit aux sociétés non financières, corrigé de la titrisation, en France

(en %)



Source : Banque de France.

que les dépôts à vue ralentissent tout en continuant de progresser vivement (10,7 %, après 14,8 %).

Croissance dynamique du crédit aux sociétés non financières en France

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

non financières (SNF) françaises ont augmenté au taux annuel de 5,0 % en 2016, après 4,2 % en 2015 (cf. graphique 10). Ce dynamisme résulte de l'accélération des crédits d'investissement (4,4 %, après 3,1 %) et dans une moindre mesure

⁴ Dans cette partie, les taux de croissance annuels sont des taux de croissance en glissement annuel. Par ailleurs, les variations d'encours sont corrigées des éventuels reclassements et des effets de valorisation (ainsi que des effets de change pour certaines séries).



Chiffres clés 2016



5,0 %
la croissance de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro



5,0 %
la croissance de l'encours de crédits aux sociétés non financières résidentes (y c. encours titrisés)



4,5 %
la croissance de l'encours de crédits aux particuliers résidents (y c. encours titrisés)

T3 Évolution des agrégats monétaires zone euro et France, 2014-2015-2016

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

Agrégats monétaires (en données cvs) ou principaux actifs monétaires ^{d)}	Encours 2016	Zone euro ^{a)}			Encours 2016	France ^{d)}		
		Taux de croissance annuel ^{b)}				Taux de croissance annuel ^{b)}		
	2014	2015	2016		2014	2015	2016	
+ Billets et pièces en circulation	1 073	6,5	6,8	3,5				
+ Dépôts à vue	6 116	8,4	11,3	9,7	833	8,6	14,8	10,7
= M1	7 189	8	10,5	8,8	833	8,6	14,8	10,7
+ Autres dépôts monétaires	3 498	-2,3	-3,3	-2,4	750	-0,5	-0,3	0,6
dont : dépôts à préavis ≤ 3 mois	2 177	0,2	0,6	0,8	613	-1,5	-1,3	1,1
dont : dépôts à terme ≤ 2 ans	1 321	-5,4	-8,6	-7,3	137	3,6	3,9	-1,5
= M2	10 687	3,7	5,2	4,8	1 583	3,5	6,7	5,7
+ Instruments négociables	685	4,4	-3,5	8,3	356	-0,3	-2,0	5,8
dont : titres d'OPC monétaires	519	2,5	11,9	8,3	263	-5,9	3,8	3,4
dont : pensions	70	2,9	-39,1	-5,9	20	-4,6	-28,0	-5,1
dont : titres de créance ≤ 2 ans	95	19,9	-25,3	22,4	73	30,0	-11,6	19,6
= M3	11 372	3,8	4,7	5	1 940	2,8	5,0	5,7
+ Engagements monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					173	8,7	-14,8	11,2
- Avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					40	-10,0	-7,6	-1,9
Composante française de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro ^{d)}					2 073	3,6	3,3	6,3

a) Opérations des institutions financières 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.

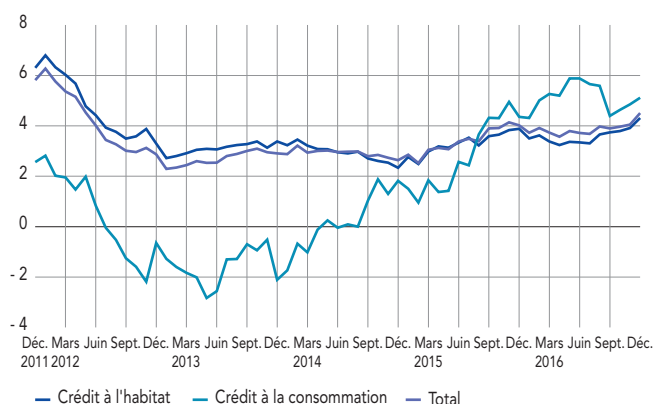
de celle des crédits de trésorerie (7,7 %, après 6,6 %). En 2016, les encours de crédit se contractent de nouveau en Espagne (-0,8 %, après -1,2 %), tandis qu'ils augmentent légèrement en Italie (0,3 %, après -0,5 %) ; en Allemagne, ils accélèrent (3,5 %, après 0,8 % en 2015), mais sans progresser aussi rapidement qu'en France.

Le taux de croissance des titres de créance émis par les sociétés non financières françaises augmente fortement, atteignant 7,5 % en 2016, après 4,5 % en 2015. Au total, l'endettement des SNF accélère,

à 6,0 % en décembre 2016, après 4,3 % en décembre 2015. Cette dynamique de l'endettement

est concomitante de la baisse du coût des capitaux propres (cf. encadré 5).

G11 Taux de croissance annuel du crédit aux particuliers, en France (en %)



Source : Banque de France.

Augmentation de la distribution de crédits aux ménages

La progression des crédits aux particuliers s'accroît en France

(4,5 % en 2016, après 4,0 %), tirée par la plus forte hausse des crédits à l'habitat (4,3 %, après 3,9 %) et des crédits à la consommation (5,1 %, après 4,4 %) – cf. graphique 11.

Comme les années précédentes, la distribution de crédits aux ménages augmente plus en France que dans les autres grandes économies de la zone euro (Allemagne : 2,8 % ; Italie : 1,9 % ; Espagne : – 1,3 %).

Encadré 5

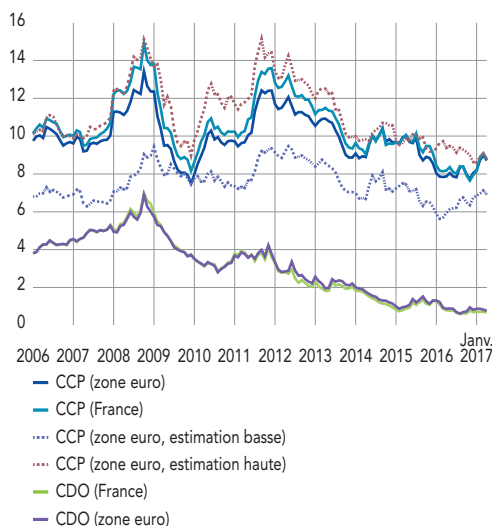
COÛT DES CAPITAUX PROPRES : BAISSÉ TENDANCIELLEMENT DEPUIS 2011, MAIS MAINTIEN À UN NIVEAU RELATIVEMENT ÉLEVÉ

Le coût des capitaux propres influe sur la capacité des entreprises à investir, notamment dans des projets innovants dont le rendement est plus incertain et à plus long terme. On peut définir le coût des capitaux propres (ou *cost of equity*)

d'une entreprise comme le rendement attendu par un investisseur pour acquérir une action de cette entreprise.

Ga Coût des capitaux propres (CCP) des entreprises non financières cotées en zone euro et en France, entre 2006 et janvier 2017

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



Sources : Eurosystem, Datastream, Bloomberg et calculs Banque de France.

Le graphique Ga représente une estimation de l'évolution du coût des capitaux propres des grandes entreprises de la zone euro et françaises de janvier 2006 à mars 2017¹. Le coût des capitaux propres des grandes entreprises européennes a baissé d'environ 4 points de pourcentage depuis son pic en septembre 2011, et est resté stable en 2016 pour se situer autour de 8 % au 30 janvier 2017. En France, le coût des capitaux propres a diminué de 5 points de pourcentage depuis septembre 2011 pour se situer également à environ 8 % en janvier 2017, soit un niveau inférieur à son niveau d'avant crise. La sensibilité des estimations aux hypothèses du modèle de valorisation des entreprises (cf. *infra*) est soulignée par la représentation en traits pointillés d'une estimation haute et basse pour la zone euro. En janvier 2017, l'estimation basse s'élève

¹ Le coût des capitaux propres est estimé à l'aide du modèle d'évaluation des actifs financiers (Medaf) où les bêtas sont calculés individuellement et la prime de risque est estimée par un modèle de croissance perpétuelle des dividendes du marché européen des actions – voir Mazet-Sonilhac (C.) et Mésonnier (J.-S.) (2016), « Le coût des capitaux propres des grandes entreprises non financières en zone euro : une évaluation sur la dernière décennie », *Bulletin de la Banque de France*, n° 207, octobre, p. 33-45.

ainsi à 6,8 % contre 8,6 % pour l'estimation haute. L'écart entre ces deux estimations se réduit fortement depuis le pic de 2011.

La fourchette d'estimation souligne qu'il n'existe pas une mesure unique du coût des capitaux propres. Celle-ci varie en effet selon la taille des entreprises ou la prise en compte des rachats d'actions dans la mesure des attentes de rendement des investisseurs.

Le coût des capitaux propres baisse avec l'augmentation de la taille des entreprises, ce qui se traduit par un taux de dividendes versés plus élevé pour les petites entreprises que pour les grandes. En effet, les petites entreprises ont un marché du capital moins liquide et plus risqué que les grandes, par exemple en raison de plus fortes asymétries d'information et d'une probabilité de défaut plus élevée. Ainsi, à méthodologie constante, le coût des capitaux propres estimé pour les 260 plus grosses entreprises européennes par la capitalisation boursière est inférieur de 0,6 point à celui des 1 460 plus grandes.

Les rachats d'actions occupent par ailleurs une place importante dans l'estimation du coût des capitaux propres. Ce mode de rémunération des actionnaires est couramment utilisé par les entreprises cotées. Ils représentent sur les années récentes environ un tiers de la rémunération des actionnaires et ne peuvent donc pas être négligés. **La prise en compte des rachats d'actions accroît le niveau moyen estimé du coût des capitaux propres d'environ 2 points de pourcentage sur la période 2006-2016.** En janvier 2017, cet écart s'est fortement réduit. Le coût sans rachat d'actions s'élève à 7,6 %, contre 8,2 % avec rachat d'actions.

Le coût des capitaux propres est une variable importante pour le financement de l'innovation. En effet, ce financement doit être adapté à la durée des projets et à l'incertitude accrue de leurs résultats. Le financement par fonds propres répond mieux *a priori* à ces critères de risque et de long terme que le financement par endettement. Pour autant, le financement par fonds propres d'un projet risqué est en général plus onéreux qu'un financement par la dette (bancaire ou obligataire), puisque le rendement exigé doit couvrir un risque de pertes plus élevé et que la dette bénéficie d'un avantage fiscal sur les fonds propres (déductibilité des intérêts).

Ainsi, les entreprises doivent comparer *ex ante* le coût supplémentaire que représente un financement par les capitaux propres par rapport à un financement bancaire : lorsque ce coût supplémentaire est trop haut et dépasse le taux de rendement interne estimé du projet, il devient un frein à l'investissement. Malgré la baisse du coût des capitaux propres, **ce « coût supplémentaire » en écart à la dette obligataire a augmenté de 140 points de base pour les grandes entreprises de la zone euro et de 110 points de base pour les grandes entreprises françaises entre janvier 2006 et janvier 2017**, notamment en raison de la forte baisse des rendements obligataires, influencés par les politiques monétaires de l'Eurosystème (cf. graphique Ga). En écart aux taux d'intérêt de la dette bancaire, le coût supplémentaire a augmenté de 30 points de base au niveau de la zone euro et a diminué de 60 points de base en France.

3

Face à une incertitude accrue, une intensification des mesures de politique monétaire et de stabilité financière

Une intensification des mesures de politique monétaire début 2016 dans un contexte macroéconomique incertain

La détérioration des conditions économiques et financières au début 2016 a nécessité un renforcement des mesures de politique monétaire déjà très accommodantes

Les mesures mises en œuvre par l'Eurosystème à partir de mi-2014 pour parer au risque déflationniste en zone euro, incluant des opérations ciblées à plus long terme (TLTROs), le programme d'achat d'actifs étendu (*Asset Purchase Programme* – APP), ainsi que l'abaissement du taux de facilité

de dépôt, ont prouvé leur efficacité : les mesures mises en œuvre ont amélioré les conditions de financement des entreprises et des ménages et contribué à la reprise.

Cependant, au début de l'année 2016, les conditions économiques et financières se sont détériorées dans un contexte de regain de pressions désinflationnistes liées à une série de chocs économiques : niveau bas des prix des matières premières et du pétrole et ralentissement de la croissance dans les économies émergentes ⁵, créant un risque de désancrage des anticipations. Si l'inflation reste trop faible trop longtemps, les agents peuvent revoir à la baisse leurs anticipations d'inflation, entraînant des effets de

second tour. En effet, une inflation anticipée plus faible se répercute sur les décisions de fixation des prix et des salaires des agents économiques, ce qui à son tour peut nourrir la faiblesse de l'inflation.

Ces perspectives difficiles appelaient une réponse vigoureuse de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a donc recalibré l'ensemble de ses mesures pour soutenir son objectif de stabilité des prix lors de sa réunion de mars 2016 ⁶. Il a notamment i) réduit ses taux directeurs en abaissant le taux des opérations principales de refinancement de 5 points de base (pb), de la facilité de prêt marginal de 5 pb et de la facilité de dépôt de 10 pb, à respectivement 0 %, 0,25 % et – 0,40 %



Chiffres clés 2016



1 511,5
milliards d'euros de stock de titres requis par l'Eurosystème au 31 décembre (en valeur comptable au coût amorti)



1,7
point de croissance supplémentaire en zone euro sur 2016-2019 (estimation) grâce aux mesures de politique monétaire

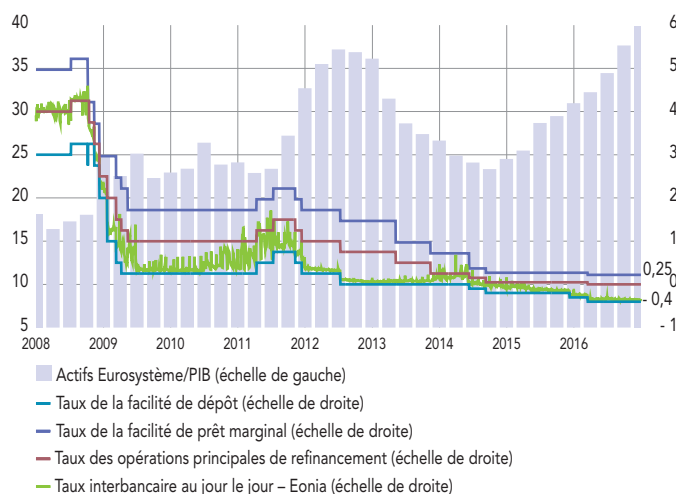
⁵ En mars 2016, la Banque centrale européenne avait abaissé ses prévisions d'inflation en zone euro pour 2016 à 0,1 %, contre 1 % jusqu'alors.

⁶ Le Conseil des gouverneurs a également complété le programme d'achats de titres par des achats de titres d'entreprise (*Corporate Sector Purchase Programme* – CSPP) – cf. encadré 1.

Note : Chiffres présentés sur le site Internet de la BCE en valeur comptable au 31 décembre 2016 au coût amorti.

(cf. graphique 12), ii) augmenté le volume des achats mensuels de titres à 80 milliards d'euros à partir d'avril 2016 et relevé les limites de 33 % à 50 % des parts assignées aux émetteurs et émissions pour les achats de certains titres ⁷, et iii) lancé une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), à compter de juin 2016, toutes d'une durée de quatre ans au taux des opérations principales de refinancement à la date de la réalisation de l'opération ⁸. Enfin, le Conseil des gouverneurs a clarifié sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) : il a indiqué qu'il « s'attendait à ce que les taux restent à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats d'actifs ». Il a enfin réaffirmé que les achats iraient jusqu'à mars 2017 ou au-delà si nécessaire. Cet ensemble de mesures visait à assouplir les conditions de financement du secteur privé et à stimuler la production de crédit, de manière à renforcer la croissance économique et contrecarrer les risques accrus pesant sur l'objectif de stabilité des prix en zone euro.

G12 Taux directeurs, Eonia et taille du bilan de l'Eurosystème
(en %)



Source : BCE.

L'activité en zone euro a montré des signes de résistance au deuxième semestre 2016 mais l'inflation sous-jacente est demeurée durablement faible

Le caractère très accommodant de la politique monétaire et son amplification en mars 2016, ont permis de soutenir l'activité de la zone euro face à une incertitude croissante. Suite au référendum sur le Brexit, la volatilité des marchés financiers a augmenté. L'incertitude géopolitique post-Brexit et la faiblesse des perspectives de croissance de certaines économies émergentes ont également continué de peser sur

les exportations de la zone euro au second semestre de 2016. Les prévisions de croissance ont donc été légèrement revues à la baisse lors des projections de septembre 2016 de l'Eurosystème ⁹. Dans ce contexte, les perspectives de croissance et d'inflation restaient dépendantes de conditions de financement très souples. À la fin de l'année, l'économie de la zone euro a résisté malgré le climat d'incertitude politique. La croissance s'élevait à un rythme

⁷ Titres d'organisations internationales et des banques multilatérales de développement éligibles.

⁸ La dernière opération TLTRO II a eu lieu en mars 2017.

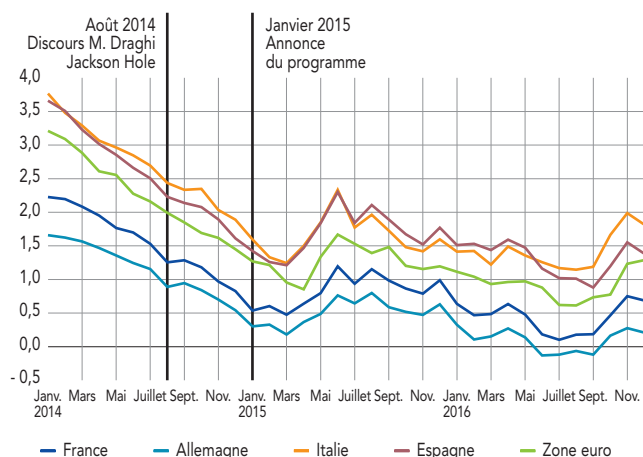
⁹ Projections revues à la baisse de -0,1 point de pourcentage pour 2016, 2017 et 2018.

stable, entretenu par un renforcement de la demande intérieure, une augmentation du revenu disponible et une baisse notable du chômage, ainsi qu'une amélioration des conditions de crédit. L'inflation progressait également, tirée par la hausse des prix de l'énergie.

Le paquet de mesures de décembre destiné à préserver l'orientation de la politique monétaire

Le caractère accommodant de la politique monétaire a été prolongé en décembre 2016. Le Conseil des gouverneurs a décidé i) d'étendre l'horizon de l'APP d'avril 2017 à décembre 2017 (sur un volume mensuel de 60 milliards), ou au-delà, jusqu'à un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, et ii) d'ajuster les paramètres de l'APP en réduisant la durée résiduelle minimale des titres du secteur public éligibles de deux ans à un an, en autorisant, dans la mesure nécessaire, les achats de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt. Le Conseil des gouverneurs a poursuivi sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt (*forward guidance*) et souligné

G13 Évolution du rendement des titres souverains à 10 ans
(en %)



Source : BCE.

en particulier qu'il envisageait d'accroître le volume ou d'allonger la durée du programme en cas de détérioration des conditions financières ou des perspectives économiques.

Les mesures de politique monétaire ont continué d'améliorer les conditions de financement de la zone euro, et le contexte macroéconomique global

L'orientation très accommodante de la politique monétaire s'est transmise avec efficacité aux conditions de crédit. Suite aux mesures prises depuis 2014, on a observé une baisse des anticipations de taux courts futurs, une baisse plus forte encore

des taux des obligations émises par les États membres, et notamment une réduction de l'hétérogénéité entre les taux souverains des États membres (cf. graphique 13). Cette baisse s'est également transmise aux taux bancaires dans un contexte d'augmentation des encours de prêts au secteur privé et de dépréciation de l'euro.

Ces mesures de politique monétaire ont eu depuis 2014 un impact considérable¹⁰ sur les variables macroéconomiques globales en

¹⁰ Voir Marx (M.), Nguyen (B.) et Sahuc (J.-G.) (2016), « Les mesures de politique monétaire en zone euro, et leurs effets, depuis 2014 », *Rue de la Banque*, n° 32, octobre, et *Bulletin de la Banque de France*, n° 205, mai-juin, p. 5-24, ainsi que le compte rendu de la conférence de presse de Mario Draghi à la BCE, le 9 mars 2017.

zone euro (cf. encadré 6 pour une analyse plus désagrégée). L'impact cumulé pour la période 2016-2019 est évalué à 1,7 point de pourcentage supplémentaire sur l'inflation et autant sur la croissance.

L'ensemble des mesures de 2016 a conduit à une amélioration des conditions début 2017

Les décisions prises en 2016 se sont notamment traduites par l'acquisition par l'Eurosystème d'un stock de titres évalué à 1 511,5 milliards d'euros¹¹ et comprenant 1 254,6 milliards d'euros d'obligations souveraines dans le cadre du programme d'achat d'obligations du secteur public (*Public Sector Purchase Programme* – PSPP) et 51,1 milliards d'euros d'obligations d'entreprises non bancaires au titre du programme d'achat de dettes d'entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme* – CSPP). Ces décisions ont permis de préserver des conditions de financement très favorables et indispensables pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. L'inflation a accéléré début 2017, essentiellement sous l'effet des évolutions

des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Les tensions inflationnistes restent faibles mais les anticipations d'inflation se sont rapprochées de 2 % et les risques de déflation ont largement disparu.

Malgré les incertitudes, un système financier et bancaire résilient grâce à une surveillance prudentielle étroite

Une exposition aux risques du système financier français maîtrisée

Le système financier français demeure résilient aux différents chocs et son exposition aux risques est restée maîtrisée. En 2016, les incertitudes politiques ont influencé les évolutions de marché et ont continué de peser au premier semestre 2017 du fait des échéances électorales dans plusieurs pays. La hausse des taux d'intérêt et la pentification des courbes de taux observées depuis l'été 2016 sont pour l'heure bénéfiques à la rentabilité des institutions financières. Les taux d'intérêt demeurent néanmoins à des niveaux historiquement bas, alimentant l'accroissement de

l'endettement des agents non financiers, et leur hausse brutale serait dommageable pour le système économique. Face à cette situation les autorités macroprudentielles ont conduit plusieurs exercices visant à évaluer ces risques et ont activé plusieurs outils, en particulier face aux risques internationaux.

Les élections aux États-Unis et les hausses de taux décidées par la Réserve fédérale fin 2016 et début 2017 ont entraîné une remontée des taux d'intérêt et des anticipations d'inflation (soutenues par la hausse du prix du pétrole en 2016) au niveau mondial, faisant peser des risques sur l'ensemble du système financier à travers des effets de valorisation, de refinancement de la dette et de rééquilibrage des portefeuilles (cf. partie 1 pour une présentation détaillée du contexte économique international). Ces derniers sont déjà en cours et se manifestent par des transferts de capitaux des pays émergents vers les pays avancés, ainsi que des obligations risquées (d'entreprise notamment) vers les obligations souveraines au rendement en hausse, et surtout vers les

11 Chiffres présentés sur le site internet de la BCE en valeur comptable au 31 décembre 2016 au coût amorti.

Encadré 6

LES EFFETS REDISTRIBUTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

De nombreux commentateurs se sont inquiétés des potentielles conséquences indésirables des mesures de politique monétaire sur les inégalités, ainsi que des transferts implicites entre pays. Les effets de redistribution peuvent être **macroéconomiques et financiers**.

Le principal effet d'une politique monétaire accommodante passe par la baisse du **chômage**, qui bénéficie surtout aux ménages à plus faible revenu ¹. Les mesures prises depuis 2014 ont eu un effet significatif sur l'activité et l'emploi. En particulier, le taux de chômage en zone euro a diminué de 11,5 % à 9,6 % entre août 2014 ² et décembre 2016 (de 10,4 % à 10,1 % en France). Cette amélioration de l'emploi se traduit entre autres par une augmentation du revenu réel disponible des ménages de 3,7% entre mi-2014 et fin 2016, portée essentiellement par l'augmentation des ressources du travail.

Un autre effet résulte des modifications de **revenus liés aux baisses des taux d'intérêt**. Celles-ci réduisent les flux d'intérêt perçus par les agents épargnants et ceux payés par les agents endettés. L'économie y a gagné dans son ensemble, mais les effets diffèrent selon les secteurs. L'État (et donc les contribuables) et les entreprises payent moins d'intérêts, alors que les ménages et les institutions financières, épargnants nets, en perçoivent moins. De plus, ces effets réduisent les inégalités au sein des ménages puisqu'ils entraînent une redistribution de richesse des ménages épargnants vers les ménages endettés.

Par ailleurs, la stabilité des prix garantit l'**égalité intergénérationnelle** en évitant les effets de redistribution découlant d'une variation non anticipée de l'inflation. À cet égard, une étude menée en zone euro ³ a montré qu'une baisse non anticipée d'inflation entraîne une redistribution de la richesse des agents jeunes (débiteurs) vers les plus âgés (créditeurs). Ainsi, ramener l'inflation de 1 % à 2 % par an bénéficierait aux jeunes ménages de classe moyenne.

Enfin, les effets **richesses découlant des augmentations de prix des actifs** financiers ou immobiliers bénéficient aux agents détenteurs de ces actifs et peuvent accroître les inégalités de patrimoine. Une estimation sur la base de l'exposition des ménages aux différents types d'actifs montre que ces variations auraient entraîné un effet cumulé sur

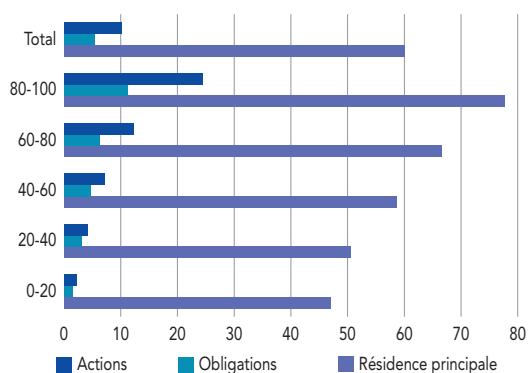
1 Ampudia Fraile (M.), Pavlickova (A.), Slacalek (J.) et Vogel (E.) (2016), « Household heterogeneity in the euro area since the onset of the Great Recession », *Journal of Policy Modeling*, vol. 38, n° 1, p. 181-197.

2 Date de l'annonce du programme à Jackson Hole par Mario Draghi.

3 Adam (K.) et Zhu (J.) (2016), « Price level changes and the redistribution of nominal wealth across the euro area », *Journal of the European Economic Association*, vol. 14, n° 4, p. 871-906, août.

Ga Taux de détention d'actifs par les ménages, selon les types d'actifs et le niveau de revenu

(en fonction du percentile dans la distribution du revenu, en %)



Note : Le graphique ne reproduit que le taux de participation à la résidence principale, aux actions et obligations. Il catégorise les ménages en fonction de leur percentile dans la distribution des revenus ; par exemple « 80-100 » inclut les 20 % de ménages les plus aisés.

Source : Eurosystem, enquête HFCS⁶.

la richesse nette de l'ensemble des ménages de l'ordre de 3 % entre mi-2014 et fin 2016⁴. Le graphique Ga, qui utilise les données issues de l'enquête sur la consommation et le patrimoine des ménages en zone euro (*Household Finance and Consumption Survey – HFCS*), reproduit la part de ceux qui détiennent leur richesse en obligations, en actions et en immobilier. L'investissement dans la résidence principale domine (autour de 60 % des ménages), alors que 5 à 10 % des ménages détiennent des actions ou des obligations. La détention d'obligations est, elle, très rare. Ainsi, les inégalités de richesse et de revenu sont principalement affectées par les variations de prix des actions et de l'immobilier. Une simulation réalisée à partir de cette enquête montre que, selon la composition de leur patrimoine, certains ménages profiteraient de ces augmentations de prix d'actifs. Par ailleurs, leur transmission aux inégalités de consommation reste limitée⁵.

En définitive, l'impact redistributif des mesures récentes résulte de l'amélioration des conditions macroéconomiques : l'objectif de stabilité des prix permet d'éviter le risque d'une déflation et d'une récession majeure et d'assurer une croissance profitable à tous.

4 L'indice des prix immobiliers a augmenté d'environ 4 % entre mi-2014 et fin 2016. Les indices des prix d'actifs sont plus volatils, avec une amplitude de variation maximale de l'ordre de 10 %. Les données d'exposition des ménages sont tirées de l'article de Arrondel (L.), Roger (M.) et Savignac (F.) (2013), « Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », *Bulletin de la Banque de France*, n° 192, 2^e trimestre, p. 81-94.

5 Savignac (F.) (2017), « Les inégalités de patrimoine ont-elles un effet sur la consommation ? », *Rue de la Banque*, n° 42, avril.

6 BCE (2013), « *The Eurosystem household finance and consumption survey: results from the first wave* », *Statistics Paper Series*, n° 2, p. 23 et 36, avril.

marchés actions, dont les valorisations ont fortement augmenté depuis novembre 2016.

S'agissant des institutions financières, les banques pourraient être sensibles à une hausse rapide des

taux d'intérêt, leurs actifs étant composés en grande partie de prêts à taux fixe – dont une proportion élevée a été renégociée à taux bas en 2015 et 2016 – tandis que leur passif comprend une part élevée de financements de

marché, directement impactés par une hausse des taux. En ce qui concerne les assureurs et les gestionnaires d'actifs, une hausse rapide des taux d'intérêt pourrait entraîner des retraits massifs de la part des épargnants à la recherche de

rendements plus élevés. Les institutions pourraient être contraintes de liquider des actifs pour y faire face, engendrant des pertes qui pourraient amplifier la dégradation des conditions de marché.

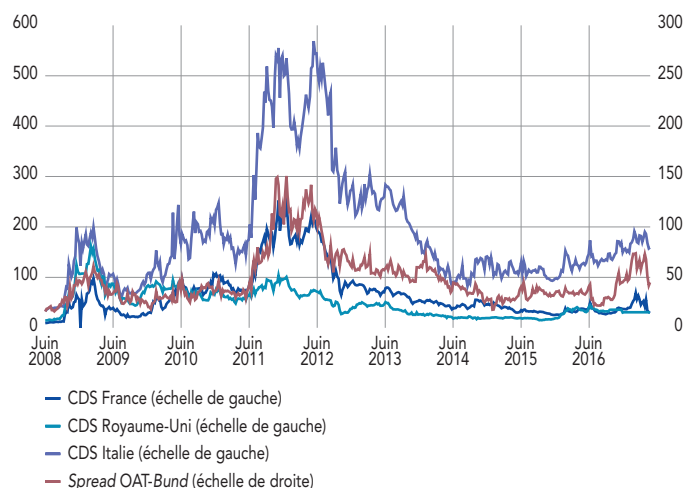
On observe par ailleurs une accélération du crédit à destination des différents secteurs non financiers.

Après plusieurs années de baisse des prix, le secteur immobilier résidentiel français semble repartir à la hausse, poussé par l'environnement de taux bas favorisant la capacité d'endettement des ménages (cf. fin de partie 2 sur les évolutions monétaires et financières). Dans le secteur de l'immobilier commercial, les valorisations sont toujours élevées et en progression, mais les récents tests de résistance conduits à la demande du Haut Conseil de stabilité financière (cf. *infra* : point sur la politique macroprudentielle) montrent le faible impact d'un retournement du marché sur le système financier français.

La dette des sociétés non financières (SNF), en France comme dans les pays émergents, a continué d'augmenter depuis la crise malgré des conditions macroéconomiques dégradées (cf. également

G14 Prime de CDS à 5 ans par pays et spread OAT-Bund

(en points de base)



Note : CDS, credit default swap ; OAT, obligation assimilable du Trésor français.
Source : Bloomberg.

fin de partie 2 sur les évolutions monétaires et financières). En France, l'investissement a connu une croissance assez forte en 2016 (2,8 % pour la formation brute de capital fixe totale), mais la hausse plus rapide de l'endettement des SNF fait l'objet d'une surveillance accrue, en particulier face au risque de remontée des taux.

Le niveau élevé de l'endettement public en zone euro fait également peser des risques sur la stabilité financière, dans un environnement de hausse des taux en 2017. En France, le risque politique perçu par les marchés s'est accru

depuis la fin d'année 2016, avant de diminuer à la suite des résultats de l'élection présidentielle. L'écart entre le taux souverain à 10 ans pour l'Allemagne (*Bund*) et la France (OAT) a fortement augmenté pour atteindre 85 points de base (pb) le 22 février 2017, son plus haut niveau depuis 2012 (cf. graphique 14), avant de revenir à 45 pb suite à l'élection présidentielle française. Un nouvel écartement des *spreads* de crédit en Europe, notamment pour les pays périphériques dont le secteur bancaire est vulnérable, serait susceptible d'entraîner des risques pour la stabilité financière.

*La Banque de France
et le Haut Conseil
de stabilité financière
agissent pour garantir
la stabilité financière
en collaboration avec les autorités
macroprudentielles nationales
et européennes*

Face à ces risques, la politique macroprudentielle a pour objectif de garantir la stabilité financière et de prévenir l'apparition de risques systémiques, notamment par la mise en œuvre d'instruments préventifs tels que des exigences contra-cycliques de fonds propres ou de liquidité pour les acteurs du système financier. En France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) est l'autorité macroprudentielle désignée. Le HCSF se réunit tous les trimestres et sa responsabilité couvre à la fois les risques de nature « transversale », résultant des interconnexions entre établissements, et les risques « cycliques », liés à l'apparition de déséquilibres financiers au cours du cycle. Le gouverneur de la Banque de France en est membre de droit et est le seul à pouvoir proposer des mesures macroprudentielles contraignantes.

Les décisions de politique macroprudentielle du HCSF sont prises

en étroite collaboration avec la BCE et le Comité européen du risque systémique (CERS) afin de garantir leur pertinence et leur efficacité dans l'ensemble de la zone euro et de l'Union européenne. Parmi les mesures décidées en 2016, le HCSF a introduit le coussin de fonds propres contracyclique, à un taux de 0 % des actifs pondérés du risque. De plus, il a reconnu les taux des coussins contracycliques appliqués en Norvège et en Suède, ainsi que le taux du coussin sur le risque systémique en Estonie. En outre, le HCSF a augmenté les pondérations de risque appliquées aux crédits garantis par un bien immobilier résidentiel en Belgique compte tenu des risques de survalorisation signalés par les autorités belges. Parmi les publications significatives, outre son rapport annuel, le HCSF a publié une analyse des risques inhérents au marché de l'immobilier commercial en France ¹² et demandé la conduite d'un exercice de test de résistance conjoint entre la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF), dédié à ces risques pour l'ensemble du système financier français.

La politique macroprudentielle est un sujet de première importance

pour les institutions de l'Eurosystème et de l'Union européenne, et suscite de multiples réflexions. En témoignent les rapports et recommandations du CERS préparés en 2016 dans le cadre de groupes de travail impliquant l'ensemble des décideurs, sur les thèmes suivants : finance non bancaire, coussin contracyclique, immobilier résidentiel et commercial, effets transfrontaliers et réciprocité volontaire des mesures. En outre, le cadre de la politique macroprudentielle dans l'Union européenne fait actuellement l'objet d'une consultation lancée le 1^{er} août 2016 qui pourrait conduire à sa révision en 2017.

*Maintien d'une surveillance
prudentielle étroite
d'un secteur bancaire
et assurantiel résilient malgré
les défis auxquels il fait face*

Dans le domaine bancaire, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a maintenu une supervision rapprochée des risques qui pèsent sur les revenus, la solvabilité et la liquidité des banques françaises dans un environnement marqué par

¹² HCSF (2016), « Analyse du marché de l'immobilier commercial en France », note, septembre.

des taux d'intérêt toujours bas, une volatilité accrue au premier semestre et des perspectives macroéconomiques en lente amélioration. En dépit de ces nombreux défis,

les banques françaises ont dégagé des résultats solides, principalement du fait de l'amélioration de leur coût du risque (cf. encadré 7). Elles ont également poursuivi leurs

efforts vers la pleine application des nouvelles normes de solvabilité et de liquidité tout en continuant à financer l'économie, comme en atteste par exemple la poursuite de

Encadré 7

LA RENTABILITÉ DES BANQUES EN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS

En dépit d'un environnement marqué jusqu'en novembre par la poursuite de la baisse des taux, en particulier sur les plus longues échéances et, sur le premier semestre 2016, par une forte volatilité des marchés, les principales banques françaises ¹ ont dégagé un résultat net part du groupe agrégé en progression de 3,1 % à 24,3 milliards d'euros :

- le produit net bancaire a enregistré un repli de 0,3 %, à 145,7 milliards d'euros. Cette relative stabilité masque toutefois quelques évolutions significatives de sens opposé : l'amélioration des conditions d'endettement des banques sur les marchés (baisse des *spreads* de crédit) s'est tout d'abord traduite par une baisse des revenus de près de 2 milliards d'euros au titre de la réévaluation de la dette propre ² ; ensuite, les opérations de gestion de bilan menées dans le cadre de la réorganisation du Groupe Crédit Agricole ³ ont généré un coût immédiat de près d'un milliard d'euros ⁴ ; à l'inverse, les banques ont bénéficié des plus-values de cession sur leurs titres Visa Europe au premier trimestre 2016 ⁵, pour un montant cumulé de 2,9 milliards d'euros ;
- les frais de gestion ayant progressé de 1,2 %, le coefficient d'exploitation (qui rapporte ces derniers au produit net bancaire) s'inscrit en hausse de 1 point de pourcentage à 67,5 % ;

1 BNP Paribas, Société Générale, Groupe Crédit Agricole, Groupe BPCE, Groupe Crédit Mutuel et La Banque Postale.

2 On rappelle que pour les dettes qui sont évaluées en juste valeur sur option, la valeur des instruments doit être révisée à chaque date d'arrêt en fonction de l'évolution du spread de crédit de l'émetteur : en 2016, ces effets comptables (qui ne seront plus retranscrits en résultat mais en capitaux propres avec la mise en œuvre de la norme IFRS 9 à compter du 1^{er} janvier 2018) se sont traduits par une charge de 554 millions d'euros (due à l'effet de l'amélioration des spreads de crédit des banques sur la valeur de leurs dettes comptabilisées en juste valeur sur option), contre un produit de 1 436 millions d'euros en 2015.

3 La simplification de l'organisation du groupe en termes de liens capitalistiques et de financements entre la structure cotée Crédit Agricole S.A. (CASA) et les caisses régionales était une des quatre priorités du plan stratégique publié par le groupe en mars 2016. Elle s'est notamment traduite par une déconsolidation des caisses régionales (via un transfert par CASA des certificats coopératifs d'investissement et des certificats coopératifs d'associés – CCI/CCA). La réorganisation s'est traduite également par le débouclage du mécanisme de garantie « Switch 1 » associé à la détention des CCI/CCA et par le remboursement aux caisses régionales par CASA du dépôt de 5 milliards d'euros qui avait été constitué dans ce cadre.

4 Ces coûts immédiats devraient être suivis d'économies dans les prochains exercices, compte tenu des nouvelles émissions réalisées à des taux faibles.

5 Le 21 juin 2016, le rachat par l'américain Visa Inc. de Visa Europe, société détenue par des banques européennes, s'est traduit par l'enregistrement de plus-values de cession des titres de 2,9 milliards d'euros pour l'ensemble des groupes. L'impact est quasi identique sur le produit net bancaire (PNB) et sur le résultat net part du groupe (RNPG).

- le coût du risque recule de façon marquée (– 20 % par rapport à 2015), pour toutes les banques et dans l'ensemble des métiers. Les banques françaises ont bénéficié d'un environnement économique plus serein, y compris en banque de détail à l'international et dans les secteurs liés à l'énergie, et de provisions pour litiges plus faibles.

Cette solide performance, qui souligne la pertinence du modèle de banque universelle, a toutefois été contrastée selon les lignes métiers. En particulier, la banque de détail en France a pâti de l'environnement de taux, avec une baisse de 3,3 % de ses revenus, qui n'a été que partiellement compensée par la hausse observée dans les services financiers spécialisés (3,4 %) ou la banque de financement et d'investissement (0,9 %).

Ces résultats robustes ont enfin permis aux banques françaises de continuer à renforcer leur structure financière, comme l'illustre par exemple la nouvelle progression de 0,6 point de pourcentage de leur ratio *Common Equity Tier 1* « full CRD4 » agrégé, à 13,2 %, sous l'effet de l'accroissement de leurs fonds propres (20,5 milliards d'euros par rapport à fin 2015, à 296 milliards d'euros).

la croissance des crédits aux sociétés non financières fin 2016 (5,0 % sur un an). Elles restent néanmoins confrontées à la nécessité de poursuivre l'adaptation de leur modèle d'activité face à l'émergence de nouveaux acteurs et à ajuster leur structure de coûts.

Le test de résistance conduit par l'Autorité bancaire européenne (ABE) en 2016, auquel l'ACPR a collaboré, a confirmé la capacité des six grands groupes bancaires français à faire face à un choc de grande ampleur, leur ratio *Common Equity Tier 1* (CET1, qui mesure le niveau des fonds propres de meilleure qualité) ayant baissé en

moyenne de 286 points de base au terme de l'exercice, contre un repli moyen de 380 points de base pour l'ensemble des banques testées¹³. Comme lors des précédentes éditions, cet exercice a par ailleurs de nouveau permis à l'ACPR d'œuvrer à ce que les spécificités du système bancaire français (prêts immobiliers cautionnés, épargne réglementée, etc.) soient mieux appréhendées par nos partenaires européens.

Enfin, l'ACPR a contribué à la refonte du calcul du dénominateur du ratio de solvabilité (qui rapporte les fonds propres aux actifs pondérés du risque) dans le cadre de la finalisation de Bâle III. En l'absence de

consensus concernant notamment le plancher à appliquer aux exigences en fonds propres calculées sur la base des modèles internes – plancher exprimé par référence à la méthode standard –, les discussions se poursuivaient encore en mars 2017 sans qu'un calendrier précis ne soit annoncé pour la clôture des négociations.

Dans le secteur de l'assurance, l'ACPR poursuit ses actions de contrôle sous le régime prudentiel Solvabilité II, entré en application

¹³ Cinquante et une banques européennes (dont six groupes français), représentant près de 70 % des actifs du secteur bancaire européen, ont pris part à l'exercice.

au 1^{er} janvier 2016. Solvabilité II est applicable aux organismes exerçant des activités d'assurance d'une certaine importance (chiffre d'affaires excédant 5 millions d'euros ou provisions techniques dépassant 25 millions d'euros), soit 61 % des acteurs et 99 % du bilan du marché français. Son entrée en application accroît l'homogénéisation des règles prudentielles applicables aux organismes ou aux groupes d'assurance au niveau européen, étend les exigences de *reporting* au superviseur et de publications de données, mais introduit également un cadre renforcé de gouvernance pour les entreprises. Les acteurs ne franchissant pas les contraintes de taille demeurent supervisés dans le cadre de Solvabilité I.

Plus précisément, Solvabilité II impose d'établir un bilan en valeur de marché et prévoit des exigences en fonds propres établies via une mesure sensible aux risques auxquels sont exposés les organismes d'assurance. Cela permet

notamment de restituer plus justement les effets de l'environnement financier inédit de taux très bas, qui est un point d'attention spécifique de l'ACPR pour les engagements de long terme en assurance-vie. Des communications répétées ont eu lieu auprès du marché et ses principaux acteurs ont été sensibilisés par les équipes de contrôle sur les conséquences à long terme qui pourraient découler de politiques inchangées de souscription et de dotation insuffisante aux réserves distribuables aux assurés. La conduite d'un exercice de *stress test* par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) sur un panel d'assureurs européens comprenant dix-sept assureurs français a permis de tester la résilience du marché à des taux durablement bas. L'ACPR a approfondi l'exercice en l'étendant à dix-sept organismes supplémentaires, de manière à couvrir 90 % des engagements d'assurance-vie du marché français.

La loi Sapin 2 du 9 décembre 2016 complète le panel de mesures de police administrative que l'ACPR peut déployer dans des situations individuelles, en conférant au HCSF le pouvoir d'adopter des mesures conservatoires collectives en cas de menace grave et caractérisée pour la stabilité du système financier (des mesures similaires pouvaient précédemment être prises par l'ACPR sur une base individuelle). Le pouvoir de moduler les règles de constitution et de reprise de la provision pour participation aux bénéfices – réserve distribuable aux assurés, permettant de lisser le rendement servi dans le temps – est également conféré au HCSF. Les modalités concrètes encadrant la mise en œuvre d'une telle mesure demeurent à déterminer par décret en Conseil d'État. L'article 47 de la loi fournit enfin la possibilité au gouvernement de désigner dans un délai d'un an à compter de la promulgation de la loi, et par ordonnance, l'ACPR comme autorité de résolution pour le secteur des assurances.

4

Une mobilisation accrue pour consolider la reprise par des actions en faveur du financement de l'économie et des réformes structurelles

Au niveau européen et international, des actions coordonnées en faveur du soutien de l'investissement et des réformes structurelles

En zone euro, des avancées vers une nécessaire coordination des politiques économiques

En 2016, les efforts visant à soutenir la croissance et à renforcer la résilience des économies de l'Union européenne se sont accrus. Cette démarche s'est notamment appuyée sur le « triangle vertueux » promu par la Commission européenne depuis l'entrée en fonctions de Jean-Claude Juncker. Ce triangle vise à associer responsabilité budgétaire, réformes structurelles et relance de l'investissement au service de la croissance.

La coordination des politiques monétaires, budgétaires et structurelles au sein de l'Union économique et

monétaire est cruciale pour améliorer leur efficacité. Dans le cadre institutionnel en vigueur, seule la politique monétaire est définie collégialement pour l'ensemble de la zone euro. Bien que partiellement encadrées par les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance et de la procédure pour déséquilibres macro-économiques excessifs, les politiques budgétaires et structurelles restent du ressort des États membres. Dans ce contexte, le Semestre européen constitue depuis 2011 un dispositif qui vise à une meilleure coordination des politiques économiques des États membres en veillant au respect des objectifs et des règles définis à l'échelon européen. Le calendrier de coordination se structure en différentes phases : à une phase d'« examen annuel de croissance » succèdent la définition des orientations politiques au niveau de l'Union et de la zone euro, puis des politiques et programmes propres à chaque pays et, enfin, leur mise en œuvre par les États membres.

Renforcer le rôle du Semestre européen dans la coordination des politiques économiques de la zone euro

En droite ligne des orientations définies dans le Rapport des cinq présidents, publié en juin 2015, la Commission européenne a pour la première fois publié, en novembre 2015, une recommandation concernant la politique économique de la zone euro dans le cadre du paquet d'automne marquant le début du Semestre européen. Il s'agit de s'assurer que les enjeux communs auxquels fait face l'Union économique et monétaire sont pris en compte de manière adéquate dans les actions et réformes menées individuellement par les États membres. La recommandation publiée pour l'année 2017 mentionne la nécessité de mieux coordonner la mise en œuvre des politiques structurelles et budgétaires entre les États membres qui présentent un déficit et ceux qui affichent un excédent de leur balance courante. Tandis que les premiers

sont invités à mettre en œuvre des réformes permettant d'accroître leur productivité tout en contenant l'évolution de leurs coûts salariaux unitaires, la Commission européenne recommande, pour les seconds, des mesures en faveur de l'investissement et de la demande intérieure.

En 2016, la Commission européenne a recommandé pour la première fois une orientation chiffrée pour la politique budgétaire de la zone euro

En novembre 2016 également, toujours dans le cadre des recommandations du Rapport des cinq présidents visant à compléter l'Union économique et monétaire, la Commission a publié une recommandation chiffrée d'orientation budgétaire de la zone euro assortie au paquet d'automne. Celle-ci constitue une ébauche de stratégie coordonnée de la zone euro en matière budgétaire, avec pour objectif de permettre aux politiques budgétaires des États membres de soutenir la politique monétaire en matière de stabilisation macroéconomique. De nouveau, cette coordination implique que les États disposant de marges de manœuvre budgétaires en fassent usage afin de soutenir la reprise économique et que les États membres

soumis aux exigences des règles du Pacte de stabilité et de croissance s'y conforment.

« L'approfondissement par la pratique » préconisé par le Rapport des cinq présidents

Ces avancées illustrent la volonté des institutions européennes d'améliorer l'efficacité de l'Union économique et monétaire. Cette volonté se nourrit du constat que l'absence d'une coordination efficace des politiques économiques en zone euro a obéré sa capacité à faire face aux turbulences économiques des dernières années. Les débats concernant la mobilisation des marges de manœuvre budgétaires par les pays qui en disposent et l'accélération des réformes structurelles dans les pays souffrant de problèmes de compétitivité illustrent les défaillances du dispositif actuel. Les réflexions sur l'avenir de l'Union européenne et de la zone euro, notamment relancées par la publication du livre blanc de la Commission européenne au mois de mars 2017, constituent une opportunité de promouvoir la mise en place d'un cadre institutionnel opérant pour la conduite de politiques macroéconomiques coordonnées.

En Europe, l'amplification des politiques de soutien au financement de l'investissement témoigne de l'engagement à stimuler la croissance

Sur ce point, l'année 2016 a permis au plan européen d'investissement d'atteindre son rythme de croisière. Lancé en 2014, il fixait comme objectif de générer 315 milliards d'euros d'investissements en trois ans (de 2015 à 2018). Au mois de janvier 2017, dans le cadre de son volet visant à mobiliser des financements au travers du Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS), 31,5 milliards d'euros de fonds publics avaient été investis. L'effet de levier qui associe des fonds privés lors de ces opérations a permis de financer un investissement total de 168,8 milliards d'euros dans le secteur de l'énergie, la recherche et développement, les technologies numériques et le financement des petites et moyennes entreprises (PME).

Un doublement du plan d'investissement annoncé en 2016 (plan Juncker)

Afin de maintenir dans le temps ce dispositif de relance de l'investissement, la Commission a proposé en septembre 2016 la prolongation

et le renforcement des moyens du Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS). Cette prorogation couplée à des moyens supplémentaires est assortie d'un objectif total de 500 milliards d'euros d'investissements d'ici 2020 (le terme du cadre financier plurianuel). La Commission a d'ores et déjà annoncé son souhait d'atteindre, d'ici 2022, un total de 630 milliards d'euros d'investissement. Il s'agit donc d'un doublement de la durée et de la capacité du plan. Par ailleurs, dans le cadre de l'extension proposée, 40 % des nouvelles ressources du FEIS seront consacrées au volet PME du plan qui a déjà été augmenté une première fois en juillet 2016 du fait de sa rapide absorption par le marché.

L'Union des marchés de capitaux, complément au plan Juncker pour faciliter le financement de l'investissement

Par ailleurs, en juin 2016, la mise en place du portail européen des projets d'investissement a permis de compléter le dispositif visant à soutenir les promoteurs de projets et les investisseurs. Enfin, la poursuite du processus de mise en place de l'Union des marchés de capitaux (UMC) est de nature à

mobiliser l'épargne, abondante à l'échelle de l'Union européenne, au service de l'investissement. De nombreux défis demeurent en effet pour renforcer les flux transfrontières et une meilleure intégration des marchés : le cadre européen sur la titrisation doit être finalisé ¹⁴, le régime d'insolvabilité des entreprises doit être plus efficace et l'Union bancaire doit être achevée. Le plan d'action de l'UMC devrait être mieux articulé avec le plan d'investissement européen (plan Juncker) et l'achèvement de l'Union bancaire afin de dégager le plus de bénéfices pour l'économie européenne. Toutes les énergies pourraient être ainsi rassemblées autour d'un projet ambitieux d'« Union de financement pour l'investissement et l'innovation ».

Au niveau international, de nouveaux 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 Chine a pris en 2016 le relais de la présidence turque, avec pour objectif de poursuivre les efforts de 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 Hangzhou, en septembre 2016, a débouché sur l'adoption d'un plan d'action appelé « consensus de Hangzhou » mettant l'accent sur la coordination des politiques économiques en faveur de la croissance, sur la relance du commerce et de l'investissement afin de favoriser l'inclusion de tous les pays dans le développement économique, et sur les réformes du secteur financier. Enfin, il donne une impulsion particulière au développement, à la coopération fiscale internationale et à la finance verte.

Dans la continuité de l'objectif énoncé à Brisbane en 2014 d'augmenter d'au moins 2 % en termes cumulés la croissance du PIB des pays du G20 d'ici à 2018, et du plan d'action pour y parvenir, les stratégies nationales de croissance ont été revues par les pairs en 2016 et

14 Le 30 mai 2017, la présidence du Conseil et les représentants du Parlement européen sont parvenus à un accord sur les propositions visant à faciliter le développement d'un marché européen de la titrisation. <http://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2017/05/30-capital-markets-union-securitisation/>

endossées par les chefs d'État et de gouvernement du G20 à Hangzhou.

Les travaux sur le thème de l'investissement se sont poursuivis sous la présidence chinoise. En particulier, les stratégies et les engagements nationaux d'investissement, pris lors du sommet d'Antalya, ont été intégrés aux stratégies de croissance. Les pays du G20 se sont engagés à promouvoir l'investissement en infrastructures et ont salué la déclaration des onze banques multilatérales de développement en ce sens, ainsi que leurs efforts d'optimisation bilancielle. Une *Global Infrastructure Connectivity Alliance*, dont la Banque mondiale assume le secrétariat, a été créée sous la présidence chinoise. Sa mission principale est d'accroître les synergies et la coopération entre les divers programmes existants sur la connectivité des infrastructures.

En matière de régulation financière, la présidence chinoise du G20 a cherché à améliorer l'efficacité de la gouvernance globale et à progresser sur la finalisation du cadre réglementaire au travers de la mise en œuvre de l'agenda de réformes du secteur financier, notamment celles affectant le marché des dérivés de gré à gré, pour accroître la

résilience du système financier et la surveillance des nouvelles vulnérabilités menaçant les marchés.

En matière de coopération fiscale, l'année 2016 a vu des progrès notables grâce aux avancées 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 d'échange d'informations fiscales, les États du G20 se sont engagés à débiter d'ici 2018 au plus tard l'échange automatique d'informations et ont mandaté l'OCDE pour établir avant juillet 2017 des critères objectifs pour l'inclusion sur une liste des juridictions non coopératives en matière de transparence fiscale.

Enfin, la présidence chinoise s'est attachée à approfondir les travaux sur l'architecture financière internationale grâce à la réactivation du groupe de travail du G20 sur ce thème, coprésidé par la France et la Corée. Les travaux ont notamment visé à renforcer la stabilité et la résilience de l'architecture financière internationale,

à limiter les effets déstabilisateurs de la volatilité excessive des flux de capitaux, à renforcer et mieux organiser les filets de sécurité financiers internationaux. Le Fonds monétaire international (FMI) a été appelé à renforcer son rôle en faisant évoluer ses instruments de prêt. Enfin, le Club de Paris a été consacré comme le principal forum de restructuration des créances souveraines bilatérales.

La réforme des quotes-parts et de la gouvernance du FMI est officiellement entrée en vigueur en janvier 2016. Cette réforme permet de sécuriser les ressources du FMI et de donner une représentation plus importante aux grands pays émergents (Brésil, Russie, Chine et Inde). La prochaine revue des quotes-parts ne devrait intervenir qu'en 2019.

L'Allemagne a pris le relais de la Chine en décembre 2016 avec trois priorités : i) rendre les économies plus résilientes afin de répondre aux chocs externes et internes ; ii) établir un « Pacte avec l'Afrique », cadre pour l'investissement en infrastructures dans les pays africains ; et iii) identifier les moyens de recueillir les bénéfices et limiter les risques de la numérisation croissante de l'économie.

En France, des réformes importantes du financement de l'économie et du marché du travail dans un contexte d'amélioration progressive des finances publiques

L'action en faveur du financement de l'économie

Plusieurs mesures ont participé d'une amélioration notable de la capacité des entreprises françaises à financer leurs activités et leur croissance qui s'est traduite par une hausse maîtrisée de l'endettement des sociétés non financières (cf. encadré 8).

Une réforme majeure des financements de marché à court et moyen terme

Le marché des titres négociables à court et moyen terme (ex-TCN) offre des financements compétitifs et diversifiés, en euros ou en devises, sous la forme de titres de créances. Il repose sur un vaste écosystème constitué d'investisseurs (en particulier les fonds monétaires), d'émetteurs (financiers et non financiers), d'arrangeurs et de domiciliataires de premier plan ainsi que d'infrastructures post-marché robustes.

Ce marché a été réformé en juin 2016, devenant le marché des NEU CP (*Negotiable European Commercial Paper*), pour sa partie court terme, et des NEU MTN (*Negotiable European Medium-Term Note*), pour sa partie à moyen et long terme. Les principaux axes de cette réforme sont présentés dans le Rapport d'activité 2016 de la Banque de France (page 21).

Cette réforme vise à mettre à la disposition des acteurs économiques un marché adapté à leurs besoins de financement à court et moyen terme et dont ils peuvent moduler l'utilisation en fonction du cycle économique. Elle ne répond pas à un objectif spécifique de croissance des encours. Néanmoins, depuis son entrée en vigueur, le marché s'est révélé relativement actif. Il représente le troisième marché de titres à court terme au monde, le deuxième en Europe et le premier de la zone euro, avec un encours de plus de 310 milliards d'euros en janvier 2017 (cf. graphique 15a). Il rassemble des émetteurs au profil diversifié : 364 au total dont près de 300 y sont actifs avec plus de 600 programmes de titres à court et moyen terme, représentant une forte capacité potentielle de financement.

En 2016, le marché a vu progresser significativement le nombre des nouveaux émetteurs (cf. graphique 15b), avec l'arrivée de 35 d'entre eux (évolution identique à celle observée en 2015, après une multiplication par deux en 2014) : 15 entreprises non financières disposant notamment de programmes notés A-2 P-2 F2 ou non notés ; 13 établissements de crédit bancaires français ou étrangers, spécialisés ou généralistes ; 5 collectivités locales (notamment de nouvelles régions issues de la fusion de précédentes, en application de la réforme territoriale) ; 2 émetteurs publics des domaines hospitalier et du logement social.

Concernant la taille des émissions, le marché des NEU CP a enregistré des évolutions différenciées sur l'année en fonction du type d'émetteur, avec des émissions unitaires moyennes à court terme en hausse pour les banques et véhicules de titrisation (respectivement 87,6 millions d'euros et 63,1 millions d'euros) et en diminution pour les entreprises privées et les émetteurs publics (respectivement 24,3 millions d'euros et 126,5 millions d'euros). S'agissant des maturités, la durée moyenne à l'émission de l'encours des NEU CP des émetteurs bancaires et des

Encadré 8

ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : L'HÉTÉROGÉNÉITÉ ENTRE PAYS DE LA ZONE EURO ET ENTRE TAILLES D'ENTREPRISES

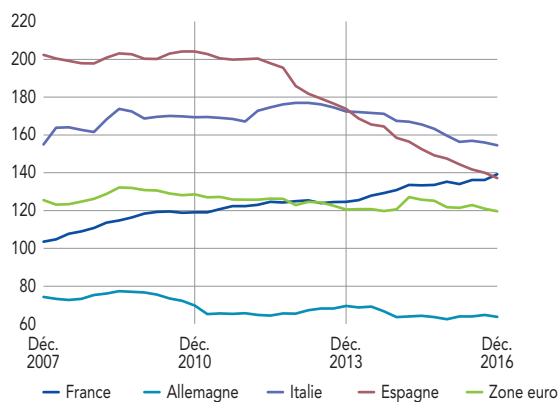
Le ratio de dette sur valeur ajouté des sociétés non financières (SNF) françaises reste plus dynamique que dans les grands pays de la zone euro

Fin 2016, le ratio d'endettement sur la valeur ajoutée des SNF en France est supérieur à la moyenne de la zone euro, inférieur à celui de l'Italie, proche de l'Espagne, et plus élevé que celui de l'Allemagne (cf. graphique Ga). La hausse du ratio d'endettement des SNF depuis fin 2007 en France contraste avec la stabilité ou la baisse observée dans les grands pays de la zone euro engagés dans des processus de *deleveraging*.

En France, l'augmentation de la dette des SNF de près de 35 points de valeur ajoutée depuis 2007 est portée principalement par les grandes entreprises. Elle prend la forme d'endettement de marché pour 26 points et de crédits bancaires pour 9 points. En 2016, la tendance à la hausse de la part de l'endettement dans la valeur ajoutée se poursuit, mais à un rythme moindre qu'en 2015. Le taux d'endettement progresse légèrement pour les entreprises

Ga Dette des sociétés non financières rapportée à la valeur ajoutée

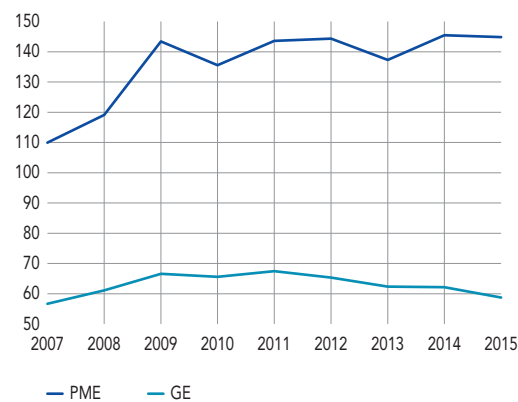
(en %)



Source : Banque de France, données de comptabilité nationale.

Gb Dette des entreprises, par taille et rapportée à la valeur ajoutée, en France

(en %)



Source : Banque de France, données de comptabilité d'entreprise¹.

¹ Les données d'entreprises ne sont pas totalement cohérentes avec celles de la comptabilité nationale, en raison de différences méthodologiques, notamment de périmètres précis des deux populations.

de taille intermédiaire (ETI) en 2015 et est stable pour les grandes entreprises. À l'inverse, il se contracte pour les PME (cf. graphique Gb).

Le ratio de dette financière sur fonds propres est globalement stable

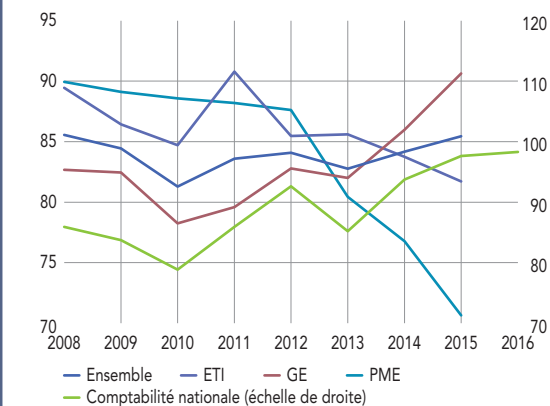
Pour autant, on observe une stabilité globale du ratio de dette sur fonds propres, *i. e.* le ratio de levier (cf. graphique Gc). Décomposé par taille d'entreprise, le ratio de levier baisse pour les PME depuis 2011, mais progresse pour les grandes entreprises.

La charge financière des entreprises baisse nettement depuis 2012

Grâce à la baisse des taux monétaires, le coût de l'endettement s'allège de manière sensible depuis 2012 pour l'ensemble des entreprises. En 2015, la baisse de la charge financière est plus prononcée pour les grandes entreprises, qui ont accès aux marchés de capitaux (cf. graphique Gd). Cette diminution de la charge financière se poursuit en 2016 au niveau macroéconomique.

Gc Dette financière rapportée aux fonds propres, en France

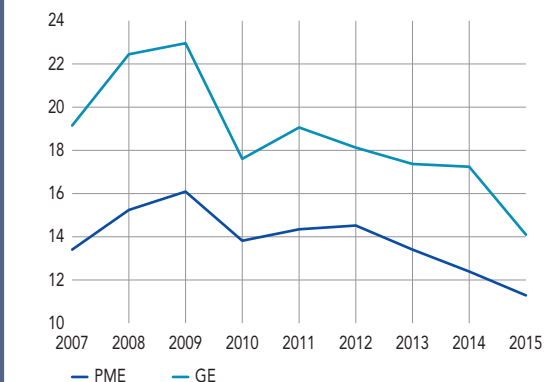
(en %)



Note : Pour les données d'entreprise, endettement financier sur capitaux propres appelés, non retraités des doubles comptes ; pour les données de comptabilité nationale, dette rapportée au solde passif moins actif en actions.
Source : Banque de France ².

Gd Charge financière rapportée à l'excédent brut global, en France

(en %)



Sources : Banque de France ².

² Pour plus de détails, voir Bureau (B.), Bürker (M.) et Libert (T.) : « Les entreprises en France en 2015 », *Bulletin de la Banque de France* n° 209, janvier-février 2017.

émetteurs publics augmente de 3 jours (respectivement à 315 et 134 jours) et celle des émetteurs non financiers diminue de 3 jours (à 153 jours).

Enfin, les conditions de financement à court terme sur le marché des NEU CP demeurent très favorables avec, en janvier 2017, une courbe de taux en territoire négatif sur les durées jusqu'à un an pour les programmes bénéficiant des meilleures catégories de notations (jusqu'à A-2 P-2 F2 pour les émetteurs non financiers, et toutes notations considérées pour les émetteurs bancaires).

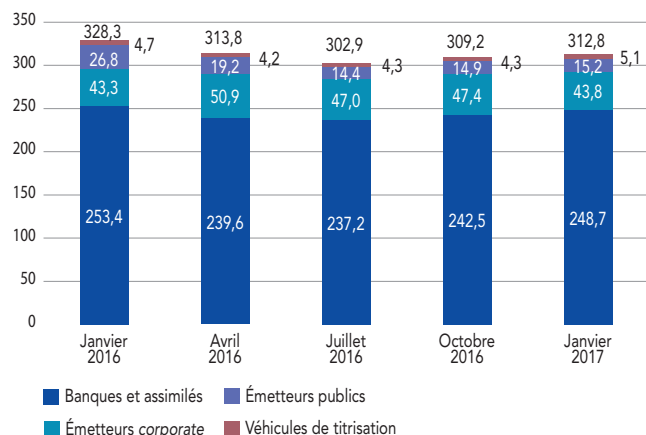
Un financement des entreprises facilité par la loi Sapin 2 et la mise en place des correspondants TPE

L'action nationale en faveur du financement de l'économie a été marquée par l'adoption de la loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite « loi Sapin 2 »). Les mesures permettront de faciliter le financement par la dette des entreprises, notamment via une modernisation des dispositifs d'émissions obligataires et une adaptation des conditions d'octroi de prêts à des entreprises par

G15 Les marchés de financement à court et moyen terme

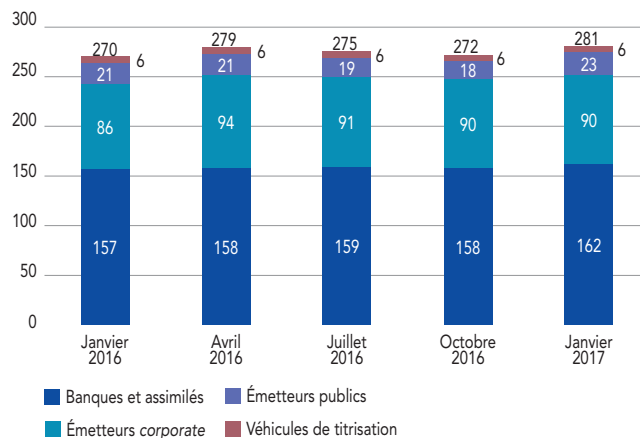
a) Encours

(en milliards d'euros)



b) Émetteurs actifs

(nombre)



Note : Émetteurs actifs, i. e. dont l'encours est positif à la date d'observation.
Source : Banque de France.

certaines fonds d'investissement alternatifs. De plus, la loi clarifie les règles de cession de créances non

échues et un volet est consacré à l'amélioration du parcours de croissance pour les entreprises.

Depuis fin septembre 2016, la Banque de France a mis en place un réseau d'une centaine de correspondants TPE en métropole et en outre-mer chargés de recevoir les dirigeants de très petites entreprises (TPE) ¹⁵ en recherche d'informations, d'identifier leurs besoins avant de les orienter vers les organismes les plus adaptés pour répondre à leurs interrogations. Six mois après le lancement de ce dispositif, plus de 1 000 TPE ont été accompagnées au cours des différentes étapes de leur cycle de vie et plus de 20 conventions ont été initiées avec les réseaux professionnels. Cette offre répond aux besoins exprimés par les dirigeants de TPE qui se déclarent satisfaits de ce dispositif à hauteur de 88 % ¹⁶.

Une consolidation progressive des finances publiques en France dans le contexte d'une amélioration nette mais inégale dans les autres pays de la zone euro

La France affiche en 2016 un solde public de – 3,4 % du PIB, après – 3,6 % en 2015, et s'est engagée à ramener son déficit sous le seuil des 3,0 % du PIB en 2017. Le solde primaire est de – 1,5 % du PIB en 2016,

en amélioration de 0,1 point de PIB par rapport à 2015. Le solde structurel s'établirait quant à lui à – 2,5 % du PIB en 2016, en amélioration de 0,2 point de PIB par rapport à 2015 (calculé avec la méthode et la donnée de croissance potentielle de la Commission européenne).

Les dépenses publiques hors crédits d'impôts ont, en valeur, progressé de 1,2 % en 2016, après 0,9 % en 2015, contre une progression moyenne de 3,3 % par an entre 2002 et 2014. Le ratio de dépenses publiques sur PIB (hors crédits d'impôts) diminue ainsi de 0,2 point de PIB en 2016, à 55,0 % du PIB, après une baisse de 0,7 point en 2015. Cette évolution modérée des dépenses est facilitée par la baisse de la charge de la dette, amorcée en 2013 et se poursuivant en 2016, et par un environnement de faible inflation. L'évolution des dépenses primaires en volume (hors crédits d'impôts, déflatées par l'IPC hors tabac) est ainsi de 1,2 % en 2016, après 1,1 % en 2015 et 1,8 % en moyenne entre 2002 et 2014. Des mesures d'économies ont été par ailleurs mises en œuvre, et notamment l'objectif national des dépenses d'assurance maladie voté pour 2016 est respecté.

Le taux de prélèvements obligatoires atteint 44,4 % du PIB en 2016,

stable par rapport à 2015 et après deux années consécutives de baisse. Cette diminution s'explique par la mise en œuvre des mesures d'allègement des charges sociales et fiscales des entreprises (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE –, Pacte de responsabilité et de solidarité, suramortissement).

Le ratio de dette publique sur PIB s'élève en 2016 à 96,3 % du PIB, après 95,6 % en 2015, ce qui représente un encours total de 2 147 milliards d'euros.

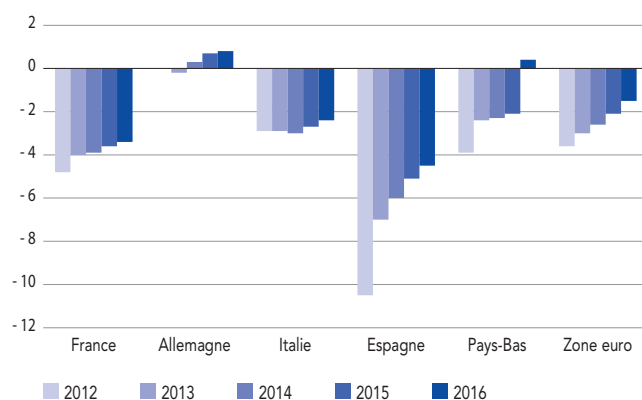
L'amélioration des finances publiques dans la zone euro est assez nette mais inégale suivant les pays. En 2016, le déficit public de la zone euro se réduit de façon assez nette à 1,5 % du PIB en 2016, après 2,1 % en 2015 (cf. graphique 16). Cette amélioration serait portée par la conjoncture économique et des taux d'intérêt bas, dans un contexte d'effort structurel globalement neutre. En 2016, le solde structurel serait ainsi de – 1,0 %

¹⁵ Une très petite entreprise se définit comme une entité réalisant un chiffre d'affaires ou ayant le total de bilan inférieur à 2 millions d'euros et un effectif inférieur à dix salariés, au sens de la loi n°2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie et du décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008 relatif aux critères d'appartenance d'une entreprise pour les besoins de l'analyse statistique et économique.

¹⁶ Des informations sont aussi disponibles dans le Rapport d'activité 2016 de la Banque de France, en particulier en pages 48 à 50.

G16 Soldes publics

(en % du PIB)



Sources : instituts nationaux, Eurostat.

du PIB potentiel, comme en 2015 (calculé avec la méthode de la Commission européenne).

Les finances publiques des pays ayant fait l'objet d'un programme d'aide financière (Chypre, Espagne, Grèce, Irlande, Portugal) s'améliorent encore nettement en 2016. La Grèce connaît notamment une amélioration significative de ses finances publiques, avec un excédent budgétaire de 0,7 % du PIB, après un déficit de 5,9 % en 2015.

L'excédent primaire grec atteint ainsi 3,9 % du PIB en 2016, après un déficit primaire de 2,3 % du PIB en 2015. Parmi les pays concernés par une procédure pour déficit excessif, le Portugal atteint 2,0 % du PIB de déficit en 2016, sous l'objectif des 3,0 %, alors que l'Espagne atteint 4,5 % de déficit en 2016, après 5,1 % en 2015.

L'Italie et la Belgique continuent de présenter des déficits publics sous le seuil des 3,0 % du PIB en 2016

(respectivement 2,4 % et 2,6 % du PIB). Les Pays-Bas et l'Allemagne affichent un excédent budgétaire de respectivement 0,4 % du PIB, et 0,8 % du PIB.

En 2016, parmi les grands pays de la zone euro, le niveau d'endettement reste élevé en France, en Italie et en Espagne (respectivement 96,3 % du PIB, 132,6 % et 99,4 %), tandis qu'il décroît de 3 points de PIB en Allemagne et aux Pays-Bas (pour atteindre respectivement 68,3 % et 62,3 % du PIB en 2016). Sur l'ensemble de la zone euro, le ratio de dette publique, après avoir atteint un pic en 2014 à 92,0 % du PIB, diminue pour atteindre 89,2 % du PIB en 2016.

En France, des réformes significatives mises en œuvre en 2016 mais une croissance potentielle toujours trop basse

Compte tenu de la faible croissance potentielle (1,2 % selon la Banque de France), du chômage élevé et

Chiffres clés 2016



3,4 %

du PIB, le déficit des administrations publiques françaises



1,5 %

du PIB, le déficit public agrégé de la zone euro



96,3 %

du PIB, la dette des administrations publiques françaises au sens de Maastricht

persistant (10,1 % en 2016) et de la perte de compétitivité enregistrée sur les deux dernières décennies, des réformes significatives, dont certaines ont été amorcées récemment, doivent être mises en œuvre en France.

Le projet de loi de finances pour 2017 prévoit une montée en charge du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi. À compter de 2017, le crédit d'impôt passe de 6 % à 7 % de la masse salariale constituée des salaires inférieurs à 2,5 Smic. Dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité, les cotisations sociales employeur pour la famille ont baissé de 1,8 point, passant à 3,45 % jusqu'à 1,6 Smic en 2015, puis jusqu'à 3,5 Smic en 2016. La fiscalité pesant sur les entreprises a été réduite : second abattement de la contribution sociale de solidarité des sociétés, suppression en 2016 de la surtaxe exceptionnelle de l'impôt sur les sociétés et baisse du taux d'imposition sur les sociétés à 28 % en 2017 pour les PME dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions

d'euros. La loi de finance prévoit une généralisation de ce taux à toutes les entreprises à horizon 2020.

La loi El Khomri relative au travail, à la modernisation du dialogue social et à la sécurisation des parcours professionnels introduit une inversion de la hiérarchie des normes en matière de temps de travail, avec la possibilité que les accords d'entreprise priment sur les accords de branche. Le texte précise la liste de motifs pouvant entraîner un licenciement économique et introduit un barème indicatif pour les indemnités prudhommales. La loi précise enfin le contenu du compte personnel d'activité qui permettra à chaque salarié de réunir et d'accéder à tous les droits acquis au long de sa carrière, tant en matière de formation, de chômage que de pénibilité.

La loi Sapin 2 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique assouplit la réglementation applicable aux jeunes entreprises. Notamment, les

micro-entrepreneurs ont un délai d'un an pour détenir un compte bancaire séparé, les contraintes comptables lors de la création de petites entreprises sont allégées, la conversion d'une entreprise individuelle vers un autre statut sera simplifiée. Enfin, les condamnations pour « faute de gestion », prononcées en cas de négligence, sont supprimées.

Ces dispositions, qui s'ajoutent aux lois Macron et Rebsamen, aux mesures de simplification et à la réforme territoriale sont de nature à réduire le coût du travail, à stimuler l'emploi, l'innovation et l'investissement. Toutefois, l'économie française présente encore de nombreuses rigidités structurelles qui brident la reprise économique et nuisent à la croissance potentielle. D'importantes réformes doivent être engagées pour abaisser ces rigidités. Elles devront être perçues comme contribuant à construire un environnement économique et législatif stable, une telle stabilité étant favorable à la confiance des investisseurs.

Table des illustrations et des encadrés

Tableaux

Principaux indicateurs économiques pour les BRIC	17
Le PIB français et ses composantes	19
Évolution des agrégats monétaires zone euro et France, 2014-2015-2016	28

Graphiques

Évolution de quelques indices boursiers	8
Évolution des rendements des titres souverains à 10 ans	8
Taux de change effectifs nominaux des principales devises (61 partenaires commerciaux)	9
Évolution du rendement des titres de dette de l'État français par maturité (en années) en fin 2015 et fin 2016	11
Variation des <i>spreads</i> de crédit en 2016	11
Cours du <i>Brent</i>	12
Indice des prix des métaux industriels et des matières premières agricoles	12
Taux de croissance du PIB dans les pays industrialisés	13
Croissance du PIB dans les économies émergentes	16
PIB en volume	18
Solde des biens et services de la France	20
Indice des prix à la consommation harmonisé	24
Taux de croissance annuel du crédit aux sociétés non financières, corrigé de la titrisation, en France	27
Taux de croissance annuel du crédit aux particuliers, en France	28
Coût des capitaux propres (CCP) des entreprises non financières cotées en zone euro et en France, entre 2006 et janvier 2017	29
Taux directeurs, Eonia et taille du bilan de l'Eurosystème	32
Évolution du rendement des titres souverains à 10 ans	33
Taux de détention d'actifs par les ménages, selon les types d'actifs et le niveau de revenu	36

Prime de CDS à 5 ans par pays et spread OAT-Bund	37
Dette des sociétés non financières rapportée à la valeur ajoutée	47
Dette des entreprises, par taille et rapportée à la valeur ajoutée, en France	47
Dette financière rapportée aux fonds propres, en France	48
Charge financière rapportée à l'excédent brut global, en France	48
Les marchés de financement à court et moyen terme	49
Soldes publics	51

Encadrés

La mise en œuvre du programme d'achats de titres d'entreprise (CSPP)	10
En 2016, le déficit commercial de la France se creuse malgré des prix de l'énergie favorables	20
Les prévisions de la Banque de France de juin 2017	22
Mode de négociation salariale en Europe	25
Coût des capitaux propres : baisse tendancielle depuis 2011, mais maintien à un niveau relativement élevé	29
Les effets redistributifs de la politique monétaire	35
La rentabilité des banques en environnement de taux bas	39
Endettement des sociétés non financières : l'hétérogénéité entre pays de la zone euro et entre tailles d'entreprises	47

Banque de France
Direction de la Communication

Impression : Navis
Dépôt légal : juin 2017