

1. La crise dans la zone euro

En 2012, les marchés financiers ont été caractérisés par des tensions fluctuantes mais intenses, dans un contexte d'incertitude généralisée dominé par la crise de la zone euro. Au sein de celle-ci, les effets de rétroaction entre la situation du secteur financier et celle des États se sont intensifiés; ils ont grandement participé à une fragmentation des marchés financiers selon les frontières nationales. Les actions de la BCE et des autorités gouvernementales ont donné lieu à une stabilisation des marchés financiers à partir de l'été. Toutefois, l'atonie de la demande et de l'activité n'a cessé de s'étendre aux pays du centre de la zone euro, tandis que ceux de la périphérie poursuivaient leurs efforts d'ajustement structurel. Le PIB a reculé de 0,4% dans la zone euro, et le chômage a atteint un niveau très élevé dans certains pays. Plus largement, la croissance mondiale s'est également ralentie en 2012. Outre par l'effet de la crise de la zone euro, elle a notamment été affectée par l'incertitude quant à la politique budgétaire, qui a perduré jusqu'à la fin de l'année aux États-Unis, et par l'essoufflement dans les économies émergentes.

1.1 Déroulement de la crise dans la zone euro

Dans un contexte macroéconomique fragile, le sentiment des marchés financiers a fluctué au gré des actions des autorités

La crise financière mondiale et la récession profonde et généralisée de 2008-2009 ont mis au jour un ensemble de déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro, tels des positions insoutenables des finances publiques, un accroissement excessif de l'endettement privé, ou encore d'importantes déficiences de compétitivité dans certains États membres. Elles ont également révélé des failles dans le cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire (UEM). L'insuffisance des mécanismes de surveillance et de coordination des politiques économiques avait en effet permis à ces déséquilibres de se développer dans différents pays. En outre, l'absence d'un mécanisme de gestion de crise a significativement limité la capacité d'intervention de la zone euro face aux différents foyers de perturbation. Dans ce contexte, des effets de contagion sont apparus sur les marchés financiers, favorisés par l'interconnexion qui s'était fortement amplifiée depuis la création de l'UEM. Ils ont affecté en

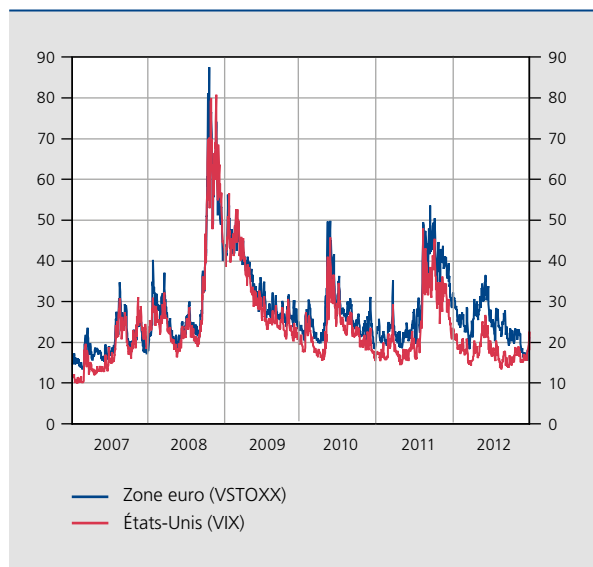
particulier les pays les plus vulnérables, et des effets de rétroaction préjudiciables entre les États et les banques ont émergé.

Depuis le début de la crise, différentes mesures ont été prises pour corriger ces défauts de construction de l'UEM. Dans un premier temps, elles ont souvent été de nature ad hoc, spécifique et temporaire. Elles ont graduellement acquis une portée plus générale, visant à renforcer de manière structurelle la gouvernance et le cadre institutionnel de l'UEM. Pour leur part, les États membres ont engagé des processus d'ajustement et de réformes structurelles qui devraient contribuer à leur permettre, à terme, de rétablir solidement leurs fondamentaux.

Toutefois, du point de vue des acteurs économiques en général, et des opérateurs des marchés financiers en particulier, les processus de refonte institutionnelle européenne et de réformes structurelles nationales ont généré des phases successives d'optimisme et de doute. Les périodes de doute ont été nourries par les préoccupations quant à la volonté réelle des gouvernements de progresser de manière résolue et consensuelle sur la voie de l'intégration et par le caractère parfois imprécis des mesures annoncées, de même que par les risques inhérents à leur mise en œuvre, tant aux différents niveaux nationaux qu'à celui de la zone euro.

GRAPHIQUE 1 INDICES DE VOLATILITÉ DES MARCHÉS D' ACTIONS

(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Les développements sur les marchés financiers au cours de l'année 2012 ont continué de s'inscrire dans ce contexte d'incertitude, amplifié par une dégradation généralisée de l'économie mondiale. Les résultats macroéconomiques sont généralement demeurés en deçà des attentes, principalement dans la zone euro, comme en témoignent les révisions successives à la baisse des prévisions de croissance. Au sein de la zone euro, le ralentissement conjoncturel s'est peu à peu généralisé, touchant également les économies plus robustes.

Dans cet environnement économique morose et incertain, l'évolution des principaux indicateurs financiers a été déterminée par des facteurs à la fois spécifiques aux différents pays et communs à la zone. De manière générale, la nervosité des marchés – mesurée, par exemple, par les indices de volatilité VIX (calculé sur la base de l'indice S&P 500) et VSTOXX (calculé sur la base de l'indice Euro STOXX 50) – n'a plus été aussi intense que durant l'été de 2011, mais elle a fluctué au gré des incertitudes politiques. Trois phases se sont succédé au cours de l'année : une première période d'accalmie, du début de 2012 à la mi-mars, suivie par une reprise des tensions, alimentées par la fragmentation grandissante des marchés financiers de la zone euro, qui a ensuite fait place à un relatif apaisement à partir de la fin de juillet, lorsque l'Eurosystème et le Conseil de l'UE ont défini de nouvelles mesures susceptibles de briser le lien entre les risques souverain et financier.

Du début de l'année à la mi-mars : accalmie à la suite des décisions de politique monétaire et des réformes institutionnelles

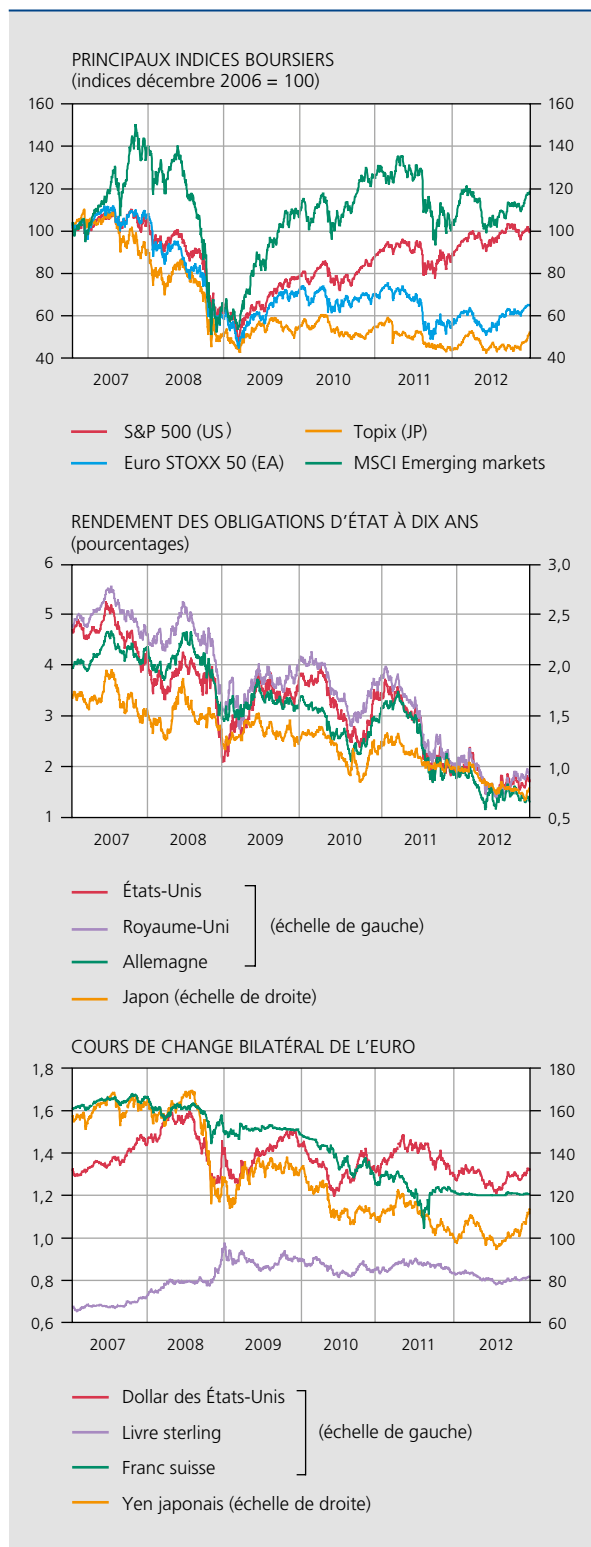
Le début de 2012 a été marqué par une légère accalmie sur les différents marchés financiers, après que la crise de la dette souveraine s'était fortement intensifiée au second semestre de 2011. Celle-ci avait été alimentée par des préoccupations croissantes relatives à la détérioration de la soutenabilité des finances publiques dans certains pays de la zone euro ainsi qu'à la perception d'une détermination insuffisante de la part des gouvernements pour affronter la crise. L'apaisement survenu au début de l'année sous revue a résulté de l'émergence de signes d'une stabilisation de l'activité et de perspectives d'un redressement de la croissance dans le courant de l'année, concomitamment à une série d'actions des autorités.

En effet, de manière générale, les marchés ont accueilli favorablement tant les mesures budgétaires et structurelles adoptées par certains États membres durant l'automne de 2011, notamment en Espagne et en Italie, que les décisions prises au niveau européen à la fin de 2011 et au début de 2012. À cet égard, l'accord sur un « pacte budgétaire » conclu lors du sommet européen de décembre 2011 – intégré ultérieurement dans le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire – vise à renforcer les aspects préventifs du cadre institutionnel, alors que la nouvelle version du traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES), signée le 2 février 2012, pourvoit la zone euro d'un instrument de gestion de crise plus efficace. S'agissant de la politique monétaire, les deux opérations de refinancement à trois ans menées par l'Eurosystème en décembre 2011 et en février 2012 – qui sont venues s'ajouter à une série de mesures non conventionnelles approuvées en août 2011 et à une double baisse des taux directeurs à la fin de l'année – ont pour leur part réduit de manière appréciable les risques d'une crise de financement du secteur bancaire européen. Sur les marchés obligataires, cette injection de liquidités a relancé la demande d'obligations d'États périphériques, notamment irlandaises, italiennes et espagnoles, entraînant un resserrement de leurs écarts de rendement par rapport aux obligations des pays du centre de la zone euro, en particulier vis-à-vis du Bund allemand. Dans le même temps, le soulagement des marchés s'est traduit par une hausse des principaux indices boursiers européens, à l'instar de l'Euro STOXX 50, qui a affiché une progression de 10 % jusqu'à la mi-mars.

Certes, durant cette même période, les situations spécifiques du Portugal et de la Grèce ont continué de susciter des inquiétudes, mais leurs effets de contagion sont restés

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX

(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

limités. À la fin de janvier 2012, le taux souverain à dix ans du Portugal a atteint 16,2 %, soit un niveau record depuis l'introduction de l'euro, attisé par des spéculations quant à une éventuelle restructuration de la dette publique. La signature du traité instituant le MES a contribué à dissiper ces craintes. Dans le cas de la Grèce, le caractère non soutenable toujours plus évident de la dette souveraine et l'incertitude planant sur les modalités de la participation volontaire du secteur privé à une opération d'échange de dettes ont propulsé le taux des obligations publiques à près de 50 %. En l'absence d'une activité significative sur le marché, ce niveau doit toutefois être considéré comme purement indicatif. La finalisation d'un deuxième programme d'aide à la Grèce, en février, et la restructuration réussie de la dette grecque, au début de mars, ont été bien accueillies, même si les taux grecs sont demeurés à un niveau très élevé.

De mi-mars à la fin de juillet : des craintes de désintégration de la zone euro alimentent les tensions sur les marchés

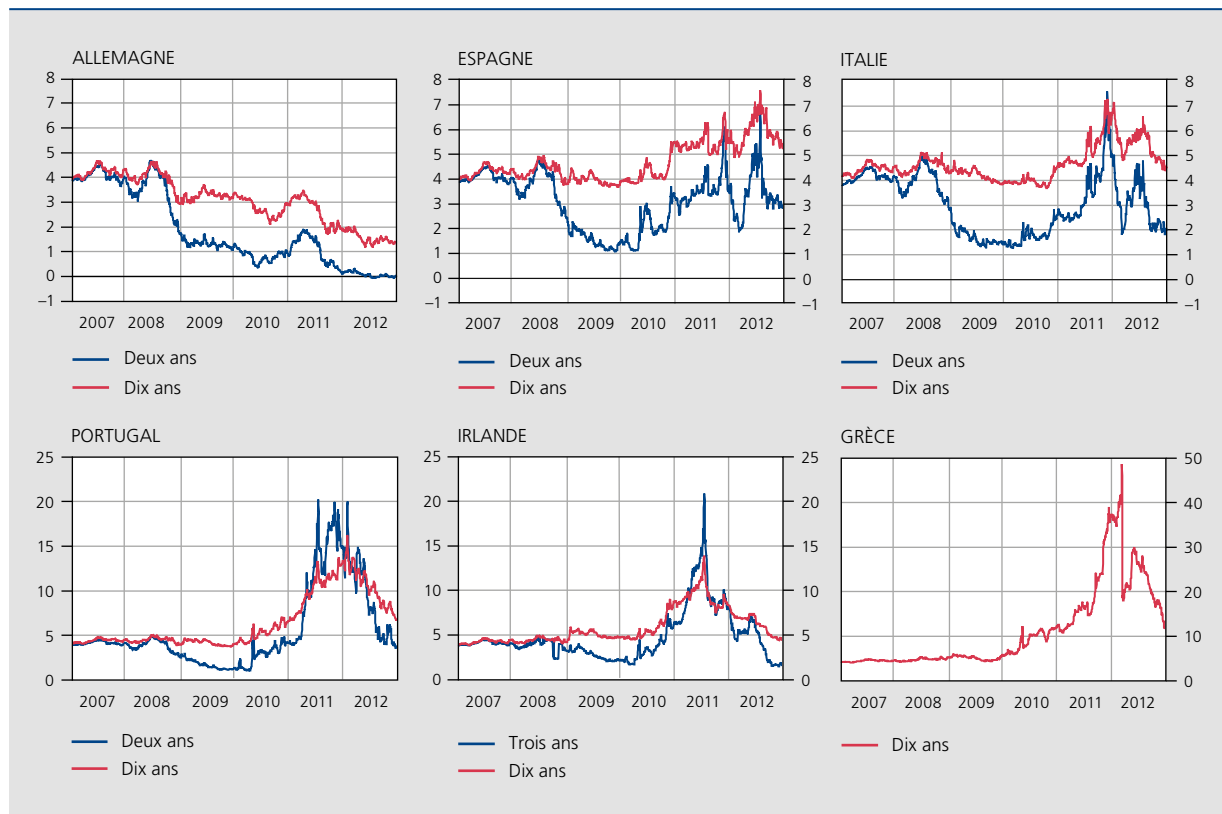
L'optimisme relatif qui a régné durant les premiers mois de l'année a toutefois commencé à s'affaiblir dès le début du printemps, lorsque de nouvelles interrogations se sont fait jour quant à la solidité financière de certains États, au point de susciter des craintes d'une éventuelle désintégration de la zone euro, et que des signes d'un ralentissement économique se sont multipliés au niveau mondial.

À ce moment, les effets induits par les mécanismes de rétroaction entre les secteurs bancaires nationaux et les États sur la perception par les marchés de leur degré de solvabilité se sont fortement aggravés dans différents pays de la zone euro. Ce phénomène a été particulièrement prononcé en Espagne, où l'attention s'est de plus en plus cristallisée sur la fragilité des caisses d'épargne, confrontées aux conséquences d'une hausse des défauts de paiement sur leur portefeuille de crédits hypothécaires. La perspective d'un besoin de recapitalisation par l'État espagnol s'est traduite par une pression haussière sur ses coûts de financement, qui, à son tour, a mis en péril le caractère soutenable des finances publiques. Cette évolution a elle-même jeté le doute sur la solvabilité du secteur bancaire espagnol, compte tenu de son exposition au risque souverain national.

L'autre préoccupation majeure qui a tenu en haleine les marchés financiers au cours de cette période a été l'incertitude politique en Grèce. À la suite des élections législatives anticipées du début de mai, toutes les tentatives de formation d'un gouvernement ont échoué, entraînant la convocation de nouvelles élections, fixées au 17 juin.

GRAPHIQUE 3 RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'UNE SÉLECTION D'ÉTATS DE LA ZONE EURO

(données journalières, pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Cette période d'imbricatio politique a intensifié les doutes sur la détermination de la Grèce à respecter les engagements pris envers les bailleurs de fonds internationaux. L'éventuel non-respect des conditions du programme d'ajustement aurait en effet pu entraîner une interruption de l'assistance financière, qui aurait rendu inéluctable un défaut de paiement de la Grèce. La menace d'un tel scénario – de même que les spéculations plus extrêmes sur une possible sortie de la Grèce de l'euro (« grexit ») – s'est très clairement fait sentir sur les marchés obligataires où, par effet de contagion, la différenciation « centre-périphérie », illustrée par le creusement des écarts de rendement, s'est encore accentuée. Le taux grec à dix ans a ainsi bondi d'environ 1 000 points de base, s'établissant à 30 % en mai.

Dans ce contexte, l'Espagne a requis un programme d'aide financière du Fonds européen de stabilité financière (FESF), d'un montant de 100 milliards d'euros, en vue de la restructuration et de la recapitalisation de ses banques, tandis que le nouveau gouvernement formé en Grèce a endossé le programme d'ajustement. Au niveau européen, la décision du sommet de la zone euro du

29 juin 2012 de créer un « mécanisme de surveillance unique » pour les banques et, dans la foulée, d'accorder au MES la possibilité conditionnelle de recapitaliser directement les banques, a ouvert une perspective de rompre de manière structurelle les mécanismes de rétroaction entre les secteurs bancaires nationaux et les États.

Plus généralement, exacerbée par des développements macroéconomiques disparates entre les pays, la fragmentation des marchés financiers selon les frontières nationales s'est poursuivie. Sur les marchés obligataires, les inquiétudes quant à la solvabilité des finances publiques et à une éventuelle réversibilité de l'euro ont provoqué un brusque élargissement des écarts de rendement dans la zone, lesquels ont atteint des niveaux records. Parallèlement, les courbes de rendement des titres des États périphériques, notamment de l'Espagne et, dans une moindre mesure, de l'Italie, se sont fortement aplaties, à la suite d'une progression très marquée des taux courts. Ainsi, après avoir rebondi de près de 200 points de base, le taux espagnol à deux ans a atteint un pic de 6,7 % le 24 juillet. À l'inverse, sous l'effet d'une demande accrue de valeurs refuges, la courbe de rendement souveraine de

certaines pays du centre, telle l'Allemagne, s'est déplacée vers une position historiquement basse, menant son segment court en territoire négatif. La paralysie du marché interbancaire européen s'est prolongée, témoignant dans les faits d'un retour à des systèmes bancaires nationaux au sein de la zone euro. Une des conséquences de cette situation est l'inégalité de la transmission de la politique monétaire unique, comme l'atteste la vaste dispersion des taux d'intérêt auxquels peuvent se financer les entreprises et les ménages des pays de la zone.

Le changement de sentiment a également gommé les gains réalisés en début d'année sur les places boursières européennes. Entre son maximum temporaire de mars et le 25 juillet, l'Euro STOXX 50 a ainsi reculé de plus de 17 %, les indices boursiers de référence espagnol, italien ou grec affichant des pertes encore plus lourdes. Sur les marchés des changes, l'euro s'est négocié à la fin de juillet à son niveau le plus bas de l'année par rapport aux autres principales monnaies internationales, ces dernières jouant un rôle de valeur refuge lors des périodes de nervosité liées à la zone euro.

À partir de la fin de juillet : les mesures de l'Eurosystème et de l'UE stabilisent les marchés

Pour faire face à ce fractionnement, l'Eurosystème a mis en place un nouvel instrument : les opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions – OMT*). Bien que celles-ci n'aient été détaillées formellement qu'au début de septembre, les marchés ont réagi favorablement à cette perspective dès la fin de juillet, après que le président de la BCE avait déclaré que, dans le cadre de son mandat, la BCE était décidée à faire tout ce qu'il fallait pour préserver l'euro. Les OMT permettent à l'Eurosystème d'intervenir sur des marchés secondaires de la dette souveraine, moyennant une conditionnalité stricte (cf. section 2.1). Ainsi, dans leurs modalités d'exécution, les OMT mitigent le risque de survenance d'une crise de liquidité sur les titres de la dette publique, sans pour autant dissuader les États membres d'engager les réformes nécessaires pour renouer avec un sentier de croissance stable.

En atténuant les craintes des investisseurs d'une possible réversibilité de l'euro et en endiguant les forces centrifuges à l'œuvre dans la zone euro, l'introduction des OMT a également stabilisé les marchés financiers, comme en ont témoigné les gains sur les bourses européennes, la compression des écarts de taux « centre-périphérie » et l'appréciation de l'euro observés depuis leur annonce. D'autres décisions notables ont contribué à cet apaisement, comme le lancement du MES le 8 octobre 2012,

et l'accord du Conseil européen conclu lors du sommet des 18 et 19 octobre sur une feuille de route relative au mécanisme de surveillance unique des établissements de crédit, qui traduit sa détermination à avancer sur la voie de l'intégration de l'UEM. Une décision concernant le dispositif législatif instituant ce mécanisme est intervenue en décembre. La révision, à la fin de novembre, des modalités du second programme d'ajustement de la Grèce, de même que le rétablissement de la soutenabilité de sa dette, ont permis de débloquer le versement prévu d'une nouvelle tranche d'aide financière et de contenir ainsi la résurgence des doutes quant à sa capacité financière.

D'autres facteurs d'apaisement sont venus d'en dehors de l'Europe : la Réserve fédérale et la Banque du Japon ont notamment fait part de la mise en place de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif pour soutenir l'économie réelle. Les doutes planant sur la conclusion d'un accord visant à éviter un resserrement soudain et abrupt de la politique budgétaire aux États-Unis ont quelque peu ravivé la nervosité des marchés financiers à la fin de l'année, sans pour autant empêcher les principaux indices boursiers internationaux de clôturer l'année en hausse : le S&P 500 et l'Euro STOXX 50 ont ainsi enregistré des progressions de l'ordre de 13 à 14 % sur l'ensemble de l'année.

GRAPHIQUE 4 INDICES DE CONTRATS DÉRIVÉS DE DÉFAUT POUR LA DETTE SOUVERAINE EUROPÉENNE ET POUR LA DETTE SENIOR D'ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS EUROPÉENS

(données journalières, points de base)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice mesurant le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référençant la dette souveraine de 19 pays d'Europe occidentale.

(2) Indice mesurant le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référençant la dette senior de 25 grands établissements financiers européens.

Les conditions de financement des États et des banques vont de pair

La forte corrélation de nouveau observée en 2012 entre l'évolution du prix de la garantie contre la défaillance des États, mesuré par les contrats dérivés de défaut (CDS) souverains, et celle des CDS liés à la dette *senior* des établissements financiers européens reflète l'importance des interactions entre ces deux secteurs. Elles découlent de plusieurs canaux. D'abord, un risque de crédit accru sur les titres publics logés dans leur portefeuille peut affaiblir le bilan des banques : leur profil de risque s'en trouve dégradé, et leur financement peut se compliquer et devenir plus onéreux. Ensuite, la perte de valeur des titres publics entraîne une baisse de la qualité et de l'éligibilité au titre de nantissement de bon nombre de ces instruments, ce qui entrave l'accès des banques au financement garanti. Enfin, l'altération de la situation financière d'un État engendre également une diminution des avantages en matière de financement dont les banques peuvent bénéficier du fait des garanties implicites et explicites que celui-ci octroie. La relation de cause à effet peut également opérer dans l'autre sens : la faiblesse des banques peut accroître la probabilité d'une intervention de l'État

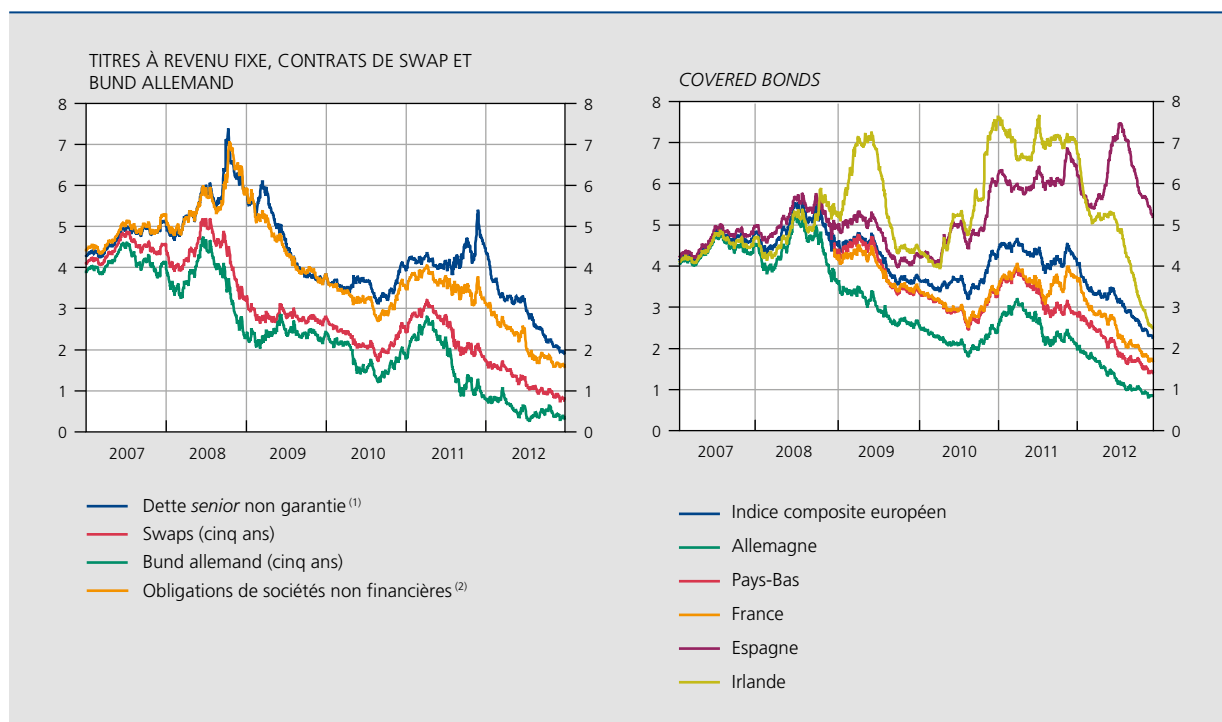
et, partant, induire l'anticipation d'une détérioration de son endettement, ce qui ferme le cercle vicieux d'une baisse de la solvabilité perçue des banques.

Ainsi, à l'instar de ceux des CDS souverains, les cours des CDS bancaires ont également profité de la confiance croissante des marchés au second semestre. Le prix à payer pour se prémunir contre une défaillance des banques a baissé de 137 points de base en 2012, soit sensiblement moins que la prime d'assurance en cas de défaillance des États souverains, dont le prix a néanmoins été quelque peu faussé par le rééchelonnement de la dette grecque en mars.

Cette réduction du risque de crédit s'est traduite par des conditions de financement plus favorables pour les banques, comme ces dernières l'ont d'ailleurs indiqué dans leurs réponses à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire. Ainsi, en 2012, le coût moyen de la dette *senior* non garantie des banques européennes, libellée en euros, s'est contracté de plus de la moitié. Cette baisse significative a résulté en partie du recul des taux de référence, mais aussi et surtout du net rétrécissement de l'écart vis-à-vis des taux des swaps à cinq ans ou des

GRAPHIQUE 5 RENDEMENTS DES OBLIGATIONS, CONTRATS DE SWAP ET BUND ALLEMAND

(données journalières, pourcentages)

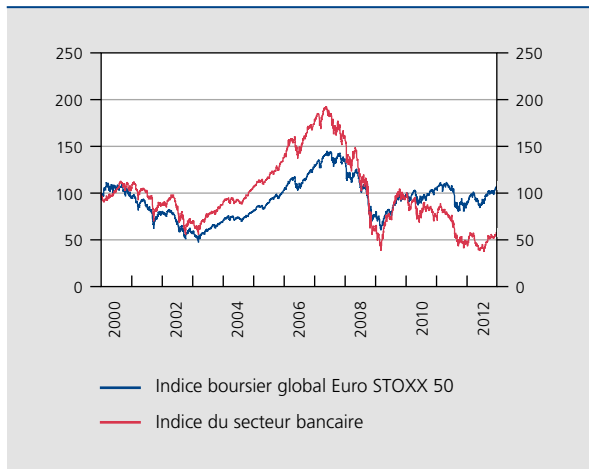


Sources : Markit Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice iBoxx euro corporate banks *senior* référençant la dette bancaire *senior* non garantie libellée en euros.

(2) Indice iBoxx corporate non-financial référençant les obligations d'une maturité de cinq à sept ans émises par les sociétés non financières.

GRAPHIQUE 6 INDICES BOURSIERS EUROPÉENS
(données journalières, 31 décembre 1999 = 100)



Source: Thomson Reuters Datastream.

rendements du Bund à cinq ans. Par ailleurs, les banques ont vu diminuer sensiblement le surcoût du financement par rapport aux sociétés non financières qui avait fait son apparition après la crise financière et avait considérablement augmenté en 2011. Les rendements des obligations sécurisées, ou *covered bonds*, se sont également inscrits en baisse, dans une mesure toutefois globalement moindre

que ceux des obligations non garanties. Ce mouvement a été quasiment généralisé; seule l'Espagne y a fait exception, enregistrant en moyenne un statu quo sur l'année. Dans le courant de 2012, le rendement des *covered bonds* des banques espagnoles a fortement augmenté jusqu'au milieu de l'année, avant de se détendre sensiblement.

Sur les marchés des actions, les conditions de financement des établissements financiers se sont stabilisées, après trois années de baisse. Leur performance est toutefois restée en retrait de celle de l'indice boursier global.

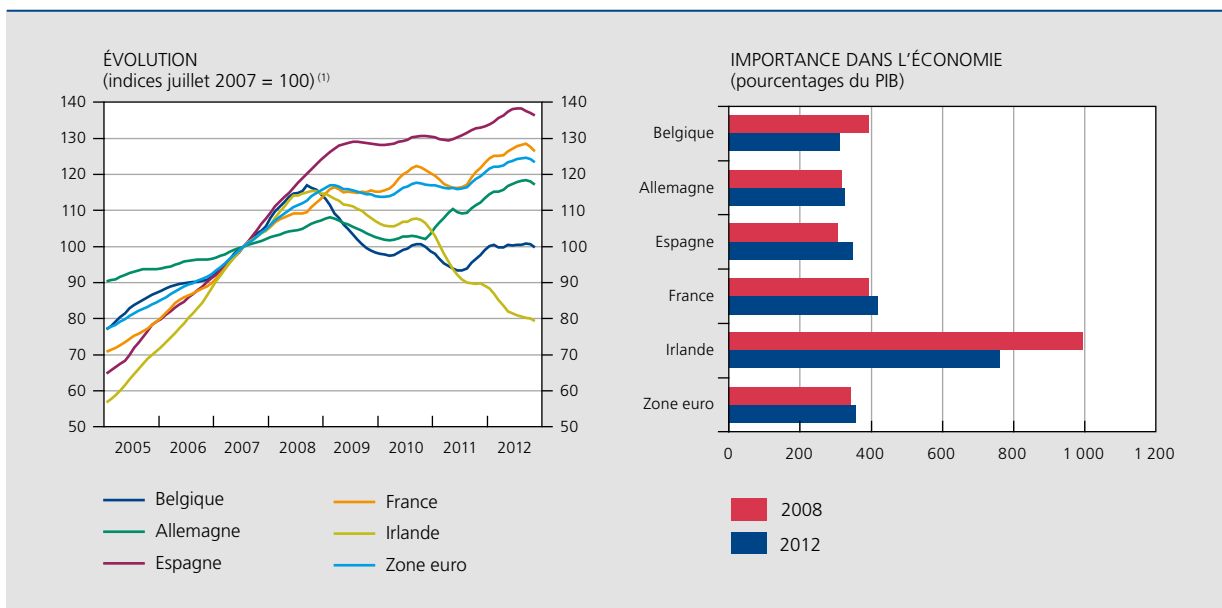
En dépit de l'amélioration des conditions de financement, le recours des banques de la zone euro aux marchés des obligations et des actions est demeuré modeste.

En Europe, la réduction de la taille du bilan des banques s'est interrompue en 2012

La réduction globale d'actifs à laquelle ont procédé de nombreuses banques de la zone euro au cours de la période 2009-2011 semble être arrivée à son terme dans bon nombre d'États membres de la zone euro.

Cette situation s'explique sans doute par le succès des plans de recapitalisation que l'Autorité bancaire européenne avait recommandés en décembre 2011 et qui

GRAPHIQUE 7 TOTAL DES ACTIFS BANCAIRES⁽¹⁾
(données consolidées)



Sources: CE, Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Moyenne mobile sur six mois.

se sont traduits par un apport, en grande partie sous la forme de bénéfices réservés et d'instruments hybrides convertis en capital, de plus de 200 milliards d'euros en fonds propres en faveur du secteur bancaire européen. Entre décembre 2011 et septembre 2012, la solvabilité du secteur bancaire, dont les stress tests effectués à la fin de 2011 avaient encore révélé de nettes faiblesses, a ainsi été améliorée, principalement, par un renforcement de ses fonds propres et, dans une moindre mesure, par la poursuite de la contraction du volume de ses actifs pondérés par les risques.

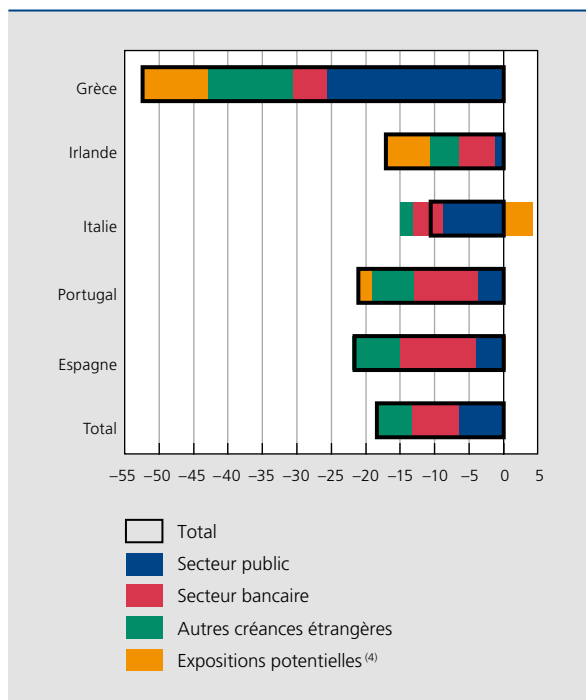
Toutefois, l'évolution du total des actifs bancaires continue de diverger entre les États membres. En Irlande, où le secteur bancaire avait clairement atteint une taille excessive avant la crise, l'allègement des actifs bancaires s'est poursuivi sans discontinuer. En revanche, l'Espagne, qui avait elle aussi enregistré une croissance sensible du crédit bancaire, n'a pas encore entamé de nette réduction des bilans bancaires.

De même, tous les actifs bancaires n'ont pas été influencés dans la même proportion par la politique d'ajustement des bilans. À cet égard, l'octroi de crédits aux secteurs non financiers résidents n'a guère été affecté, et ce sont plus particulièrement les actifs à risque, souvent sur des contreparties non résidentes, qui ont été réduits.

Ainsi, les créances transfrontalières des banques européennes sur certains pays périphériques de la zone euro ont continué de diminuer. Entre décembre 2010 et septembre 2012, elles se sont repliées de quelque 18 %. Le recul s'est manifesté surtout par rapport à la Grèce (environ 52 %), où c'est essentiellement l'exposition au secteur public qui a été réduite, grâce, notamment, à la participation à l'opération d'échange de dettes de l'État grec en mars 2012. Par rapport à l'Espagne et au Portugal, cette baisse a été plus modeste (un peu plus de 20 %), les avoirs sur le secteur bancaire étant les principaux actifs touchés. Ce recentrage de l'activité des

GRAPHIQUE 8 ÉVOLUTION DES CRÉANCES TRANSFRONTALIÈRES DES BANQUES EUROPÉENNES⁽¹⁾ SUR DES ÉTATS MEMBRES PÉRIPHÉRIQUES DE LA ZONE EURO

(évolution entre la fin de décembre 2010 et la fin de septembre 2012, sur une base consolidée)^{(2) (3)}



Source : BRI.

- (1) Banques contrôlées par des résidents et établies en Allemagne, en Autriche, en Belgique, en Espagne, en Finlande, en France, en Grèce, en Irlande, en Italie, en Norvège, aux Pays-Bas, au Portugal, au Royaume-Uni, en Suède, en Suisse et en Turquie.
- (2) Évolution globale en pourcentage, répartie en différentes catégories de créances.
- (3) Données provenant du *reporting* des statistiques bancaires internationales consolidées. Les actifs sont répartis sur la base du risque final, c'est-à-dire après transfert du risque.
- (4) Créances transfrontalières résultant d'expositions sous la forme de contrats dérivés, de garanties accordées et d'engagements de crédit.

banques sur leur marché intérieur respectif est l'une des manifestations de la tendance à la fragmentation des marchés financiers dans la zone euro, dont l'encadré 1 présente les caractéristiques.

Encadré 1 – Fragmentation financière dans la zone euro

Alors que la création de l'union monétaire avait rapidement suscité une convergence des taux d'intérêt au sein de la zone euro, les développements sur les marchés financiers s'inscrivent actuellement dans une phase de fragmentation marquée selon les frontières nationales. Dès lors, on observe une véritable scission de la zone euro entre les États périphériques, confrontés à des coûts de financement élevés, tant pour la dette publique que pour les crédits au secteur privé, et les États du centre, qui bénéficient de taux d'intérêt historiquement bas.

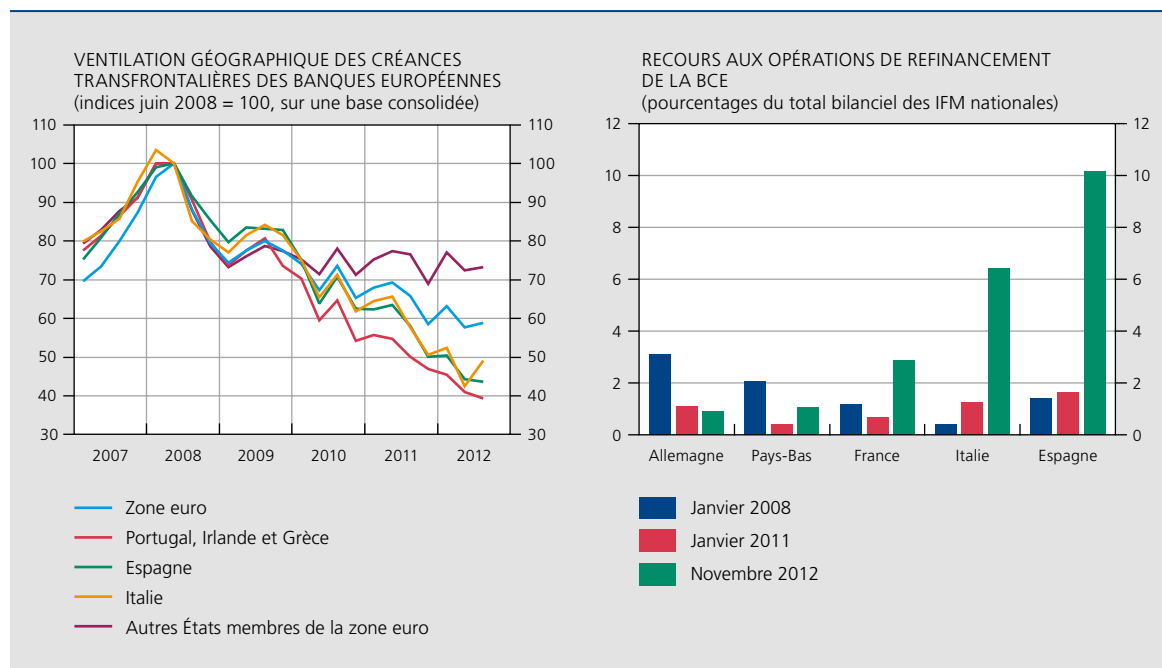
Le présent encadré revient sur l'enchaînement des causes qui sont à l'origine de cette situation, ainsi que sur ses conséquences.

Cause structurelle : apparition de déséquilibres macrofinanciers

Si elle s'est fortement intensifiée et étendue à partir de 2011, la fragmentation financière dans la zone euro trouve sa source, dès le début de la crise financière, dans le retournement de la perception, par les opérateurs financiers, de l'hétérogénéité des situations fondamentales sous-jacentes des économies de la zone. Durant la première phase de l'UEM, les investisseurs n'ont guère été attentifs aux positions différentes en termes budgétaires, macroéconomiques ou financiers. Au contraire, les taux d'intérêt faibles et la sous-évaluation des risques macrofinanciers propres à chaque pays ont contribué à la formation de ces déséquilibres.

Dès 2008, au moment où la crise financière a éclaté en Europe, le tarissement du financement international – en particulier au niveau interbancaire – et l'absence d'un mécanisme de sauvegarde crédible au niveau de la zone euro ont ramené les préoccupations spécifiques à chaque pays au premier plan lors de l'évaluation des risques. Suivant les cas, celles-ci portent sur un secteur financier affaibli, un endettement excessif, des positions budgétaires insoutenables, une perte de compétitivité, un potentiel de développement insuffisant, ou encore une combinaison de ces facteurs. En déclenchant des interactions négatives et qui se renforcent mutuellement entre les secteurs financier et public, la fragmentation a finalement également influé sur les conditions de financement des ménages et des sociétés non financières des pays en proie à des déséquilibres structurels. Dans le même temps, en l'absence d'actions fortes des autorités, des mécanismes de contagion ont vu le jour sur les marchés financiers entre les pays présentant des faiblesses de même nature.

RECENTRAGE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES



Sources : BRI, BCN.

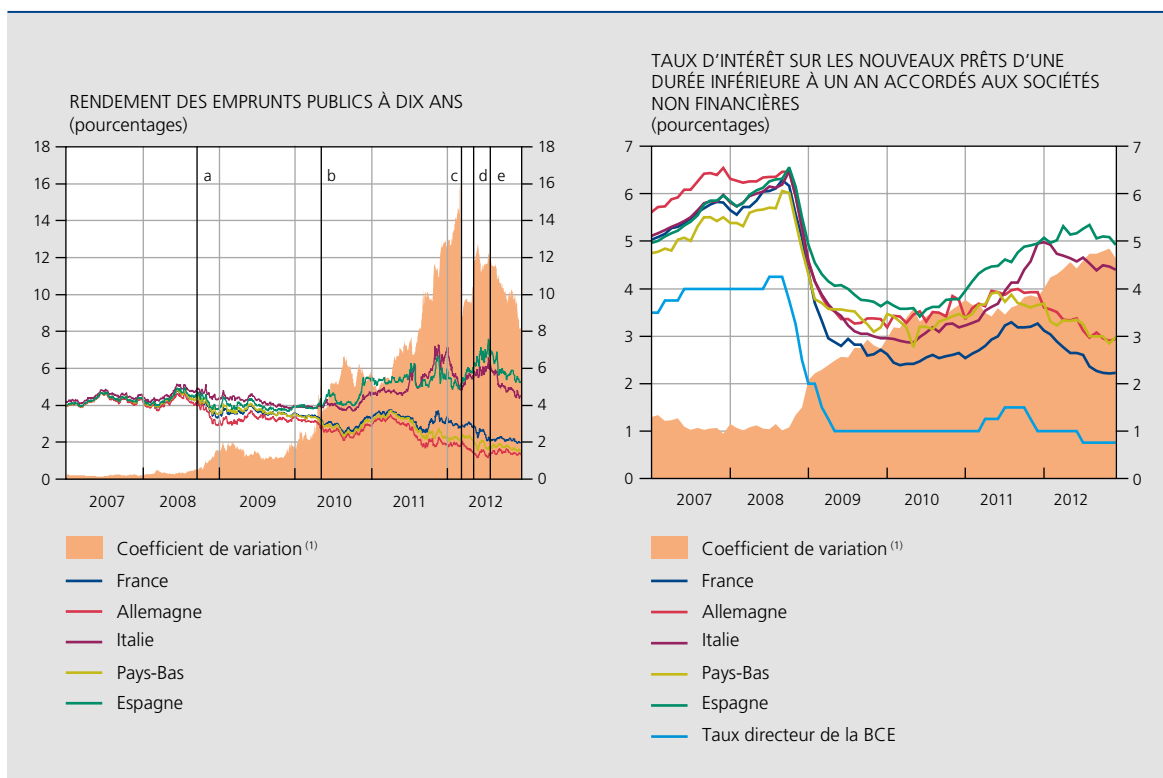
Fragmentation de l'octroi de crédits à l'échelle internationale

La réévaluation des risques et l'évaporation de la confiance envers les contreparties qui ont marqué l'éclatement de la crise financière se sont initialement traduites par un épuisement des flux de financement internationaux. Dès le troisième trimestre de 2008, les créances étrangères des banques européennes ont chuté de manière significative et généralisée, notamment dans la zone euro. À compter du deuxième trimestre de 2010, on a en outre assisté à une différenciation et à une segmentation prononcées, qui ont aggravé l'assèchement des flux à destination des pays confrontés à de graves déséquilibres macroéconomiques. En vue de remédier à cette situation, la BCE a mis en œuvre une série de mesures non conventionnelles visant à assurer aux banques la disponibilité de liquidités à long terme, parmi lesquelles les opérations de refinancement à plus long terme menées en 2011 et en 2012. Proportionnellement, en rapportant le montant des liquidités obtenues de cette manière au total de leur bilan, ce sont les banques des pays périphériques qui ont le plus largement eu recours au financement de la BCE, ce qui reflète de plus importantes difficultés d'accès au financement du marché.

Incidences sur les conditions de financement du secteur non financier

Le financement international s'étant tari, les déséquilibres nationaux ont lourdement affecté les primes de risque appliquées à la dette publique de chaque pays. Les rendements des emprunts publics à dix ans fournissant une

HÉTÉROGÉNÉITÉ DES TAUX D'INTÉRÊT



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Un coefficient de variation plus élevé indique une plus grande hétérogénéité entre tous les pays de la zone euro à un moment donné. Le coefficient de variation a été multiplié par un facteur 10.

indication à cet égard, la fragmentation au sein de la zone euro peut se mesurer à l'aune du coefficient de variation des taux d'intérêt. Une première vague de divergences a été observée à partir de septembre 2008 (trait a dans le graphique ci-avant), lorsque la crise financière a débuté. En 2010 et en 2011, lorsque la crise est devenue principalement une crise des dettes souveraines (trait b), une divergence tendancielle s'est fait jour dans la zone, en réaction à une double évolution: d'une part, le report des capitaux sur des emprunts très liquides d'États dont la solvabilité était unanimement reconnue et, d'autre part, l'orientation à la hausse des rendements en ce qui concerne les pays confrontés à d'importants déséquilibres. En dépit du répit temporaire offert par les mesures non conventionnelles de la BCE et par le rééchelonnement de la dette grecque en mars 2012 (trait c), les marchés obligataires ont subi de nouvelles pressions dès avril 2012 (trait d). À partir de la fin de juillet 2012, l'hétérogénéité a entamé un mouvement baissier après que le président de la BCE avait annoncé des actions décisives (trait e), concrétisées par l'adoption du programme d'OMT en septembre 2012.

Les divergences observées au niveau des conditions de financement des institutions financières et des administrations publiques se sont étendues aux conditions d'octroi de crédits au secteur privé non financier, notamment en ce qui concerne les taux appliqués aux crédits bancaires. Ainsi, les baisses des taux directeurs de la BCE opérées en 2011 et en 2012 ont donné lieu à une diminution des taux des crédits bancaires aux sociétés non financières dans une série d'États du centre, tandis que, à l'inverse, des hausses des taux d'intérêt ont été enregistrées dans d'autres pays. De la même manière, un accroissement de l'hétérogénéité a été constaté pour les crédits hypothécaires aux ménages. Ces évolutions mettent en évidence un fonctionnement altéré des canaux de transmission de la politique monétaire.

Compte tenu de l'importance de l'intégration financière pour la zone euro – non seulement dans l'optique d'une transmission homogène de la politique monétaire, mais aussi en vue d'une répartition efficace des risques et d'une utilisation optimale du potentiel de croissance –, plusieurs initiatives ont été prises récemment pour contrer de manière structurelle toute nouvelle fragmentation. La création d'une union bancaire et les mesures adoptées au niveau de l'Eurosystème constituent à cet égard des pas importants; elles contribuent indéniablement à combattre le «risque de redénomination» – c'est-à-dire le risque d'une conversion forcée d'actifs libellés en euros en une autre monnaie, probablement plus faible – et à affirmer la pérennité de l'UEM.

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

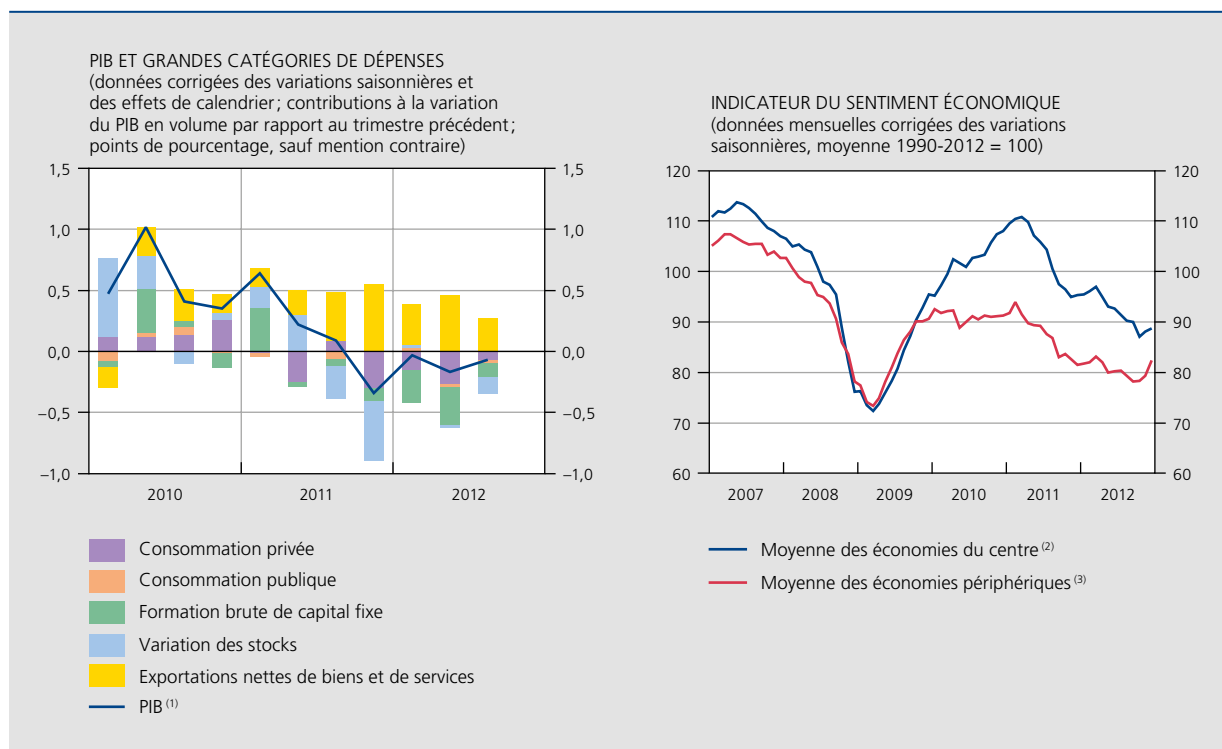
Généralisation de la faiblesse de l'activité et de la demande dans la zone euro

Après que le PIB s'était contracté au quatrième trimestre de 2011, au paroxysme de la crise de la dette souveraine, l'année 2012 avait commencé sous de meilleurs auspices dans la zone euro. La détente des marchés financiers s'était en effet alors accompagnée d'un raffermissement de la confiance des entreprises et des ménages et d'une stabilisation de l'activité. Cette embellie a toutefois été de courte durée. La croissance du PIB est revenue en territoire négatif dès le deuxième trimestre et s'y est maintenue au troisième; ces deux trimestres de déclin du PIB ont, selon la définition usuelle, marqué une nouvelle récession. Cette rechute, après deux années de rebond, a fait suite à celle, beaucoup plus profonde, enregistrée

en 2008-2009. S'inscrivant dans un climat de regain de turbulences et d'inquiétudes relatives à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, l'affaiblissement modéré – mais persistant – de l'activité a été la résultante à la fois d'une dépression graduelle de la demande intérieure et d'un ralentissement du commerce extérieur. Ces facteurs ont continué de grever la conjoncture durant les derniers mois de l'année, l'apaisement des tensions sur les marchés financiers suscité par des mesures décisives prises par les autorités ayant jusque-là à peine exercé un choc positif sur la confiance des ménages ou des entreprises. Au contraire, le pessimisme a eu tendance à se généraliser, s'étendant notamment à l'Allemagne. Ainsi, sur l'ensemble de l'année, le PIB de la zone euro s'est replié de 0,4 %, après avoir progressé de 1,4 % en 2011.

Chacune des composantes de la demande intérieure a été atone en 2012. La consommation publique s'est inscrite en léger recul (-0,2 %), en raison des efforts d'assainissement budgétaire, lesquels ont, de manière plus générale,

GRAPHIQUE 9 ÉVOLUTION CONJONCTURELLE DANS LA ZONE EURO



aussi affecté les autres postes de la demande intérieure, dont la consommation privée. Cette dernière, en retrait de 1 % par rapport à 2011, a été muselée par plusieurs autres facteurs. Ainsi, le revenu réel disponible des ménages a également été écorné par les pertes d’emplois, par la croissance modérée des salaires et par le renchérissement de l’énergie. Par ailleurs, la confiance des consommateurs a été érodée, entre autres, par la crise de la dette dans la zone euro et par la hausse du chômage, ce qui les a incités à adopter des comportements plus prudents et à reporter leurs projets de dépenses en biens de consommation durables et d’investissements en logements.

Le ralentissement de l’activité dans la zone euro et l’incertitude accrue ont aussi pesé sur la confiance des chefs d’entreprise qui, voyant fondre leurs perspectives de demande, ont revu leurs projets d’investissements à la baisse. De surcroît, les conditions de crédit particulièrement défavorables et la nécessité de réduire l’endettement ont exercé un effet de frein supplémentaire dans certains pays de la zone. Dans l’ensemble de la zone euro, la formation brute de capital fixe a ainsi chuté de 3,5 % en 2012. Par ailleurs, l’altération des perspectives d’activité

depuis l’été de 2011 a conduit les entreprises à comprimer le niveau de leurs stocks.

Seuls les échanges extérieurs de biens et de services ont continué de soutenir la croissance en 2012, à hauteur de 1,3 point de pourcentage, prolongeant ainsi une tendance amorcée à la mi-2010. Certes, l’essoufflement de l’activité économique mondiale et, partant, de la demande extérieure, a lourdement infléchi le rythme de progression des exportations comparativement aux deux années précédentes, mais celles-ci ont continué de bénéficier de l’effet positif, en termes de compétitivité, de la dépréciation du cours de change effectif réel de l’euro depuis 2011. Dans le même temps, les importations se sont repliées, plombées par une demande domestique en berne.

Tous les pays de la zone euro ont ressenti les effets de la détérioration conjoncturelle en 2012, mais cette dernière a été d’une intensité variable, touchant plus lourdement les pays fragilisés par des déséquilibres macroéconomiques profonds. Engagés dans d’indispensables ajustements réclamant de considérables efforts en termes de consolidation budgétaire, de désendettement du secteur

privé, de renforcement de la compétitivité et de réallocation entre les divers secteurs de l'économie, ces pays ont assisté à l'effondrement de leur demande intérieure, sur fond d'escalade du chômage. Confrontées en outre à des conditions de financement moins favorables, ces économies ont replongé en récession. Ainsi, en 2012, la croissance du PIB est redevenue amplement négative en Espagne, en Italie et à Chypre, tandis que le recul de l'activité s'est massivement poursuivi au Portugal et, plus encore, en Grèce. L'Irlande a constitué une exception puisque l'évolution de l'activité, même si elle s'y est ralentie, est demeurée positive. Les pays qui, exempts de déséquilibres macroéconomiques majeurs, avaient déjà pu tirer profit du rebond temporaire après la récession de 2008-2009, ont, pour leur part, mieux résisté, sans toutefois parvenir à maintenir leur élan. En Allemagne et en Autriche, la croissance du PIB a moli en 2012, tout en demeurant positive. La France et la Finlande ont enregistré une quasi-stagnation, tandis que l'activité s'est légèrement repliée en Belgique et aux Pays-Bas. Les effets liés à la crise de la dette souveraine, initialement circonscrits

à un nombre limité de pays, se sont donc propagés aux économies qui avaient jusque-là fait preuve d'une plus grande résilience.

Les conditions sur le marché du travail dans la zone euro n'ont cessé de se dégrader en 2012, réagissant plus vivement qu'au début de la crise financière à la détérioration de l'activité et à la montée des incertitudes. Durant la récession de 2008-2009, l'ajustement du marché du travail s'était davantage opéré par un amoindrissement du nombre d'heures ouvrées par travailleur que par une diminution des emplois. Depuis, le contexte économique s'est considérablement modifié. Le manque de marges de manœuvre budgétaires a limité les possibilités de mettre en œuvre de nouvelles mesures gouvernementales de soutien, telles celles d'incitation à la réduction du temps de travail qui avaient contribué à la résilience de l'emploi dans la zone euro pendant la grande récession, tandis que les réserves d'absorption des entreprises ont été fortement écornées, faute d'une reprise vigoureuse et prolongée ces dernières années. Ainsi, dans la plupart des pays, le ralentissement de l'activité économique en 2012 et la morosité des perspectives à moyen terme ont incité les entreprises à comprimer leurs effectifs plutôt qu'à écourter une nouvelle fois la durée de travail. L'emploi dans la zone euro s'est ainsi contracté de 0,8 % par rapport à 2011, tandis que le chômage a continué de progresser, atteignant 11,7 % en décembre, son niveau record depuis 1999. Au sein des pays de la zone, l'évolution de l'emploi et du chômage est demeurée très contrastée. Les replis de l'emploi et les hausses du chômage les plus importants ont été observés en Grèce, en Espagne, au Portugal et à Chypre. Ces effets sont une manifestation des ajustements des déséquilibres macroéconomiques susmentionnés, qui se sont poursuivis en 2012. En effet, au-delà d'une chute assez marquée de leur activité, ces pays ont été confrontés à la nécessité de procéder à la réallocation des ressources des secteurs axés sur la demande intérieure, notamment celui de la construction en Espagne, à ceux tournés vers l'exportation. De plus, les écarts de taux de chômage entre les États membres se sont creusés depuis 2011. Ainsi, en décembre, les taux de chômage les plus bas ont été enregistrés en Autriche (4,3 %), au Luxembourg et en Allemagne (5,3 % chacun) et aux Pays-Bas (5,8 %), et les plus élevés en Espagne (26,1 %) et en Grèce (26,8 % en octobre 2012). Dans ces derniers pays, le chômage des jeunes a été supérieur à 50 %.

TABEAU 1 PIB ET MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO EN 2012⁽¹⁾
(données en volume, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	PIB	Emploi en personnes	Taux de chômage ⁽²⁾
Allemagne	0,8	1,1	5,5
France	0,2	-0,1	10,2
Italie	-2,3	-1,3	10,6
Espagne	-1,4	-4,5	25,1
Pays-Bas	-0,3	-0,2	5,4
Belgique	-0,2	0,2	7,4
Autriche	0,8	1,1	4,5
Grèce	-6,0	-7,9	23,6
Finlande	0,1	0,3	7,9
Portugal	-3,0	-4,0	15,5
Irlande	0,4	-1,2	14,8
Slovaquie	2,6	0,3	13,5
Luxembourg	0,4	1,9	5,4
Slovénie	-2,3	-1,6	8,5
Chypre	-2,3	-4,0	12,1
Estonie	2,5	1,8	10,5
Malte	1,0	0,9	6,3
Zone euro	-0,4	-0,8	11,3

Sources: CE, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2012.

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

Poursuite des efforts structurels d'ajustement

En dépit de l'environnement économique peu porteur dans la zone euro dans son ensemble, les pays souffrant des déséquilibres macroéconomiques les plus profonds

ont poursuivi leurs efforts d'ajustement structurel en 2012. Ces efforts sont soit encadrés par des programmes conclus par les gouvernements nationaux avec le FMI, la CE et la BCE (la troïka), qui conditionnent les aides financières qui leur sont octroyées – c'est le cas de l'Irlande, de la Grèce et du Portugal –, soit aiguillonnés par des tensions sur les marchés financiers qui deviendraient insoutenables si elles se prolongeaient, comme en Espagne et en Italie, notamment. S'ils sont de nature à déprimer la demande intérieure et le marché du travail à court terme, ces ajustements sont nécessaires pour asseoir le potentiel de croissance de manière structurelle et durable.

Les déséquilibres mis au jour par la crise économique et financière de 2008-2009, que cette dernière a dans certaines circonstances aggravés, ont requis des ajustements de plusieurs ordres. La restructuration du secteur financier, déjà évoquée de manière succincte pour la zone euro dans son ensemble au point précédent, le sera plus en détail pour la Belgique au chapitre 3. Au-delà de cet aspect, les ajustements qui s'imposent portent, suivant les cas, sur la consolidation de la situation budgétaire des pouvoirs publics, sur la réduction de l'endettement des sociétés non financières et des ménages, parallèlement à la stabilisation du marché immobilier, et, de manière plus générale, sur le renforcement de la compétitivité et sur la résorption de déficits importants et récurrents du solde des comptes courants de l'économie.

Finances publiques

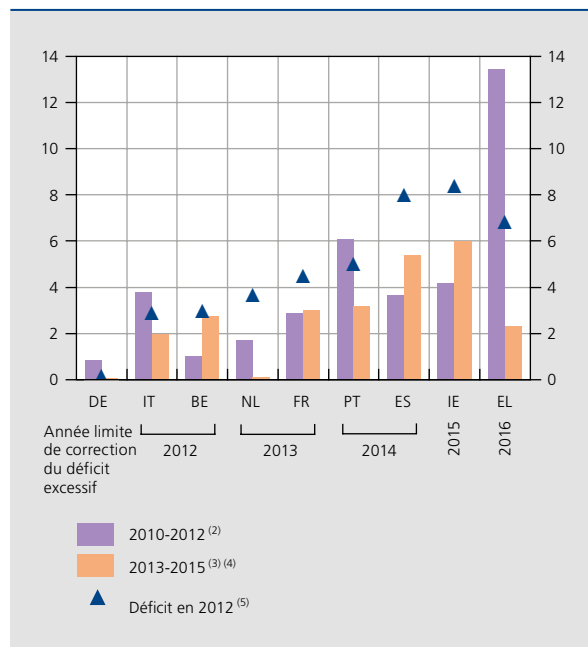
Dans un contexte conjoncturel défavorable, des mesures discrétionnaires structurelles pour un montant représentant 1,3 point de pourcentage du PIB ont entraîné une nouvelle sensible réduction du déficit des administrations publiques dans la zone euro. Selon les prévisions d'automne 2012 de la CE, celui-ci est revenu de 4,1 % du PIB en 2011 à 3,3 % en 2012. Globalement, son rythme de repli a été moins soutenu qu'en 2011, mais certains pays, où la situation des finances publiques était particulièrement précaire et qui ont été mis sous pression par les marchés, ont intensifié leurs efforts. Plusieurs gouvernements – comme en Italie, en Espagne, au Portugal et en Grèce – ont même dû mettre des mesures additionnelles en œuvre en cours d'année pour poursuivre leurs objectifs malgré le ralentissement économique. Le Conseil Ecofin a d'ailleurs assoupli ces objectifs en cours d'année pour les trois derniers pays cités. Nonobstant ces efforts, les déficits budgétaires s'affichaient, selon les mêmes prévisions de la CE, toujours à des niveaux substantiels dans certains pays: en 2012, ils ont été les plus élevés, exprimés en pourcentage du PIB, en Irlande (8,4 %), en Espagne (8 %), en Grèce (6,8 %) et au Portugal (5 %), ainsi qu'à Chypre

(5,3 %). À l'inverse, sept pays de la zone ont enregistré un déficit inférieur ou égal au seuil de 3 % du PIB, à savoir l'Allemagne, l'Estonie, la Finlande, le Luxembourg, Malte, l'Italie et la Belgique, les cinq premiers cités n'étant pas ou plus soumis à une procédure concernant les déficits excessifs (EDP) à la fin de l'année. S'agissant de l'Allemagne et de Malte, les décisions d'abroger ces procédures ont été prises par le Conseil Ecofin dans le courant de 2012.

Le ratio d'endettement des administrations publiques a progressé, passant de 88,1 % du PIB à la fin de 2011 à 92,9 % au terme de 2012, soit une augmentation plus importante qu'un an auparavant, en dépit de la réduction du déficit. Cette accélération tient non seulement à l'effet « boule de neige » – la croissance du PIB nominal devenant inférieure au taux d'intérêt implicite de la dette publique –, mais aussi aux interventions publiques en faveur du secteur financier et à l'aide accordée à certains pays de la zone euro dans le cadre des mécanismes de soutien européens. En application des conventions utilisées dans

GRAPHIQUE 10 CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE : NIVEAU DE DÉFICIT EN 2012, EFFORTS RÉALISÉS DEPUIS 2010 ET EFFORTS PRÉVUS SELON LES CIBLES BUDGÉTAIRES

(variations du solde structurel primaire⁽¹⁾; points de pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Source : CE.

- (1) Le solde structurel primaire correspond au solde des administrations publiques à l'exclusion des charges d'intérêts, ajusté pour neutraliser les effets de la conjoncture et des mesures temporaires.
- (2) Calculé sur la base des prévisions d'automne 2012 de la CE.
- (3) Calculé sur la base des programmes nationaux de réforme et de stabilité 2012 ou des révisions de cibles de déficit par le Conseil Ecofin (pour l'Espagne, le Portugal et la Grèce).
- (4) 2016 pour la Grèce. Entre 2013 et 2016, le solde primaire est ajusté uniquement pour les effets de la conjoncture.
- (5) Déficit nominal, en pourcentage du PIB.

les comptes nationaux, ces débours ne doivent en général pas être comptabilisés dans le déficit, mais ils alourdissent cependant la dette.

Aucun État membre de la zone euro n'a été en mesure d'enregistrer une diminution de la dette des administrations publiques en 2012. Néanmoins, dans les pays sous programme, tout comme dans d'autres pays vulnérables, les tentatives de compression de l'impasse budgétaire accomplies depuis 2010 ont été considérables, et ce malgré un contexte économique défavorable. Ainsi, en excluant les charges d'intérêts, les composantes conjoncturelles et les mesures temporaires exceptionnelles, les baisses de déficit réalisées entre 2010 et 2012 ont été les plus importantes en Grèce, au Portugal, en Irlande et en Espagne, s'établissant à 13 points de pourcentage du PIB en Grèce et à 4 à 6 points dans les trois autres pays. Toutefois, dans ces économies, des efforts majeurs restent nécessaires pour concrétiser les cibles budgétaires présentées dans les programmes nationaux de stabilité.

Endettement privé et marchés immobiliers

Dans différents pays européens, la crise économique et financière de 2008-2009 et l'éclatement de la bulle immobilière qui l'a dans plusieurs cas accompagnée ont révélé un endettement excessif des ménages et des sociétés non financières. Ce dernier avait gonflé pendant la décennie précédente, parallèlement à une hausse rapide des prix immobiliers. Mesuré sur une base consolidée – c'est-à-dire en faisant abstraction des avoirs et engagements financiers réciproques au sein d'un même secteur –, le ratio de la dette au PIB du secteur privé a atteint un plafond de 144 % à la mi-2010. Une résorption timide s'est ensuite amorcée, puisque le taux d'endettement est revenu à 141 % au troisième trimestre de 2012. Ainsi, de la même manière que l'accumulation de la dette dans le secteur privé avait été antérieure à celle des administrations publiques, qui ne s'est matérialisée qu'au cours des cinq dernières années, le retournement y a également été plus précoce. Un processus de migration des dettes s'est donc développé entre les secteurs, dans la mesure où les finances publiques ont subi le contrecoup des effets récessifs des efforts visant à réduire l'endettement privé.

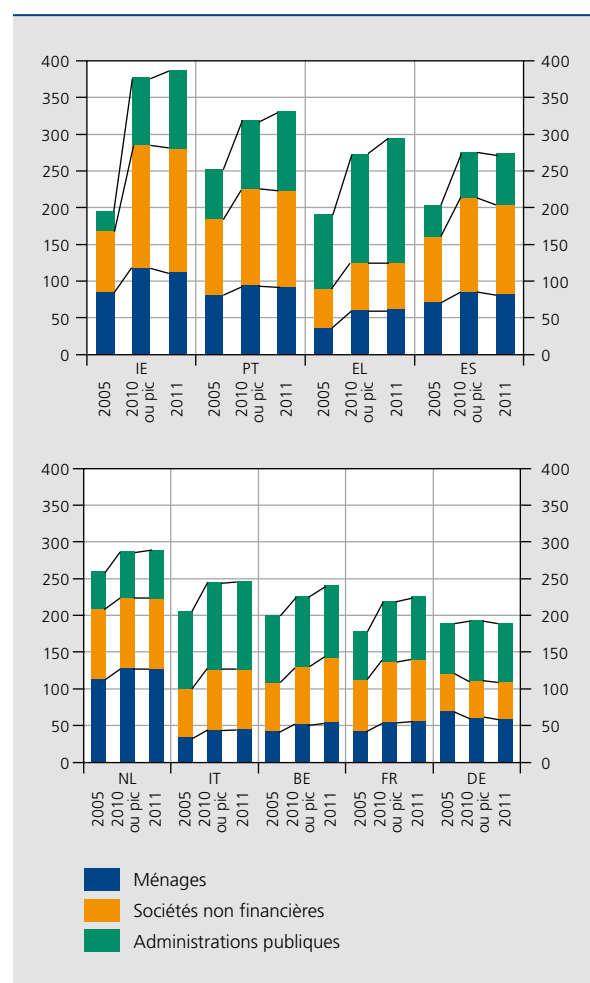
Le niveau d'endettement du secteur privé non financier varie fortement d'un pays à l'autre. Des taux nettement supérieurs à la moyenne de la zone euro s'observent notamment en Irlande, aux Pays-Bas – eu égard aux spécificités du marché hypothécaire de cette économie –, au Portugal et en Espagne. À l'opposé, d'autres pays, telles l'Allemagne, l'Italie et la Grèce, affichent les taux d'endettement du secteur privé les plus faibles de la

zone. L'ajustement de l'endettement du secteur privé des différents pays a jusqu'ici généralement été très limité. Du côté des ménages, des corrections significatives depuis les pics avaient été enregistrées jusqu'à la fin de l'année 2011 en Irlande et en Espagne, tandis que, pour ce qui est des entreprises, des corrections importantes avaient été notées en Grèce et en Espagne.

Ces évolutions corroborent les enseignements des expériences passées, selon lesquels la réduction de la dette, notamment celle du secteur privé, tend à être très lente. La vitesse du désendettement dépendrait des divers moyens mis en œuvre – au travers, par exemple, d'une hausse de l'épargne ou de possibilités de remise de dette. Alors qu'elles sont généralisées aux États-Unis, ces dernières sont relativement limitées dans la majorité des pays

GRAPHIQUE 11 DETTE DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES^{(1) (2)}

(données annuelles, pourcentages du PIB)



Source : CE.

(1) Concept consolidé.

(2) Les pays présentés sont classés en fonction du niveau de leur endettement total en 2011.

européens, en particulier pour les ménages, qui, dans de nombreux pays, sont juridiquement liés de manière plus stricte au respect de leurs obligations financières. Comme c'est le cas pour la dette publique, il convient également de prendre en compte l'effet dit de dénominateur, le recul du PIB nominal entraînant un accroissement du ratio de la dette en période de récession.

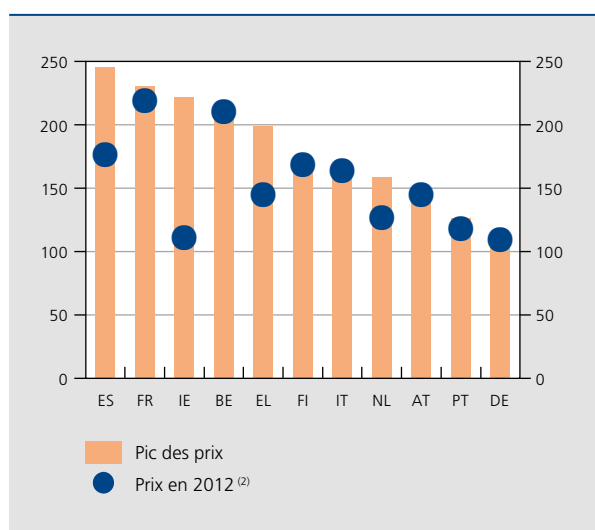
Dans le même temps, les forts désalignements des prix des logements vis-à-vis de leurs fondamentaux, qui s'étaient accumulés dans un certain nombre de pays de la zone euro avant la crise, ont continué de se résorber au cours de l'année sous revue. Par rapport au sommet atteint dans chaque pays, la correction totale des prix de l'immobilier réalisée jusqu'au deuxième trimestre de 2012 a été la plus importante en Irlande, suivie de l'Espagne. Dans ce dernier pays, elle s'est établie à 28 %, ce qui a ramené les prix moyens à leur niveau du début de 2004 ; en Irlande, le recul a été plus prononcé encore (de l'ordre 50 % depuis le pic), les prix équivalant à ceux observés à la fin de 2000. S'agissant des autres pays de la zone euro, les prix ont également poursuivi leur recul en Grèce et aux Pays-Bas et, dans une bien moindre mesure, au Portugal, en France et en Italie. Par contre, en Allemagne, dont la situation est atypique par rapport à ses voisins européens depuis la réunification, les prix ont prolongé leur tendance haussière amorcée à la fin de 2009.

Déséquilibres extérieurs

Entre 2003 et 2007, les écarts entre les États membres de la zone euro sur le plan des soldes des comptes courants de la balance des paiements s'étaient fortement creusés, reflétant, dans le cas des pays dont la situation s'était le plus détériorée, à la fois un manque de compétitivité sur les marchés extérieurs et les déséquilibres macroéconomiques internes évoqués ci-avant. Le solde du compte courant de la balance des paiements d'un pays correspond en effet à la différence entre l'épargne et l'investissement des secteurs privé et public considérés conjointement. Un excès de demande, grevant l'épargne ou accroissant les investissements, ou, au contraire, une demande bridée au niveau de l'ensemble de l'économie se traduira dès lors respectivement par un déficit ou par un excédent du compte courant. Dans les trois pays sous programme (Grèce, Irlande et Portugal), de même qu'en Espagne, les déficits courants ont été substantiels jusqu'en 2007. Un retournement est toutefois survenu en 2008 et, depuis, ces déficits se sont fortement réduits, faisant même place, dans le cas de l'Irlande, à un surplus. En France et en Italie, le solde du compte courant rapporté au PIB s'était aussi inscrit en repli depuis le début du millénaire, sans toutefois parvenir au niveau de déficit des quatre premiers pays cités. Cependant, contrairement à ce qui s'est produit dans ces quatre pays, le solde a ensuite continué de se dégrader, l'Italie affichant toutefois une amélioration au cours de l'année sous revue. Parallèlement au recul du déficit dans les trois pays sous programme et en Espagne, les pays en excédent courant ont enregistré une baisse de celui-ci, mais qui a globalement été de moindre ampleur et de plus courte durée. Le surplus de l'Allemagne – le pays qui, en termes absolus, réalise de loin le boni le plus important de la zone euro – a ainsi de nouveau quelque peu augmenté en 2010, avant de se stabiliser à un niveau élevé.

Selon la ventilation des données du commerce international de marchandises, la réduction des soldes des balances commerciales dans les trois pays sous programme et en Espagne observée depuis 2008 est dans une large mesure le reflet des variations des échanges avec d'autres pays de la zone euro – ce que l'on appelle le commerce intra-zone euro. La régression du déficit commercial dans ces quatre pays découle ainsi, à hauteur d'environ la moitié, d'un déficit plus faible vis-à-vis de leurs partenaires de la zone. L'ajustement au niveau du commerce intra-zone euro a été plus prononcé en Espagne et au Portugal. L'image est un peu différente dans le cas de l'Irlande, dont la balance commerciale s'est essentiellement rétablie vis-à-vis des pays hors zone euro. Du côté des pays en surplus, l'excédent commercial de l'Allemagne a lui aussi diminué dans un premier temps, tant par rapport aux États membres

GRAPHIQUE 12 PRIX DES LOGEMENTS DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾
(indices 1^{er} trimestre de 2000 = 100)

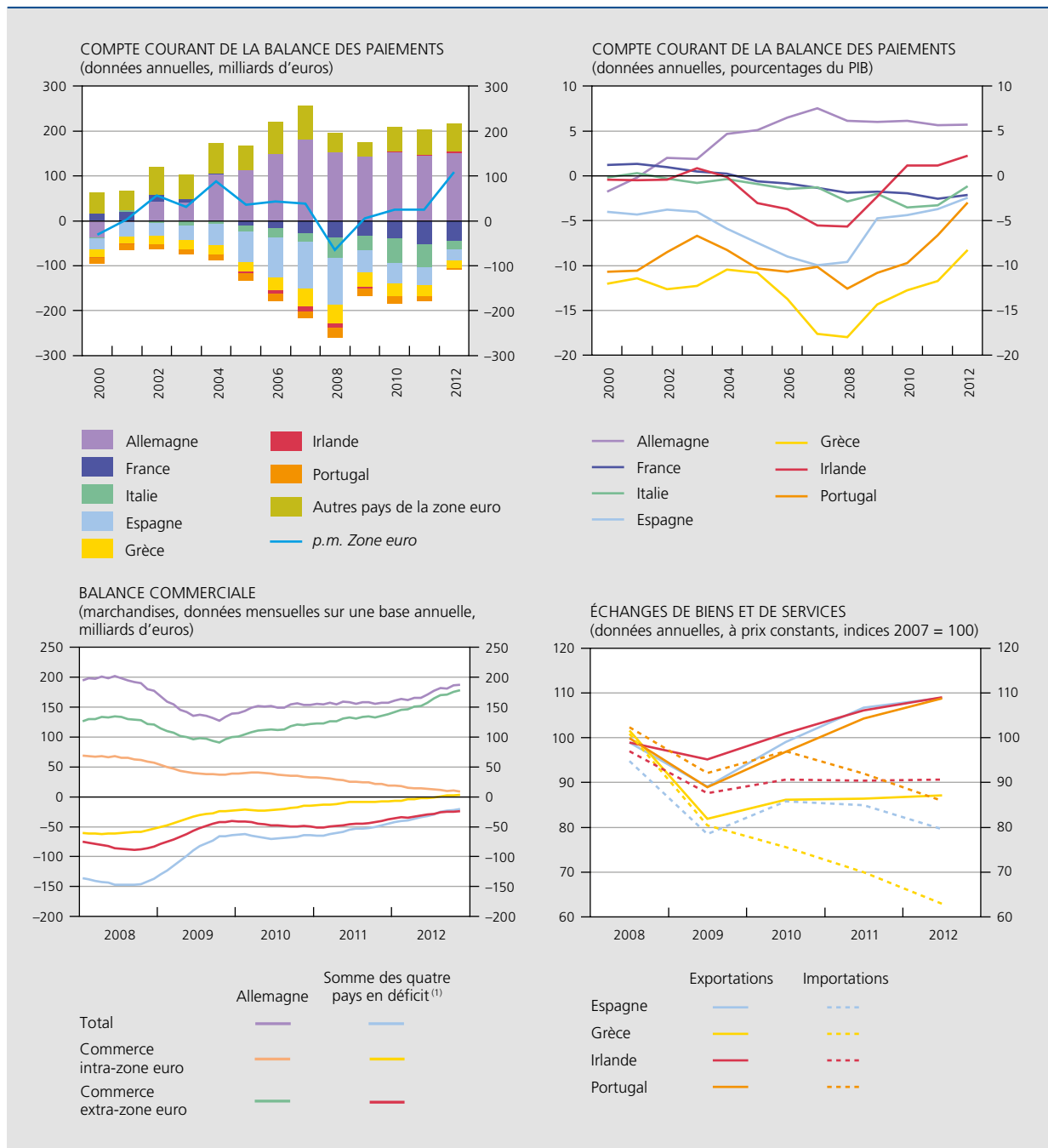


Sources : OCDE, BCE.

(1) Les pays sont classés selon la croissance des prix de l'immobilier depuis 2000 jusqu'au pic respectif dans chacun d'entre eux.

(2) Deuxième ou troisième trimestre de 2012 selon les pays.

GRAPHIQUE 13 AJUSTEMENT DES COMPTES COURANTS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DANS LA ZONE EURO



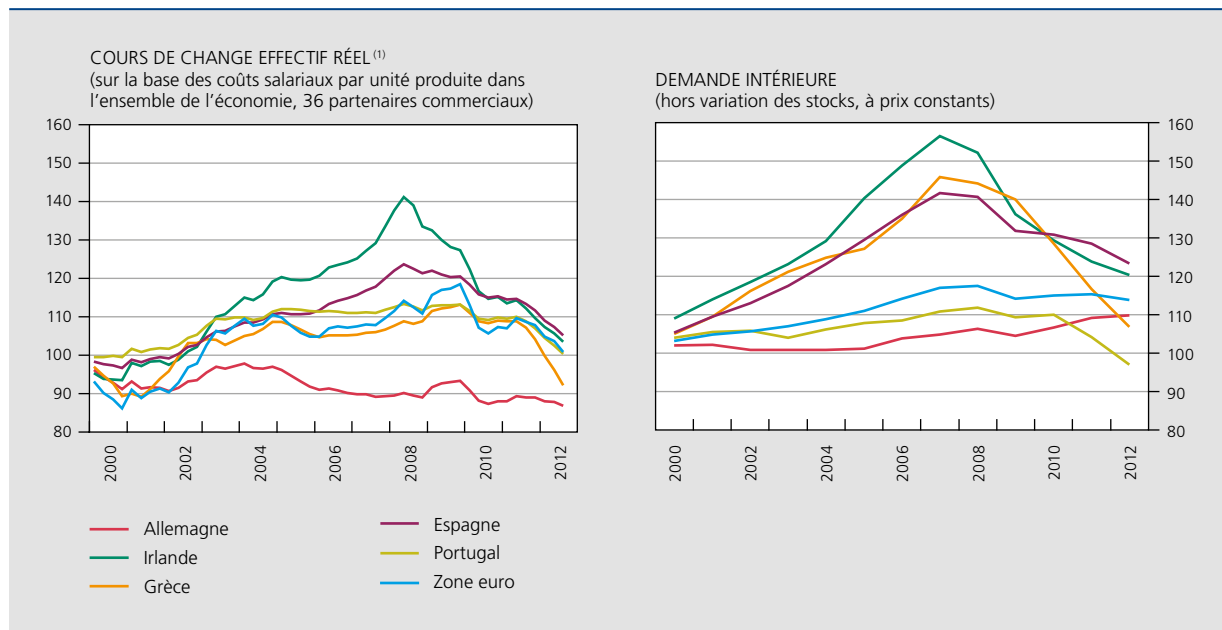
Source : CE.
 (1) Grèce, Irlande, Portugal et Espagne.

de la zone euro que par rapport aux pays tiers. À partir de 2010, une évolution divergente s'est cependant dégagée : tandis que le surplus commercial généré par le commerce intrarégional n'a cessé de se contracter, celui du commerce extra-zone euro est reparti à la hausse. C'est donc l'élargissement du surplus vis-à-vis du reste du monde qui a permis le maintien de l'excédent allemand à un niveau élevé.

De la décomposition des échanges commerciaux en exportations et en importations, il ressort que l'amélioration des soldes en Espagne, au Portugal et en Irlande s'explique dans une large mesure par une reprise des exportations, tandis que les importations ont stagné, voire reculé, à partir de 2010. En Grèce, le redressement des exportations a cependant été moins marqué que dans les trois autres pays mais, dans le même temps, les importations s'y sont

GRAPHIQUE 14 COMPÉTITIVITÉ ET DEMANDE INTÉRIEURE DANS QUELQUES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO

(indices 1999 = 100)



Source : CE.

(1) Une appréciation du cours de change effectif réel reflète une détérioration de la compétitivité.

repliées plus vivement, ce qui explique en grande partie l'embellie au niveau du déficit de ce pays.

Ces variations des flux des échanges extérieurs résultent en partie des progrès réalisés en matière de compétitivité. Les indicateurs de cours de change effectif réel basés sur les coûts salariaux par unité produite montrent qu'une correction considérable est survenue en Irlande et en Espagne depuis la mi-2008. Au Portugal, celle-ci s'est fait jour plus tard et de manière plus progressive mais, au cours des derniers trimestres, elle s'est nettement accélérée. En Grèce, en revanche, la compétitivité a continué de se dégrader jusqu'à la fin de 2009, avant qu'un retournement ne se produise, en particulier à partir de la mi-2011, quand le mouvement de rattrapage a pris une tournure plus importante. L'évolution des importations est également liée à la compression de la demande intérieure dans le contexte de nécessaire désendettement des administrations publiques et du secteur privé entre 2008 et 2012. Au cours de cette période, c'est en Grèce que la demande intérieure a le plus chuté. Au Portugal, elle a résisté un peu plus longtemps, mais elle s'est également fortement tassée ces deux dernières années.

L'amélioration des résultats de variables portant sur les flux, comme le solde du compte courant de la balance des paiements, est le signe qu'un processus de retour

à un fonctionnement économique plus équilibré est en cours, notamment dans les trois pays sous programme et en Espagne. Il résulte en partie de l'effet d'améliorations structurelles en termes de compétitivité ou de finances publiques. L'inertie des variables de stocks, comme la dette publique et la dette du secteur privé non financier, prouve toutefois qu'il s'agit d'un processus de longue haleine, eu égard aux déséquilibres accumulés dans le passé.

1.3 Contexte mondial

Ralentissement de l'économie mondiale, en partie sur fond de crise de la zone euro

En 2012, la crise de la zone euro a été un élément majeur pour l'économie mondiale, son effet se faisant ressentir partout dans le monde par le biais de différents canaux. Ainsi, la faible demande émanant de la zone euro a plombé le dynamisme des exportations des principaux partenaires commerciaux, et l'incertitude liée à la crise de l'euro a, ailleurs également, grevé l'appétence pour le risque sur l'ensemble des marchés financiers, de même que la confiance des ménages et des entreprises. L'expansion de l'activité hors de la zone euro a toutefois aussi été bridée par plusieurs facteurs nationaux spécifiques, comme

l'incertitude planant sur la politique budgétaire aux États-Unis et au Japon, ou l'incidence du resserrement des politiques intervenu en 2011 dans les pays émergents.

Par ailleurs, hors de la zone euro aussi, la poursuite de la correction de plusieurs déséquilibres macroéconomiques a continué de peser sur la demande et sur l'activité. À cet égard, le processus de désendettement simultané des secteurs privé et public dans un grand nombre de pays avancés a joué un rôle prédominant. Les ménages ont en effet réduit leurs dettes afin de raffermir leurs positions financières à la perspective d'un avenir incertain. Ils ont par conséquent maintenu leur taux d'épargne à un niveau élevé et limité leurs dépenses. De leur côté, les banques ont également poursuivi le renforcement de leur situation financière, ce qui, dans certains pays, n'a pas été dénué de conséquences sur l'octroi de crédits au secteur privé. Enfin, bon nombre de pays ont poursuivi leur consolidation budgétaire. Compte tenu de la concomitance de cet assainissement dans la plupart des économies avancées, les sources de demande susceptibles d'en compenser l'incidence négative sur l'activité ont été peu actives à travers le monde.

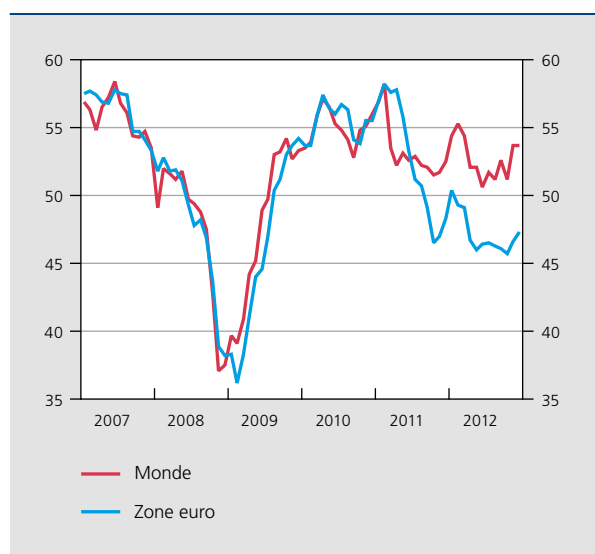
Dans l'ensemble, la croissance du PIB mondial a continué de s'essouffler en 2012, pour retomber à un niveau modéré de 3,2 %. Dans les pays avancés, elle est revenue à 1,3 % en moyenne, une décélération qui a été relativement généralisée, à l'exception notable des États-Unis

et du Japon. Plusieurs économies ont même replongé en récession. La perte de vitesse de l'économie mondiale en 2012 n'a pas non plus épargné les pays émergents. La progression de l'activité y a en effet graduellement été freinée par la dégradation de la situation économique extérieure, mais aussi, dans certains cas, par des facteurs domestiques. Bien que, dans leur ensemble, ces pays soient restés en tête de peloton en termes de croissance, l'infléchissement a plus durement touché certaines économies, notamment celles qui sont exportatrices de matières premières. Bien plus encore que l'activité économique, le commerce international a perdu de son allant durant l'année sous revue, son rythme d'expansion chutant de 5,9 à 2,8 %. Pour leur part, les prix des matières premières ont été très volatils au cours de l'année, reculant de 2,8 % en moyenne en dollars dans un contexte de ralentissement mondial. Les prix des matières premières industrielles – plus sensibles à la conjoncture – ont affiché la contraction la plus marquée, de 15,9 %, tandis que les prix des matières premières alimentaires et énergétiques ont diminué de respectivement 5 et 0,4 %, en dépit d'une hausse vive, mais temporaire, des prix durant les mois d'été due aux incertitudes entachant l'offre.

Aux États-Unis, la reprise progressive entamée en 2009 s'est poursuivie, le PIB s'inscrivant en croissance de 2,3 % en 2012. L'accélération par rapport à 2011 a en partie été imputable à un acquis de croissance considérable à la suite de la forte augmentation de l'activité à la fin de cette année-là. En 2012, l'expansion est demeurée modérée, la croissance trimestrielle moyenne s'établissant à 0,5 % sur les neuf premiers mois. La progression de l'activité a été alimentée par la demande intérieure et, surtout, par les dépenses de consommation des ménages et par les investissements des entreprises. De leur côté, les investissements en logements ont, pour la première fois depuis 2005, apporté une contribution positive. Celle-ci est cependant demeurée modeste en comparaison avec les cycles précédents, ce qui s'explique par l'attitude toujours prudente de nombre d'établissements financiers en matière d'octroi de nouveaux crédits hypothécaires, par la vive incertitude planant sur les perspectives économiques et par le stock encore élevé de logements saisis et de prêts hypothécaires accusant un retard de paiement important. La croissance a continué d'être soutenue par une politique monétaire très accommodante, qui a encore été assouplie en cours d'année. Par contre, la politique budgétaire a pesé sur la croissance, en raison non seulement de la restriction des dépenses publiques mais aussi des doutes quant à la « falaise budgétaire » (*fiscal cliff*). Il s'agit du resserrement budgétaire substantiel qui, conformément à la législation, aurait été mis en œuvre automatiquement au début de 2013, à la suite d'une majoration de différents impôts conjuguée à des baisses de dépenses publiques,

GRAPHIQUE 15 CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE

(indices de diffusion, données corrigées des variations saisonnières, indice PMI de la production dans l'industrie manufacturière et le secteur des services, données mensuelles)



Source : Markit Economics.

TABLEAU 2 PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES⁽¹⁾

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

	2010	2011	2012	p.m. 2011, part du PIB mondial ⁽¹⁾	p.m. 2012, contribution à la croissance du PIB mondial ⁽¹⁾
Pays avancés	3,0	1,6	1,3	51,1	0,7
dont:					
États-Unis	2,4	1,8	2,3	19,1	0,4
Japon	4,7	-0,6	2,0	5,6	0,1
Zone euro	2,0	1,4	-0,4	14,3	-0,1
Royaume-Uni	1,8	0,9	-0,3	2,9	0,0
Pays émergents	7,4	6,3	5,1	48,9	2,5
dont:					
Europe centrale et orientale	4,6	5,3	1,8	3,5	0,1
Asie émergente	9,5	8,0	6,6	25,0	1,7
dont:					
Chine	10,4	9,3	7,8	14,3	1,1
Amérique latine et Caraïbes	6,2	4,5	3,0	8,7	0,3
Monde	5,1	3,9	3,2	100,0	3,2
Monde hors zone euro	5,6	4,3	3,8	85,7	3,3
p.m. Commerce mondial ⁽²⁾	12,6	5,9	2,8		

Sources: CE, FMI.

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

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

faute d'un accord entre l'Administration Obama et le Congrès. Sur la base des chiffres du Congressional Budget Office, organe indépendant, la BCE a estimé l'ampleur de la « falaise budgétaire » à près de 700 milliards de dollars des États-Unis (4,1 % du PIB) pour l'année civile 2013. Finalement, un accord partiel a été approuvé le jour du nouvel an. Il a principalement consisté en une prorogation, pour la majorité des classes de revenus, des baisses de taux d'imposition qui avaient été introduites en 2001 et en 2003. Au total, cet accord permettrait de comprimer d'environ deux tiers l'ampleur de la « falaise budgétaire ». L'échéance pour aboutir à un accord sur la réduction de certaines dépenses a été reportée de deux mois, jusqu'au 1^{er} mars 2013. Pour sa part, le marché du travail américain ne s'est rétabli que graduellement, de sorte que sa situation est restée précaire, avec un taux de chômage élevé et un grand nombre de chômeurs de longue durée.

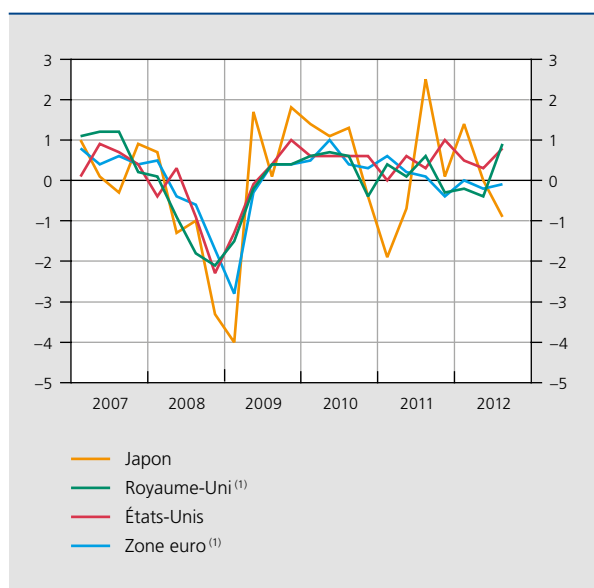
Après avoir affiché une légère reprise les deux années précédentes, le **Royaume-Uni** a enregistré une croissance négative de 0,3 % en 2012. Le recul, amorcé à la fin de 2011, s'est prolongé tout au long du premier semestre de 2012. Au troisième trimestre, l'économie s'est toutefois inscrite

en forte croissance, soutenue par quelques facteurs non récurrents, parmi lesquels le surcroît d'activité engendré par les Jeux olympiques de Londres. La croissance négative observée pour l'année sous revue a été le résultat, d'une part, d'une contribution extrêmement négative des exportations nettes, sous l'effet d'une stabilisation des exportations et d'une hausse des importations, et, d'autre part, d'une expansion très modérée de la demande intérieure, imputable, en grande partie, à la faiblesse des dépenses de consommation finale des ménages. Il faut y voir la conséquence de la modeste augmentation du revenu disponible réel des ménages, due, notamment, à la poursuite de la consolidation budgétaire et à l'inflation élevée au premier semestre de l'année, et de leur désendettement constant. En outre, la croissance de la demande intérieure a également été freinée par la contribution nettement négative de la formation des stocks et par la vive diminution des investissements publics.

Au **Japon**, l'économie, après s'être contractée de 0,6 % en 2011, a affiché une croissance de 2 % en 2012, une évolution étroitement liée à la reconstruction consécutive au tremblement de terre et au tsunami qui avaient frappé

GRAPHIQUE 16 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES

(données corrigées des variations saisonnières, pourcentages de variation du PIB en volume par rapport au trimestre précédent)



Sources: CE, BEA, ESRI.

(1) Données également corrigées des effets de calendrier.

le pays en mars 2011. Après que la reprise s'était maintenue au premier trimestre de l'année sous revue, l'activité a toutefois à nouveau fléchi à la suite du ralentissement de la demande extérieure et du moindre dynamisme de la demande intérieure, imputables, notamment, à l'extinction des subsides publics pour l'achat d'automobiles et à la décélération des dépenses de reconstruction. Au cours de l'année sous revue, la croissance de l'activité économique a été principalement soutenue par les investissements et les dépenses de consommation. Les exportations nettes ont apporté une contribution très négative à la croissance, en raison de la très faible augmentation des exportations, une conséquence de la vigueur du yen et de la progression moins rapide de la demande extérieure, associée à une forte hausse des importations, principalement des matières premières énergétiques.

En **Chine**, le repli de la croissance en cours depuis 2010 s'est poursuivi en 2012, le rythme d'expansion du PIB revenant, sur une base annuelle, à 7,8%, soit le taux le plus bas depuis 1999. Des signes de reprise se sont néanmoins fait jour vers la fin de l'année. Cette décélération s'explique surtout par une croissance des exportations plus faible, mais également par un ralentissement de la demande intérieure, notamment des investissements, à la suite des politiques restrictives mises en œuvre en 2010 et en 2011. L'objectif de ces dernières était en effet de

corriger les effets des importantes mesures de relance prises à l'issue de la crise financière de 2008. Bien que celles-ci aient permis à la Chine de se prémunir contre la crise économique mondiale, elles ont en même temps suscité des risques de surchauffe et fait peser des risques sur la stabilité financière, liés notamment au secteur immobilier.

Pour les pays d'**Europe centrale et orientale** membres de l'UE, les effets du ralentissement dans la zone euro se sont particulièrement fait ressentir en 2012. Ils se sont propagés au travers de différents canaux, amplifiés par la proximité géographique. D'une part, les secteurs d'exportation de ces pays ont été touchés; d'autre part, les flux de capitaux en provenance de la zone euro se sont tassés.

Politiques monétaire et budgétaire quelque peu assouplies

À mesure que l'essoufflement de l'activité et de la demande devenait patent, les politiques macroéconomiques ont pris une orientation plus accommodante à travers le monde. L'intensité de cet assouplissement a toutefois été modulée entre les politiques monétaire et budgétaire, en fonction des marges de manœuvre dont disposaient les différentes économies.

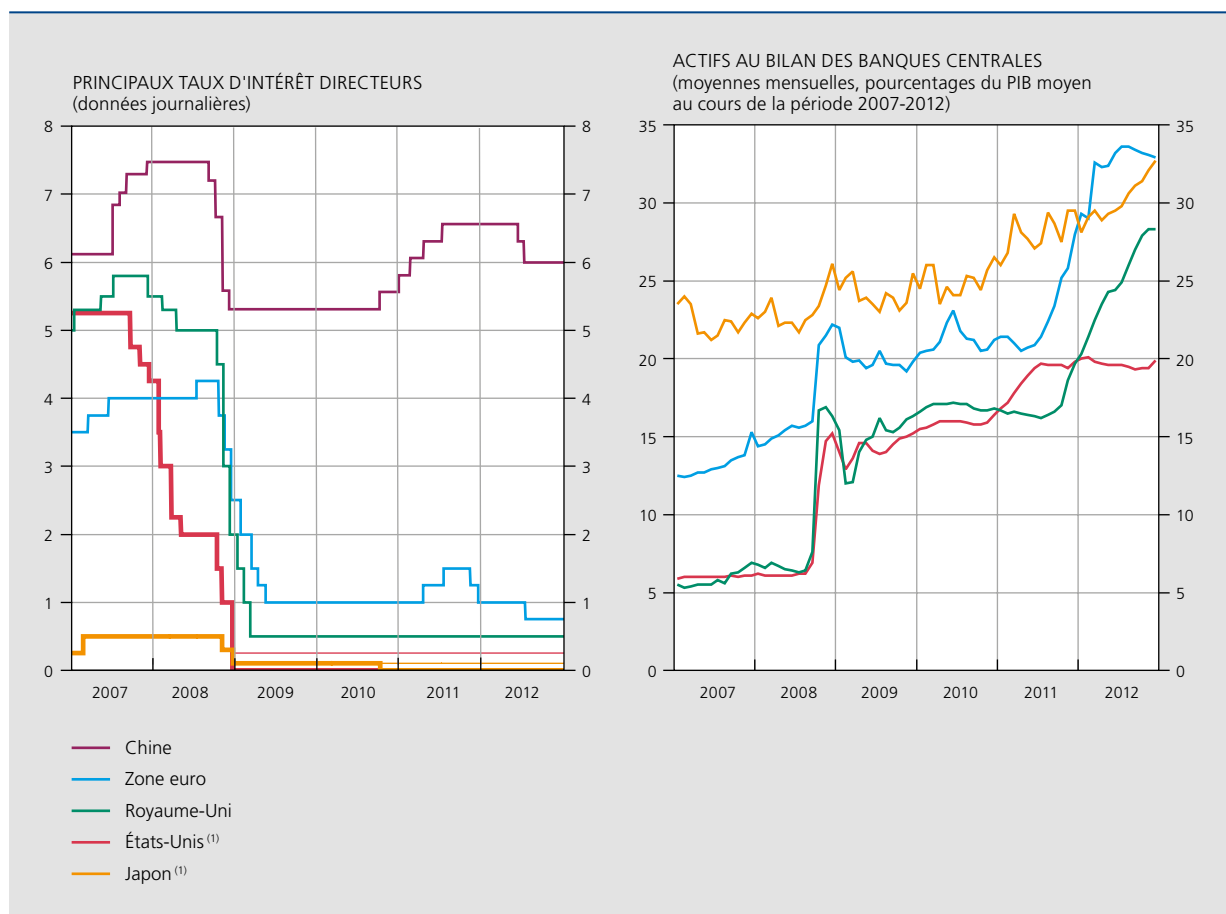
Dans les pays avancés, l'assouplissement de la politique monétaire s'est poursuivi grâce, surtout, à de nouvelles mesures non conventionnelles. Hors zone euro, celles-ci ont principalement visé à soutenir l'activité économique, en particulier par le biais de nouveaux achats importants de titres. Aux États-Unis, le Federal Open Market Committee (FOMC) a d'abord décidé, à l'issue de sa réunion de juin, de proroger jusqu'à la fin de l'année le programme destiné à allonger la durée moyenne du portefeuille d'emprunts publics de la Réserve fédérale, dit « Operation Twist ». En outre, après sa session de septembre, le FOMC a annoncé un nouveau programme prévoyant des achats mensuels supplémentaires, à hauteur de 40 milliards de dollars des États-Unis, de titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales. Enfin, en décembre, il a annoncé des achats mensuels supplémentaires, pour 45 milliards de dollars des États-Unis, de titres publics à long terme à partir de janvier 2013. La Banque du Japon a quant à elle porté en cinq étapes le volume de son programme d'achat de titres à un total de 101 000 milliards de yens, soit 21,3% du PIB. De son côté, la Banque d'Angleterre a étendu en deux phases son programme d'achat d'actifs à 375 milliards de livres sterling, soit 24,2% du PIB. Les mesures non conventionnelles ont aussi pris la forme de programmes visant à soutenir l'octroi de crédits au secteur privé. Ainsi, la Banque d'Angleterre a lancé,

en concertation avec le Trésor, un Funding for Lending scheme: ce programme offre aux institutions financières un financement à des conditions favorables pour une durée maximale de quatre ans, en vue de stimuler leurs octrois de crédits aux ménages et aux sociétés non financières au Royaume-Uni. Au Japon, la banque centrale a accru l'ampleur de son programme encourageant l'octroi de crédits aux entreprises par les établissements financiers et l'a étendu à des prêts en dollars des États-Unis. Sous l'effet de ces mesures, le bilan des principales banques centrales s'est encore élargi. Une autre forme importante d'intervention non conventionnelle a consisté, pour les banques centrales, à adapter leur stratégie de communication. La Réserve fédérale a ainsi eu recours à la stratégie de *forward guidance*, en donnant une indication sur l'évolution future de son taux directeur, de manière à ancrer les attentes de taux d'intérêt: la période pendant laquelle le taux directeur resterait à son niveau très bas a été prolongée en cours d'année, en deux étapes, jusqu'à la mi-2015 au moins. Après sa réunion de décembre, le FOMC a

modifié sa stratégie de *forward guidance* en liant la période pendant laquelle le taux directeur resterait au niveau très bas en vigueur depuis quatre ans à l'évolution du taux de chômage et de l'inflation. Il a aussi appliqué le *forward guidance* à sa politique d'achats de titres, en s'engageant à acquérir des titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales et des titres publics à long terme, et ce aussi longtemps que la situation sur le marché du travail ne se serait pas améliorée substantiellement.

La plupart des banques centrales des pays émergents ont également assoupli leur politique ou ont reporté le resserrement qui en était prévu. En Chine, alors que les pressions inflationnistes s'atténaient, la banque centrale a ramené en deux étapes le taux des prêts à un an à 6 % et celui des dépôts à un an à 3 %. Par ailleurs, elle a ajusté sa politique de liquidité en abaissant le plancher des taux de crédit ainsi que le ratio des réserves obligatoires. Dans un contexte de ralentissement de l'activité et avec une marge de manœuvre budgétaire généralement étroite,

GRAPHIQUE 17 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS ET ACTIFS AU BILAN DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES

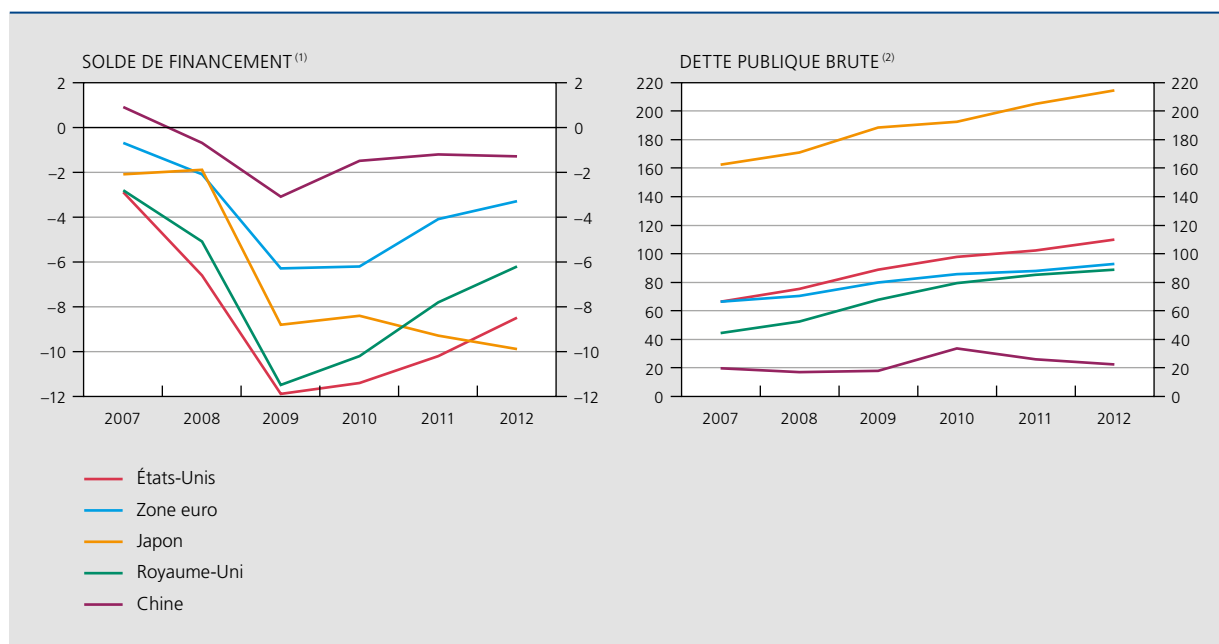


Sources : FMI, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Banque populaire de Chine, Réserve fédérale, BCE.

(1) Pour les taux directeurs, le trait est dédoublé lorsque la banque centrale s'est donné pour objectif une fourchette, le dessus de celle-ci étant indiqué par une ligne plus fine de même couleur.

GRAPHIQUE 18 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, conformément aux règles fixées pour la procédure concernant les déficits publics excessifs (EDP), y compris les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, tels les contrats d'échange (swaps).

(2) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, il s'agit de l'endettement brut consolidé, c'est-à-dire déduction faite des dettes qui ont pour contrepartie des actifs au sein même du secteur des administrations publiques.

plusieurs banques centrales de pays d'Europe centrale et orientale ont également assoupli leurs politiques monétaires.

Tout comme cela avait été le cas en 2011, la politique budgétaire des pays avancés a plutôt été axée sur la poursuite de l'assainissement des finances publiques. Les déficits budgétaires ont continué de se réduire en 2012, à l'exception notable du Japon, où les comptes des administrations publiques ont subi pour la deuxième année consécutive les effets à la fois des efforts de reconstruction à la suite du tsunami de mars 2011 et des mesures de relance plus générales. Aux États-Unis, l'impasse budgétaire s'est à nouveau resserrée, tout en demeurant à un niveau relativement élevé. L'évolution future des finances publiques américaines et son incidence potentielle sur la conjoncture ont été suivies très attentivement tout au long de l'année, dans l'attente

d'une solution pour la « falaise budgétaire » ; celle-ci n'a finalement été trouvée, en partie sur une base provisoire, qu'à la fin de l'année. De plus, les autorités américaines doivent toujours conclure un plan crédible garantissant la soutenabilité à moyen terme des finances publiques du pays. Au Royaume-Uni, le gouvernement a poursuivi le plan de consolidation budgétaire à moyen terme présenté en 2010, nonobstant le ralentissement conjoncturel.

Dans les pays émergents, l'état des finances publiques est en général plus favorable, mais la consolidation budgétaire amorcée en 2010 a été interrompue par l'essoufflement inattendu de la croissance. La situation diffère toutefois entre les principaux pays. En Chine, où le déficit public est resté globalement stable, passant de 1,2 % du PIB en 2011 à 1,3 % en 2012, le gouvernement a annoncé le financement de nouvelles mesures d'investissement dans des projets d'infrastructure.