

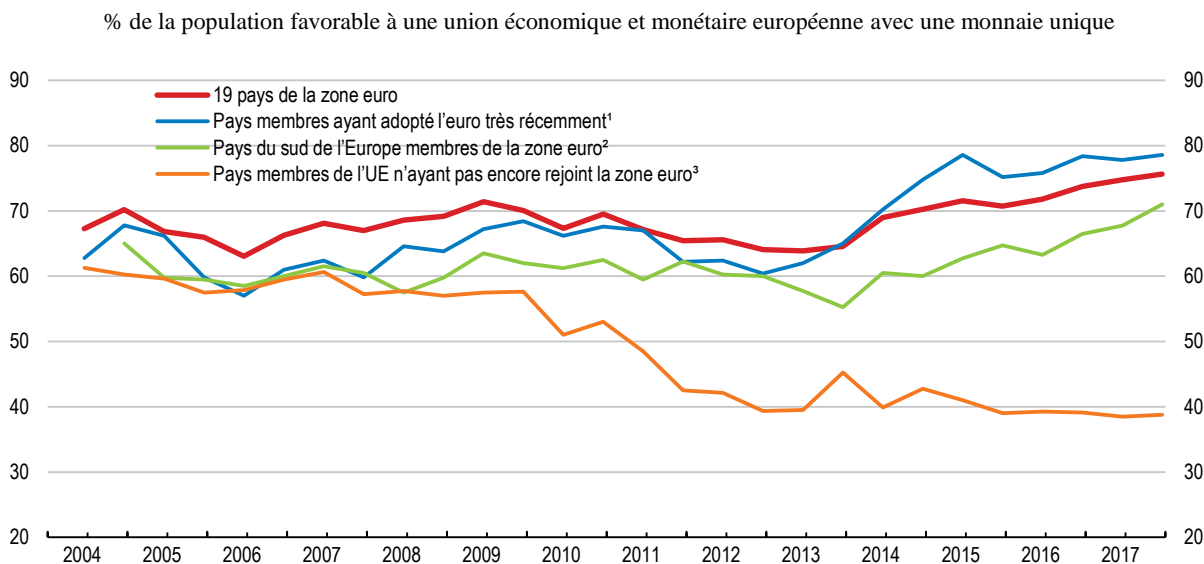
## Principaux éclairages sur l'action publique

- *Évolution macroéconomique récente et perspectives à court terme*
- *Résoudre les prêts non productifs afin de faciliter davantage la transmission financière.*
- *Améliorer le cadre budgétaire fiscal européen*
- *Politiques visant à renforcer la résilience de la zone euro*

## La zone euro est confrontée à des défis

Après plusieurs années de crise, une dynamique économique positive s'est imposée depuis quelque temps dans la zone euro, à la faveur d'une politique monétaire très accommodante, d'une politique budgétaire modérément expansionniste, de réformes structurelles réussies et d'une reprise de l'économie mondiale. La croissance s'est poursuivie à un rythme solide en 2017, s'étendant entre les pays et les secteurs et contribuant à faire baisser le chômage. L'amélioration de la situation économique se reflète dans l'augmentation de la confiance populaire à l'égard de l'union monétaire. Après avoir diminué dans le sillage de la crise financière, le soutien à la monnaie commune a repris de la vigueur et atteint désormais des sommets inédits dans la zone euro, tout en restant stable dans les pays n'ayant pas encore adopté la monnaie unique (graphique 1). L'Union économique et monétaire jouit d'un large soutien dans tous les pays de la zone euro, et dans tous les pays de l'UE (sauf en Grèce et au Royaume-Uni), les citoyens sont majoritairement optimistes quant à l'avenir de l'Union européenne (Commission européenne, 2017a).

**Graphique 1. L'adhésion à l'euro dans les pays ayant adopté la monnaie unique augmente**



1. Moyenne non pondérée de l'Estonie, de la Lettonie, de la Lituanie, de la République slovaque et de la Slovénie.

2. Moyenne non pondérée des pays suivants : Espagne, Grèce, Italie et Portugal.

3. Moyenne non pondérée des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Danemark, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Suède.

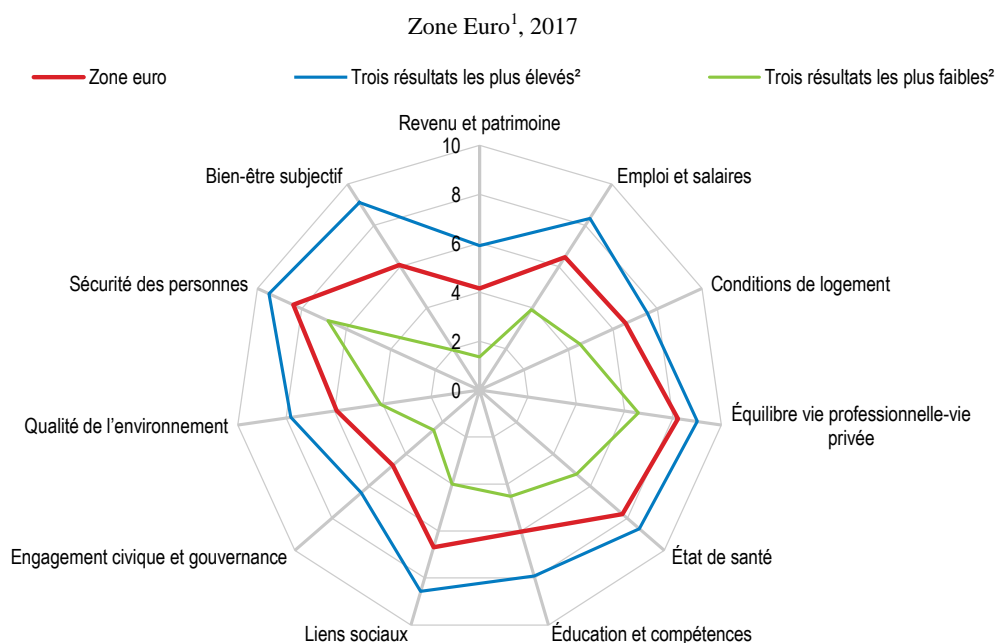
Source : Commission européenne, Enquêtes Eurobaromètre standard.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746615>

Toutefois, l'héritage de la crise a laissé des traces et pèse encore aujourd'hui sur le bien-être des citoyens de la zone euro. Les plus fortes disparités enregistrées entre les pays concernent le bien-être subjectif, les revenus et le patrimoine et la situation du marché du travail, autrement dit les dimensions qui se sont détériorées pendant la crise (graphique 2). Dans certains pays, la crise a eu pour effet de creuser les inégalités de revenu et fait naître un sentiment d'aggravation des divisions, ce qui montre bien

l'importance de politiques publiques propres à favoriser l'inclusivité et l'égalité. Pour accroître le bien-être, il faut non seulement que la croissance économique et les créations d'emplois se poursuivent, mais il faut aussi mettre en œuvre des politiques incarnant la fiabilité et l'équité indispensables au rétablissement de la confiance dans les institutions publiques (OCDE, 2017a).

**Graphique 2. Les disparités relatives à certains résultats en termes de bien-être restent fortes**



1. Pays membres de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays). Chaque dimension du bien-être est mesurée à l'aide d'un à trois indicateurs entrant dans la composition de l'Indicateur du vivre mieux de l'OCDE. Ces indicateurs sont assortis de coefficients de pondération égaux, et normalisés de telle sorte qu'ils varient sur une échelle de 0 à 10 (allant du pire au meilleur résultat possible), à l'aide de la formule suivante :  $(\text{valeur de l'indicateur} - \text{valeur minimum}) / (\text{valeur maximum} - \text{valeur minimum}) \times 10$ .

2. Moyenne simple des résultats obtenus par les pays occupant respectivement les premiers rangs et les derniers rangs du classement des pays de la zone euro.

Source : Indicateur du vivre mieux de l'OCDE, <http://www.oecdbetterlifeindex.org/fr/>.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746634>

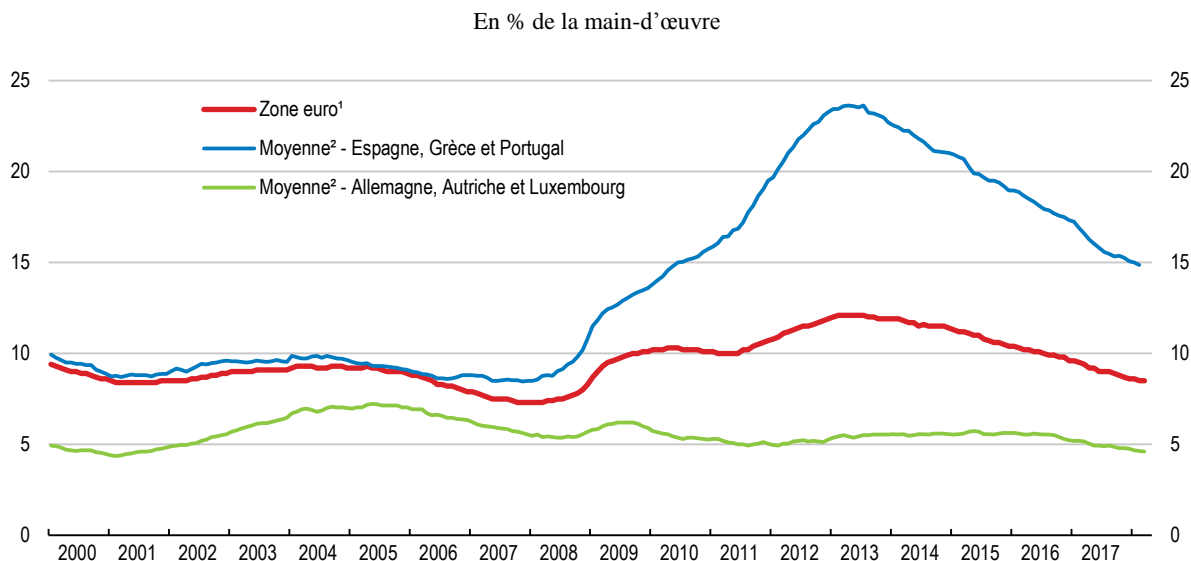
Le chômage diminue depuis ces dernières années, mais reste élevé dans certains pays (graphique 3). Les indicateurs généraux du volant de ressources de main-d'œuvre inutilisées montrent qu'il s'agit là d'une vulnérabilité persistante qui constitue une menace pour le bien-être des travailleurs : nombre d'entre eux souhaiteraient travailler davantage ou n'ont plus que des liens ténus avec le marché du travail (graphique 4). En dépit de l'expansion économique en cours et de l'orientation accommodante de la politique monétaire, les salaires nominaux ne sont pas repartis à la hausse de manière notable et du fait de l'augmentation de l'inflation globale en 2017, la progression des salaires réels a été limitée. De plus, l'amélioration moyenne globale des revenus disponibles réels ne s'est pas faite de manière inclusive : en effet, la croissance a été plus rapide pour les revenus les plus élevés et l'amélioration a été modeste dans le bas de l'échelle, si bien que globalement, les inégalités de revenu n'ont pas diminué (OCDE, 2017b). L'investissement redémarre dans de nombreux pays de la zone euro, mais du fait de l'historique de

faiblesse des performances, en particulier dans les pays les plus durement touchés par la crise, le niveau agrégé de l'investissement dans la zone euro est inférieur à celui de 2017 et selon les prévisions les plus récentes de l'OCDE, l'investissement ne devrait pas retrouver ses niveaux d'avant la crise avant 2019. Cette faiblesse réduit le potentiel de croissance futur et contribue aux excédents courants observés dans la zone euro.

Dans de nombreux pays, la politique budgétaire reste excessivement procyclique et insuffisamment coordonnée au niveau de la zone. Il est nécessaire de réformer le cadre budgétaire européen pour inciter les pays à améliorer leur situation budgétaire lorsque la conjoncture est favorable et renforcer leur convergence vers un niveau de dette viable, comme indiqué plus bas.

Les importantes réformes institutionnelles concernant l'union bancaire et l'union des marchés des capitaux, ainsi que leur application aux questions de surveillance et de résolution, ont permis d'améliorer encore la résilience du système financier de la zone euro. Toutefois, le lien potentiellement risqué qui existe entre les banques et leurs emprunteurs souverains persiste, limitant les flux financiers transfrontaliers et la transformation de l'épargne privée en investissement, ce qui fait peser une menace potentielle sur la stabilité économique. De nouvelles mesures permettant d'établir un équilibre entre la réduction et le partage des risques, à titre d'éléments de renforcement, s'imposent ; elles devront être compatibles avec le retrait progressif des mesures non conventionnelles de politique monétaire et avec une poursuite de la normalisation des taux directeurs.

**Graphique 3. Le chômage reste élevé dans de nombreux pays**



1. 19 pays de la zone euro

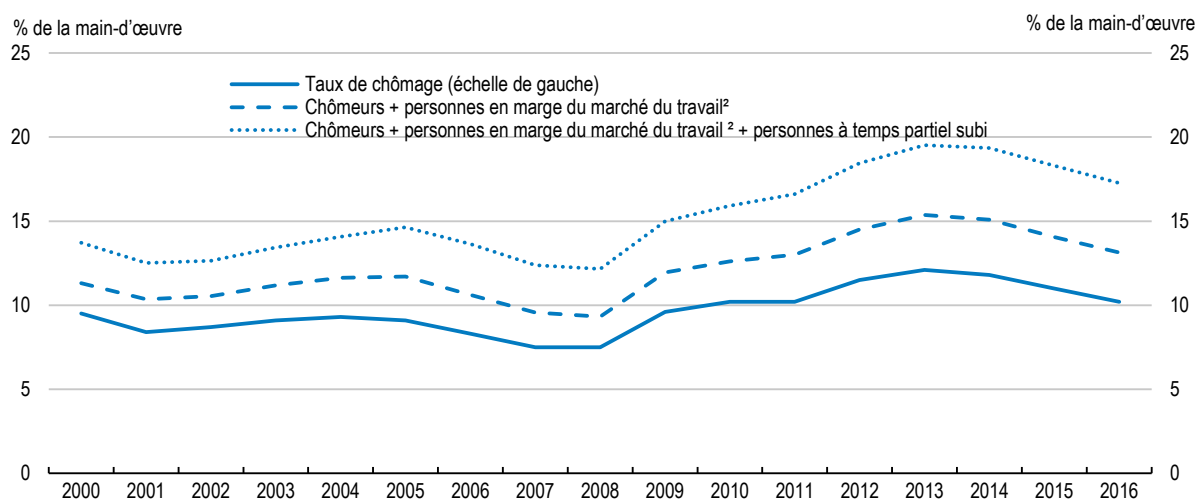
2. Moyenne non pondérée.

Source : Eurostat (2018), « Emploi et chômage (Enquête sur les forces de travail) », base de données Eurostat.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746653>

**Graphique 4. Les indicateurs généraux des ressources de main-d'œuvre inutilisées témoignent de la vulnérabilité persistante des travailleurs<sup>1</sup>**

Zone Euro<sup>1</sup>, 15-64 ans



1. Pays membres de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE, hors Slovaquie pour laquelle on ne dispose pas de données sur les personnes en marge du marché du travail.

2. Personnes qui ne sont ni en emploi, ni activement à la recherche d'un emploi, mais qui souhaitent travailler et qui sont prêtes à prendre en emploi pendant la semaine de référence de l'enquête. En outre, le cas échéant, ces personnes sont à la recherche d'un emploi depuis les 12 derniers mois.

Source : OCDE (2018), *Statistiques de l'emploi de l'OCDE*, et *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (bases de données).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746672>

Le contexte favorable suscité par l'affermissement de l'expansion économique devrait être mis à profit pour corriger les lacunes qui subsistent dans la conception et le fonctionnement de l'Union économique et monétaire (UEM), notamment en s'inspirant du Rapport des cinq présidents (Juncker et al., 2015). Dans ce contexte, les principaux messages à retenir de *l'Étude économique 2018* de la zone euro sont les suivants :

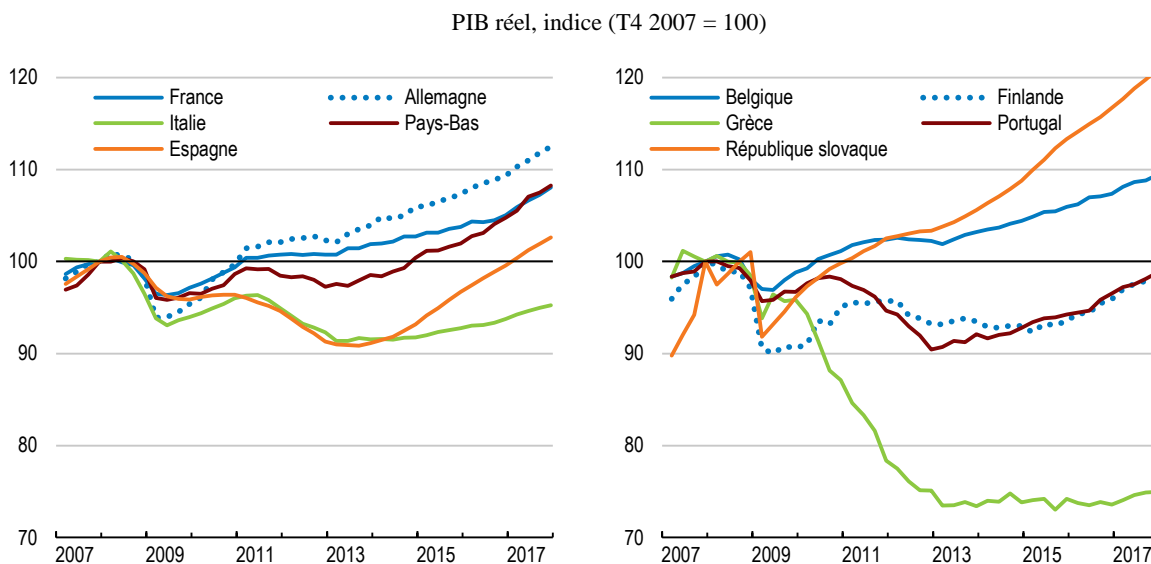
- L'inflation étant toujours bien en deçà de l'objectif, la politique monétaire devrait rester accommodante, mais devra être progressivement normalisée à mesure que l'expansion économique se poursuivra et que les tensions inflationnistes se préciseront. Le processus de normalisation pourrait être lissé grâce à un renforcement des indications prospectives.
- De la même façon, si l'expansion se poursuit, les pouvoirs publics devraient veiller à améliorer considérablement leur situation budgétaire pour permettre une réduction progressive des ratios dette/PIB, qui sont élevés, ce qui réduirait le risque d'adoption d'orientations budgétaires procycliques en période de conjoncture défavorable.
- Renforcer la résilience de la zone euro et protéger ses citoyens en cas de chocs économiques de grande ampleur nécessitent des réformes ambitieuses avec la création d'une fonction commune de stabilisation budgétaire, qui pourrait prendre la forme d'un mécanisme commun de réassurance chômage.

- Les mécanismes de marché devraient également jouer un rôle dans l'amélioration de la résilience de la zone euro grâce au renforcement des flux financiers privés transfrontaliers qui serait rendu possible par des avancées déterminantes sur le plan de l'union des marchés des capitaux et par le renforcement du système bancaire attribuable au parachèvement de l'union bancaire.

## La reprise se poursuit

L'économie de la zone euro enregistre une croissance forte (graphique 5) et celle-ci s'étend entre les secteurs et entre les pays, alimentée principalement par la demande intérieure (graphique 6, partie A). L'embellie constatée sur les marchés du travail et les conditions de financement très favorables continuent de stimuler les revenus et, conjuguées à un redressement de la confiance des consommateurs (graphique 6, partie B), la consommation privée, en dépit de la hausse médiocre des salaires réels. L'investissement soutient davantage la reprise et il augmente vigoureusement dans la plupart des pays (graphique 6, partie C). La croissance de l'investissement privé a été portée par le très bon moral des entreprises, l'augmentation des bénéfices et des conditions financières accommodantes. L'investissement public, en revanche, reste en demi-teinte (graphique 7). Les exportations ont continué à se redresser, à la faveur de l'amélioration des perspectives économiques en Europe et du rebond des échanges mondiaux. Les indicateurs de la confiance des entreprises et des consommateurs restent élevés, signe qu'une croissance solide est en vue et que les entreprises commencent à faire face à des contraintes d'équipement et de capacité dans certains secteurs et dans certains pays (graphique 6, partie D).

**Graphique 5. La reprise se poursuit et se généralise**



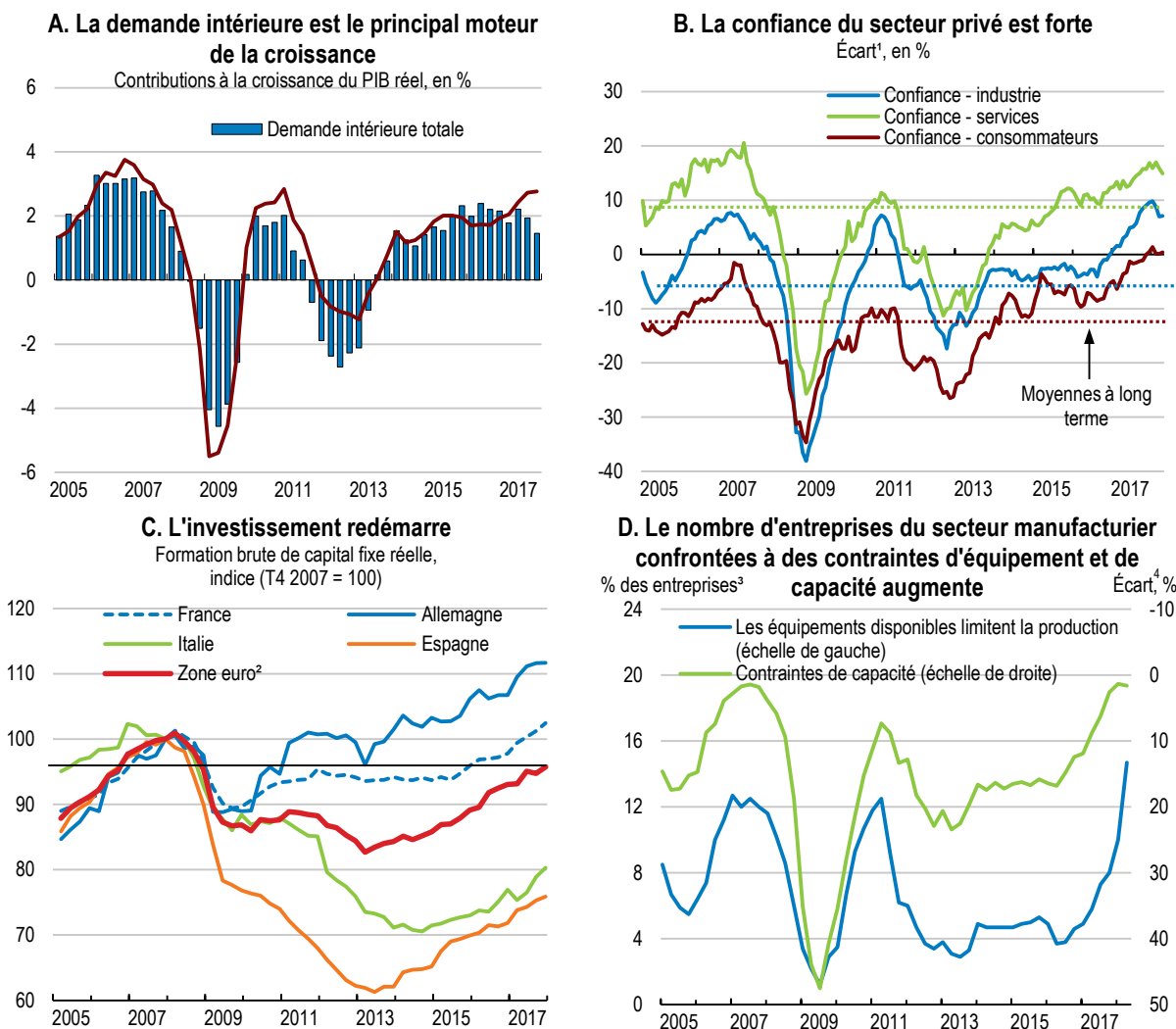
Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746691>

Les conditions continuent de s'améliorer sur le marché du travail. Les taux d'emploi et d'activité sont désormais supérieurs à leurs niveaux d'avant-crise dans de nombreux pays

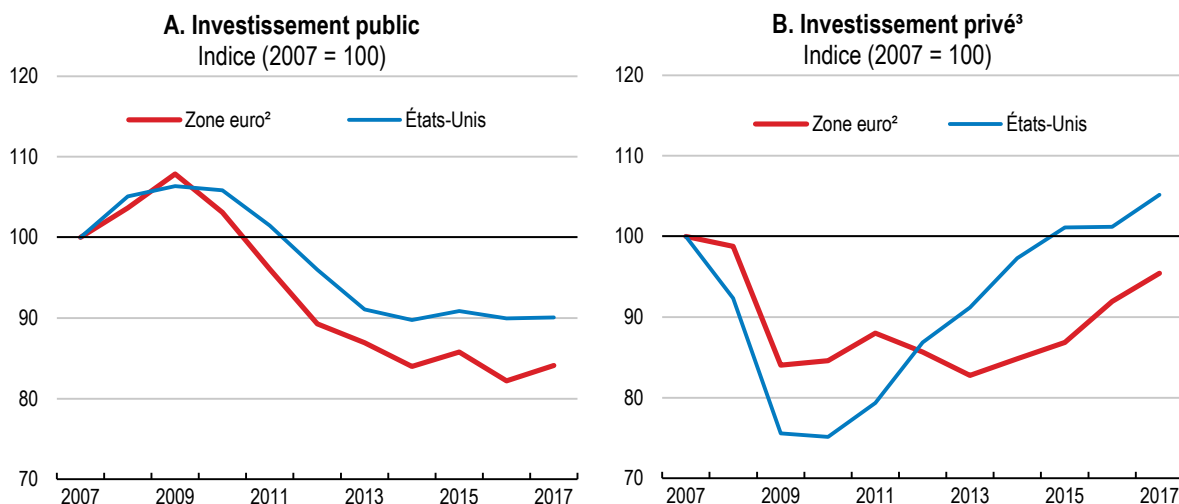
(graphique 8), grâce aux réformes qui ont accru les mesures d'activation, augmenté la création d'emploi, renforcé la flexibilité et réduit les obstacles à l'activité féminine. Le taux de chômage poursuit son recul. Dans la zone euro, le taux de chômage moyen était de 8.5 % en avril. Toutefois, des différences notables persistent d'un pays à l'autre (graphique 9, partie A) et dans la plupart des pays de la zone euro, le taux de chômage n'est pas encore revenu à son niveau d'avant la crise.

**Graphique 6. La reprise généralisée devrait soutenir l'investissement dans la zone euro**



1. Différence entre le pourcentage de personnes interrogées ayant donné une réponse positive et le pourcentage de personnes ayant donné une réponse négative.
  2. Pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays).
  3. Pourcentage d'entreprises indiquant que leur activité est limitée par un manque d'espace ou d'équipement.
  4. Différence entre le pourcentage de personnes interrogées estimant que leur capacité de production actuelle est plus que suffisante et le pourcentage de personnes qui l'estiment insuffisante, échelle inversée.
- Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données) ; Commission européenne (2018), « Enquêtes de conjoncture » (*Business and Consumer Surveys*, base de données), Bruxelles.

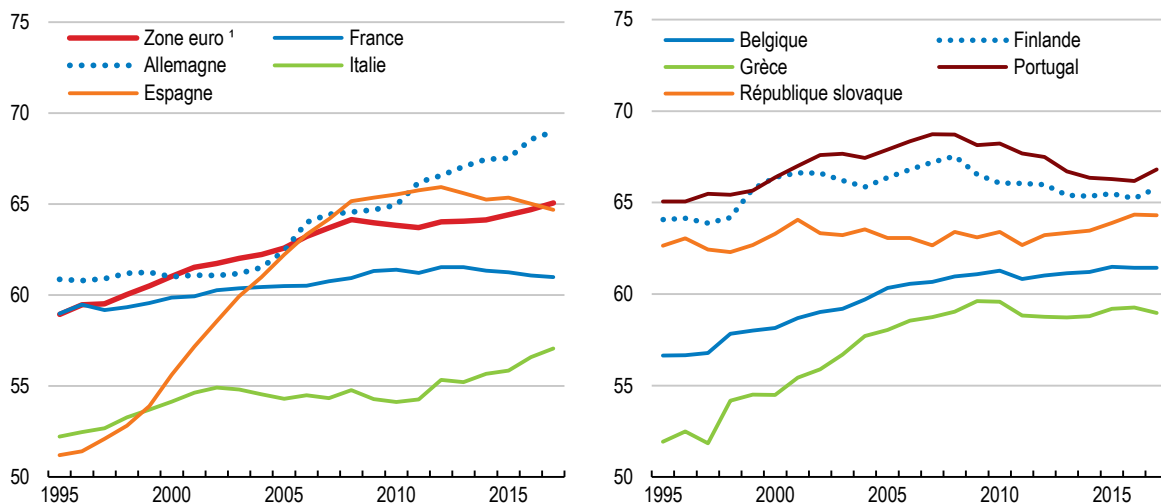
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746710>

**Graphique 7. L'investissement privé repart à la hausse, mais l'investissement public reste modeste**En Volume<sup>1</sup>

1. Corrigées du déflateur du PIB.
  2. Pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays).
  3. L'investissement privé est calculé à partir de la formation brute de capital fixe de l'économie totale après déduction de la formation de capital fixe des administrations publiques (compte d'affectation).
- Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746729>**Graphique 8. Les taux d'activité ont progressé dans de nombreux pays**

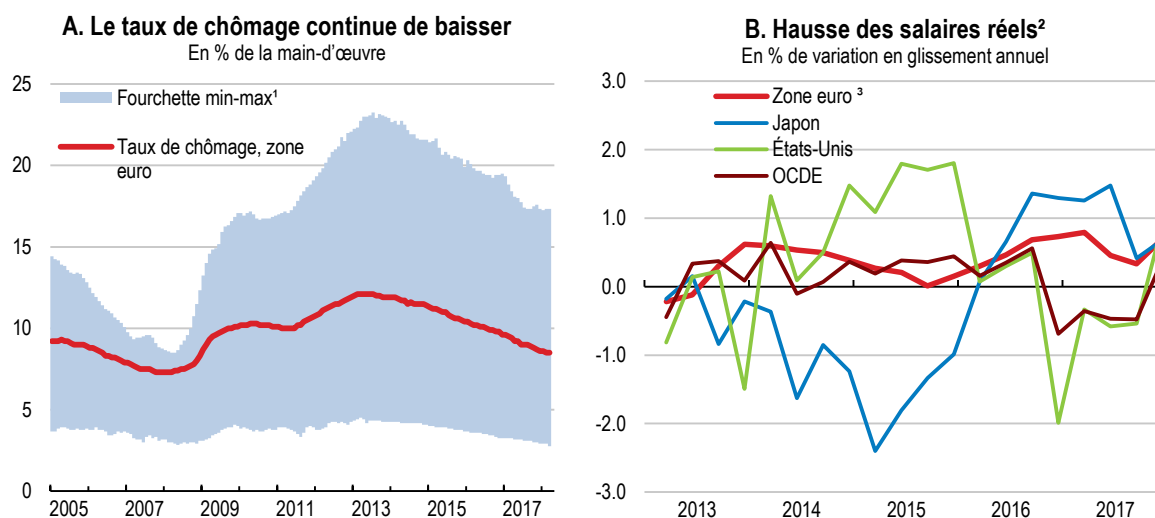
Main-d'œuvre en pourcentage de la population âgée de 15 à 74 ans



1. Moyenne non pondérée des pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays) et de la Lituanie.
- Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746748>



**Graphique 9. Le marché du travail se resserre, mais les tensions salariales restent limitées**

1. Pour chacune des observations mensuelles, écart entre le taux minimum et le taux maximum de chômage observé parmi les 19 pays de la zone euro.
2. Les salaires réels correspondent à la rémunération par salarié corrigée du déflateur du PIB.
3. Pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays).

Source : Eurostat (2018), « Emploi et chômage (Enquête sur les forces de travail », base de données Eurostat ; OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

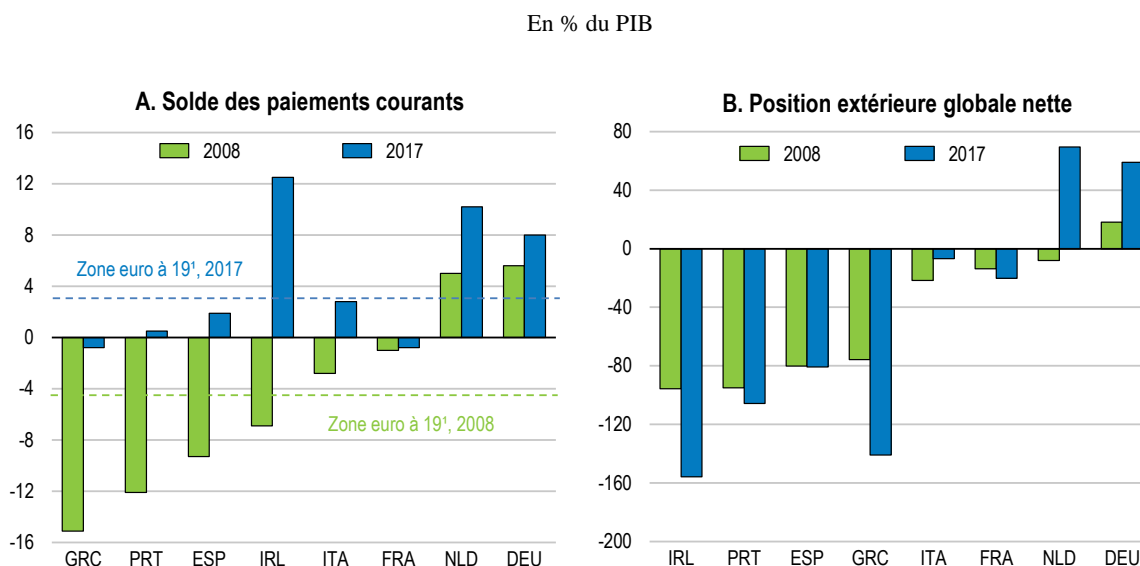
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746767>

L'amélioration des conditions prévalant sur le marché du travail n'a pas fait apparaître de tensions salariales : la croissance des salaires dans la zone euro n'a que très peu augmenté (graphique 9, partie B). Un certain nombre de facteurs pèsent sur la croissance des salaires parmi lesquels l'existence d'une importante marge de main-d'œuvre sous-utilisée et la faible croissance de la productivité ces dernières années. La part des travailleurs à temps partiel subi et celle des chômeurs découragés dans la population active restent élevées et elles ne diminuent que lentement (OCDE, 2017c), ce qui donne à penser qu'il y a probablement davantage de ressources inutilisées sur le marché du travail que ne l'indique le taux de chômage. Ces dernières années, la hausse des salaires a également été freinée par la proportion grandissante d'emplois à temps partiel, la hausse du taux d'activité féminine et l'augmentation de l'emploi dans les secteurs de services à bas salaires (OCDE, 2018 ; Broadbent, 2015 ; Daly et Hobijn, 2017).

Dans la zone euro, les déséquilibres se sont atténués depuis la crise financière de manière asymétrique, étant donné que les ajustements ont principalement eu lieu dans les pays ayant des engagements extérieurs nets plus élevés. Dans les pays débiteurs nets ayant enregistré des déficits courants importants et persistants avant la crise, par exemple le Portugal et l'Espagne, on a observé d'importants ajustements de la balance courante et une certaine correction des avoirs extérieurs nets (graphique 10), ce qui s'explique par un rythme de croissance plus modéré de la demande intérieure et par une économie plus compétitive. Toutefois, des réformes supplémentaires sont nécessaires pour faciliter le retour à niveau plus tenable de la position extérieure globale nette de certains pays. Dans le même temps, l'Allemagne et les Pays-Bas ont continué d'afficher d'amples excédents extérieurs, malgré l'appréciation de l'euro. Du fait de l'ampleur de ces excédents extérieurs, l'excédent courant moyen de la zone euro a atteint 3.8 % du PIB en 2017, et

d'après les prévisions, les excédents courants devraient rester élevés en 2018 et 2019. Des réformes visant à lever les obstacles à l'entrée dans les services, une augmentation des dépenses dans les infrastructures publiques et une progression salariale plus dynamique contribueraient à réduire le large excédent courant en Allemagne, tandis qu'aux Pays-Bas, une augmentation des dépenses publiques de R-D pourrait avoir le même résultat.

**Graphique 10. L'excédent courant de la zone euro reste élevé, malgré un léger repli**



1. Moyenne non pondérée.

Source : Eurostat (2018), « Statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale (BPM6) », base de données Eurostat.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746786>

Selon les prévisions, la croissance du PIB devrait en moyenne être proche de 2 % par an dans l'UE pour la période 2018-19, sur fond de politiques macroéconomiques accommodantes et de reprise conjoncturelle de l'économie mondiale (tableau 1). Toutes les économies de la zone euro affichent des taux de croissance positifs, mais elles n'en sont pas au même point du cycle (tableau 2). La hausse du taux d'emploi devrait doper les revenus et stimuler la consommation privée, étant donné que les salaires devraient progresser plus vite que par le passé. Le niveau élevé de la confiance dans les entreprises, l'augmentation de leur rentabilité et une demande mondiale encourageante devraient continuer à soutenir l'investissement. Malgré la hausse modeste des exportations, la balance courante à l'échelle de la zone euro restera nettement excédentaire, étant donné le maintien attendu d'un ample excédent en Allemagne et aux Pays-Bas. L'inflation se renforcera graduellement sur fond de hausse des cours du pétrole, de résorption de la marge de ressources inutilisées dans l'économie et de progression plus forte des salaires.

**Tableau 1. Indicateurs et prévisions macroéconomiques**Zone euro<sup>1</sup>, variation annuelle en pourcentage, volumes aux prix de 2015

	Projections				
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
Consommation privée	1.7	1.9	1.7	1.4	1.5
Consommation publique	1.3	1.8	1.2	1.3	1.3
Formation brute de capital fixe	3.0	4.5	3.2	4.2	4.1
Demande intérieure finale	1.9	2.4	1.9	2.0	2.0
Formation de stocks <sup>2</sup>	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Demande intérieure totale	1.9	2.3	2.0	2.0	2.0
Exportations de biens et services	6.2	3.3	5.4	4.7	4.4
Importations de biens et services	6.5	4.8	4.5	4.5	4.6
Exportations nettes <sup>2</sup>	0.1	-0.5	0.6	0.3	0.1
<b>Autres indicateurs (taux de croissance, sauf indication contraire)</b>					
PIB potentiel	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
Écart de production <sup>3</sup>	-2.5	-2.1	-0.7	0.2	0.9
Emploi	1.1	1.7	1.5	1.4	1.1
Taux de chômage	10.9	10.0	9.1	8.3	7.8
Indice implicite des prix du PIB	1.4	0.8	1.1	1.5	1.8
Indice des prix à la consommation (harmonisé)	0.0	0.2	1.5	1.6	1.8
Prix à la consommation sous-jacents (harmonisé)	0.8	0.8	1.0	1.2	1.7
Taux d'épargne des ménages, net <sup>4</sup>	6.0	5.8	6.0	5.3	5.2
Balance des opérations courantes <sup>5</sup>	3.7	3.6	3.8	4.0	3.9
Solde financier des administrations publiques <sup>5</sup>	-2.0	-1.5	-0.9	-0.6	-0.4
Solde sous-jacent des administrations publiques <sup>3</sup>	-0.4	-0.2	-0.4	-0.6	-0.6
Solde primaire sous-jacent des administrations publiques <sup>3</sup>	1.5	1.6	1.3	1.0	0.9
Dette brute des administrations publiques (Maastricht) <sup>5</sup>	92.4	91.4	88.9	87.0	84.9
Dette nette des administrations publiques <sup>5</sup>	70.9	70.4	66.0	65.1	63.0
Taux du marché monétaire à trois mois, moyenne	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
Rendement des obligations d'État à dix ans, en moyenne	1.1	0.8	1.0	1.1	1.3
<b>Pour mémoire</b>					
Dette brute des administrations publiques <sup>5</sup>	109.7	109.0	104.5	103.2	101.1

1. États de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays)

2. Contributions aux variations du PIB réel.

3. En pourcentage du PIB potentiel.

4. En pourcentage du revenu disponible des ménages.

5. En pourcentage du PIB.

Source : OCDE (2018), « Perspectives économiques de l'OCDE n° 103 », *Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections* (base de données).

**Tableau 2. Prévisions de taux de croissance du PIB réel dans la zone euro <sup>1</sup>**

Variation en glissement annuel, en %

Année	2018	2019	Année	2018	2019
<b>Pays membres :</b>					
Autriche	2.7	2.0	Lettonie	4.1	3.6
Belgique	1.7	1.7	Lituanie	3.3	2.9
Estonie	3.7	3.2	Luxembourg	3.6	3.8
Finlande	2.9	2.5	Pays-Bas	3.3	2.9
France	1.9	1.9	Portugal	2.2	2.2
Allemagne	2.1	2.1	République slovaque	4.0	4.5
Grèce	2.0	2.3	Slovénie	5.0	3.9
Irlande	4.0	2.9	Espagne	2.8	2.4
Italie	1.4	1.1			
<b>Agrégats :</b>					
Zone Euro	2.2	2.1	OCDE	2.6	2.5

1. Pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays).

Source : OCDE (2018), « Perspectives économiques de l'OCDE n° 103 », *Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections* (base de données).

Les incertitudes politiques restent élevées et pourraient encore s'aggraver. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (« Brexit ») n'est pas considérée comme un risque macroéconomique majeur pour la zone euro. Néanmoins, les pays ayant les liens commerciaux les plus étroits avec le Royaume-Uni pourraient être durement touchés si ce pays quittait l'UE sans accord commercial. Un renforcement des mesures protectionnistes aurait un effet négatif sur les échanges et sur l'investissement. Un durcissement trop brusque de la politique monétaire, en particulier s'il était conjugué à une forte appréciation de la monnaie unique, pénaliserait, quant à lui, la reprise dans les pays de la zone euro caractérisés par un chômage élevé et des écarts de production négatifs. Les pays fortement endettés pourraient avoir des difficultés à faire face à la hausse des coûts d'emprunts si la politique monétaire accommodante devait être rapidement abandonnée. En revanche, la reprise conjoncturelle des échanges mondiaux et la dynamique actuelle de l'économie mondiale pourraient donner lieu à une croissance plus vigoureuse que prévu. Une hausse des salaires plus forte que prévu pourrait stimuler la demande intérieure. Des progrès rapides dans l'achèvement de l'union des marchés des capitaux et de l'union bancaire pourraient faire augmenter les financements entre pays et la croissance. Les perspectives économiques de la zone euro sont également associées à des risques à moyen terme, difficiles à quantifier en termes de risque de divergence par rapport aux prévisions (tableau 3).

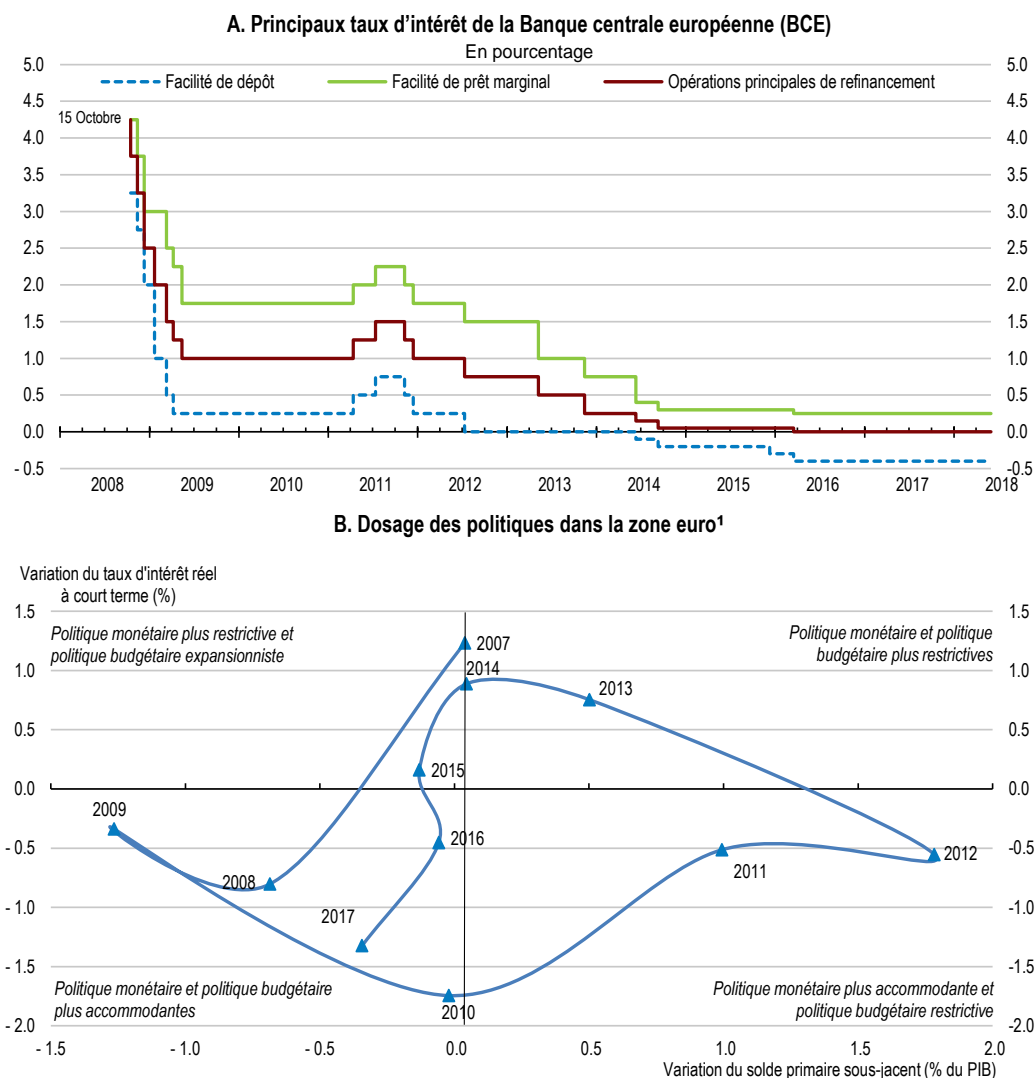
**Tableau 3. Risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro**

Incertitude	Conséquences possibles
Renforcement du protectionnisme en matière d'échanges et d'investissement	La vigueur de l'économie de nombreux pays de la zone euro dépend de l'absence d'obstacles aux flux d'échanges et d'investissement. Une intensification du protectionnisme commercial pourrait avoir un impact négatif sur la confiance, l'investissement et l'emploi, et compromettre les perspectives de croissance à long terme.
Tensions sur le marché des dettes souveraines	Un événement politique négatif, comme la montée de partis populistes dans certains pays de la zone euro, conjugué à l'architecture inachevée de la zone euro, pourrait conduire à une forte augmentation du « risque de relibellement » et à la perte de l'accès au marché pour certains émetteurs souverains de la zone euro.
Une réforme vaste et ambitieuse de la zone euro	Un accord vaste et ambitieux visant à remédier aux fragilités de la zone euro, allant de pair avec les réformes structurelles qui s'imposent au niveau national, pourrait sensiblement doper la confiance des investisseurs et stimuler la croissance.

## Normaliser la politique monétaire sans compromettre la reprise

La politique monétaire a largement soutenu la reprise de la zone euro. Les taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) sont restés à leur plus bas historique depuis début 2016 (graphique 11, partie A). Si l'on en juge par l'évolution du taux d'intérêt réel à court terme du marché, la politique monétaire est devenue encore plus expansionniste en 2017 lorsque l'inflation a commencé à se redresser (graphique 11, partie B), d'où une articulation des politiques très favorable en 2017, en particulier avec l'assouplissement de la politique budgétaire dans de nombreux pays (graphique 11, partie B).

**Graphique 11. Les taux directeurs de la BCE et l'orientation de la politique macroéconomique sont davantage favorables à l'activité**



1. En l'absence de consensus sur le niveau du taux d'intérêt naturel, la variation du taux d'intérêt réel est utilisée comme variable (approximative) indicatrice des changements de l'orientation de la politique monétaire (la variation de l'écart entre le taux d'intérêt de marché et le taux d'intérêt naturel permettrait de mesurer plus précisément ces changements).

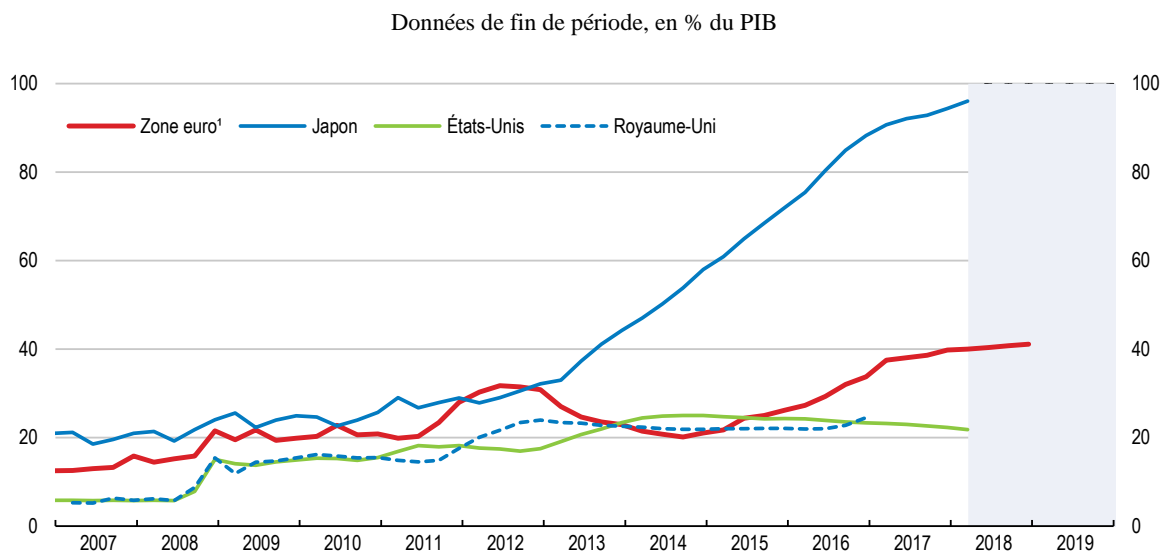
Source : BCE (2018), " Données sur les marchés financiers : taux directeurs " (*Financial Market Data: Official Interest Rates*), *Statistical Data Warehouse*, Banque centrale européenne ; OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746805>

Au cours de la période à venir, la politique monétaire devrait rester très accommodante même si la BCE cessait ses achats nets d'actifs en septembre 2018 - date jusqu'à laquelle court son programme actuel. D'après l'analyse de la BCE, la taille du bilan de la banque centrale joue un rôle plus important dans la réduction des taux d'intérêt à long terme que le flux d'actifs nets (Andrade et al., 2016 ; De Santis et Holm-Hadulla, 2017) et le bilan de la BCE atteindra un montant considérable représentant 40 % du PIB d'ici fin septembre 2018 (graphique 12). La baisse progressive du rythme mensuel des achats d'actifs (de 80 milliards d'euros en 2016 à 30 milliards d'euros depuis janvier 2018) et leur cessation pourraient, toutefois, conduire à une majoration des primes de risque souverain des économies périphériques, même si l'impact de ces achats d'actifs a été très léger sur ces primes jusqu'à présent (Hatzius et al., 2017).

Les craintes que l'application d'une politique monétaire accommodante pendant trop longtemps ait des effets indirects, comme une baisse de la rentabilité des banques ou l'émergence de bulles de prix d'actifs, ne se sont pas encore réalisées. En ce qui concerne la rentabilité des banques, l'effet positif des taux d'intérêt faibles voire négatifs sur la croissance devrait plus que compenser l'effet négatif de l'aplatissement de la courbe des rendements sur la rentabilité des banques (Draghi, 2017 ; Altavilla et al., 2017). En moyenne, les indicateurs montrent que cette dernière est repartie à la hausse dans la zone euro depuis la crise (graphique 13, partie A). D'après des travaux préliminaires de l'OCDE à partir de données sur des établissements bancaires de la zone euro soumises à une surveillance prudentielle directe, peu d'éléments étayent l'existence d'un effet négatif supplémentaire des taux d'intérêt négatifs sur la rentabilité, qui a principalement touché les petites banques (Stráský et Hwang, 2018).

**Graphique 12. L'encours des engagements totaux des banques centrales est élevé**



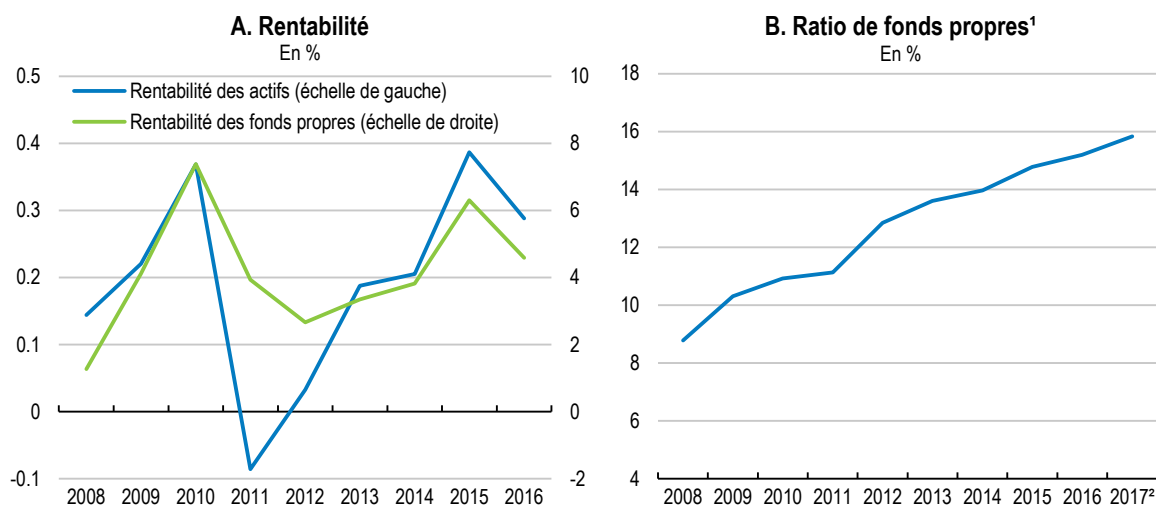
1. Les estimations à partir du deuxième trimestre 2018 reposent sur l'hypothèse d'une augmentation mensuelle de 30 milliards EUR.

Source : Thomson Reuters (2018), base de données de Datastream et OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746824>

### Graphique 13. La situation du système bancaire s'est en moyenne améliorée dans la zone euro

Moyenne pondérée en fonction du PIB des 19 pays de la zone euro

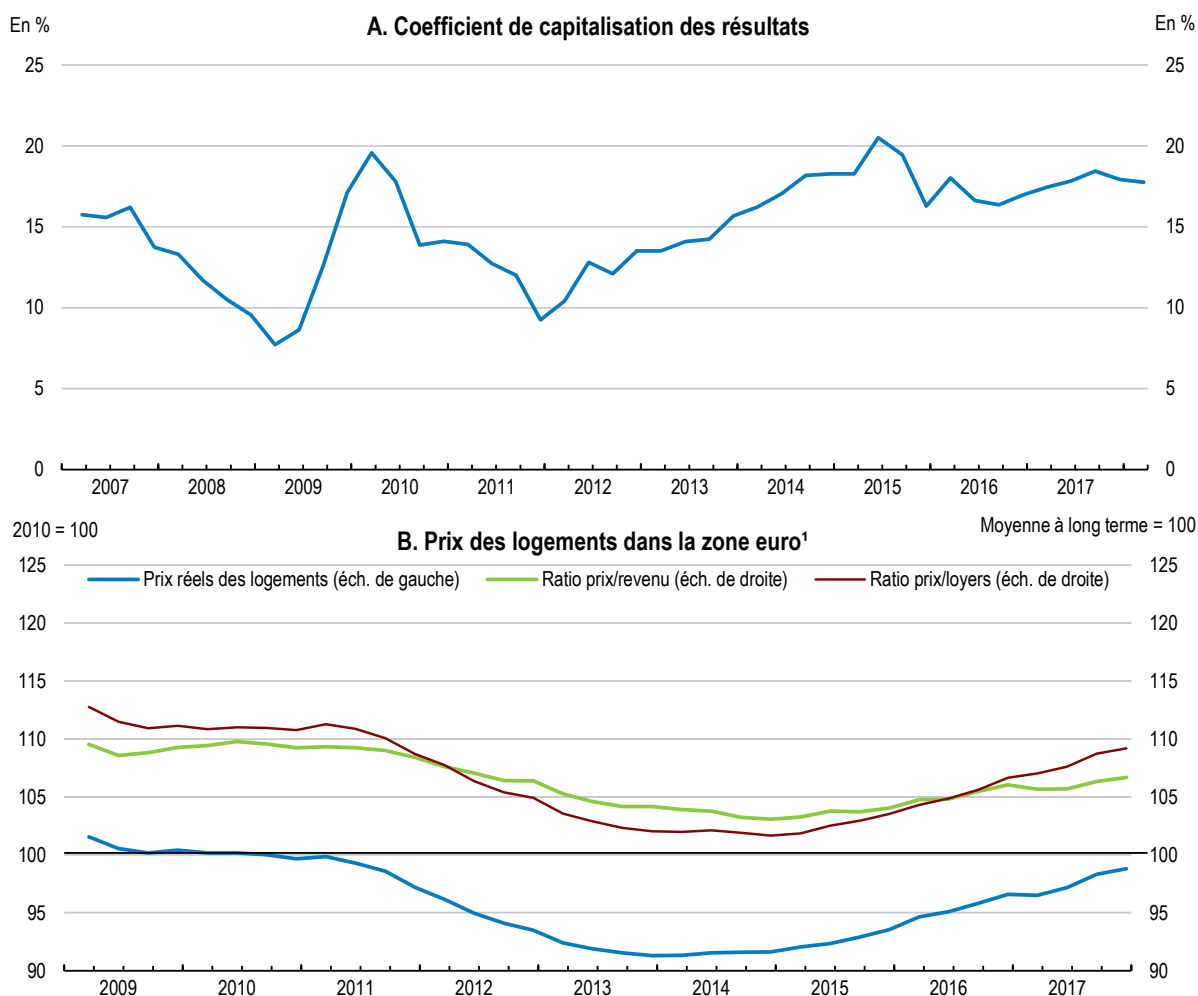


1. Fonds propres réglementaires de base /actifs pondérés en fonction des risques.
  2. Les données annuelles 2017 n'étant pas encore disponible pour la Belgique, la France et l'Italie, les moyennes des trimestres disponibles sont utilisées à la place.
- Source : FMI (2018), *Indicateurs de solidité financière* (base de données), Fonds monétaire international, Washington, D.C.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746843>

S'agissant des prix des actifs, les prix réels des logements augmentent, mais globalement, ils se situent encore à un niveau bien inférieur à leur pic de 2007 et probablement plus proche des facteurs fondamentaux, ce qui est peut-être moins vrai des prix des actions (graphique 14). Il pourrait toutefois s'avérer utile de mettre en place des instruments macroprudentiels plus robustes afin d'éviter la réapparition de déséquilibres dans certains pays, en particulier dans le secteur du logement. Ainsi, des quotités de financement ou des ratios prêt/revenus inférieurs, ou bien des exigences de fonds propres supplémentaires, pourraient être imposés lorsque cela est jugé nécessaire. Il conviendrait également d'accorder une attention particulière aux biens immobiliers commerciaux. Les prix des biens immobiliers commerciaux peuvent constituer un indicateur avancé de l'apparition de déséquilibres dans l'ensemble du secteur immobilier, et certains pays semblent enregistrer une croissance très dynamique des prix de l'immobilier commercial. Toutefois, la collecte systématique et l'harmonisation des données sont insuffisantes et des progrès dans ces domaines seraient les bienvenus (CERS, 2016).

Graphique 14. Les prix des actifs ont augmenté



1. Pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays).

Source : Thomson Reuters ; OCDE (2018), *OCDE, Indicateurs analytiques des prix des logements* (base de données).

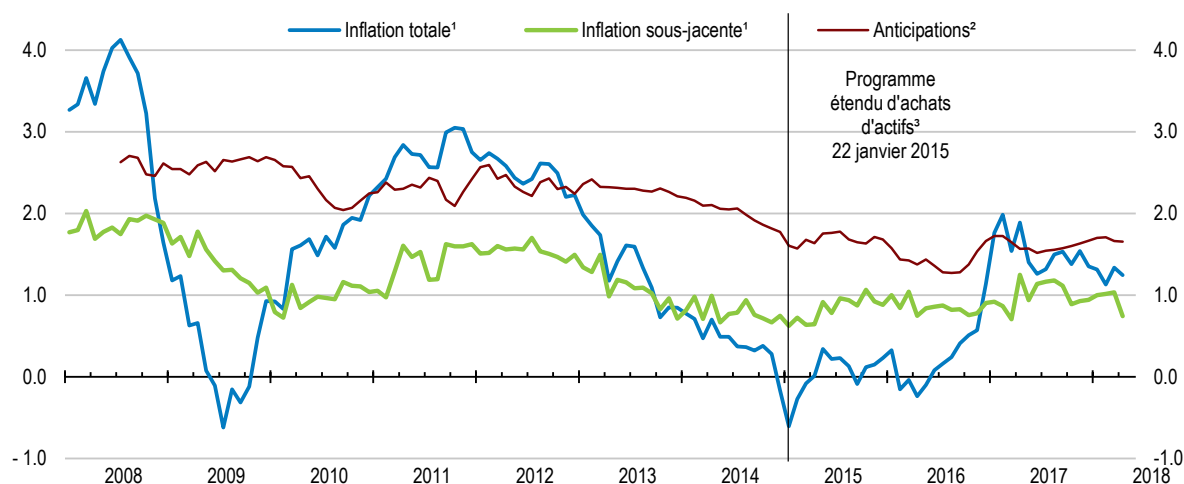
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746862>

Les effets sur l'inflation d'une orientation plus souple de la politique monétaire ne se sont pas, jusqu'à présent, pleinement matérialisés. L'inflation globale a augmenté, passant de 0% au début de l'année 2016 à 1.2% en avril, un niveau toujours bien en deçà de l'objectif visé par la BCE inférieur à 2% mais proche de ce niveau à moyen terme. Quant à l'inflation sous-jacente et aux anticipations d'inflation mesurées par les contrats d'échange indexés sur l'inflation, qui s'établissent respectivement à 0.7% et à 1.7%, elles restent modérées (graphique 15). La BCE estime que les données récentes ne font apparaître que de faibles risques inflationnistes (Praet, 2018b). La croissance des salaires, l'un des principaux déterminants de l'inflation, est modérée. Cela pourrait signifier qu'il existe davantage de ressources économiques inutilisées que ne le laisse penser l'écart de production (la forte augmentation du temps partiel subi en est un indicateur) comme expliqué plus haut.



**Graphique 15. L'inflation reste en deçà de sa cible**

Glissement annuel en pourcentage



1. Indices des prix à la consommation harmonisés ; l'inflation sous-jacente exclut les prix de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac.

2. Inflation annuelle moyenne anticipée sur la base de la différence entre les taux des contrats d'échange indexés sur l'inflation à 5 ans et à 10 ans.

3. Annonce par la Banque centrale européenne d'un programme étendu d'achats d'actifs.

Source : Eurostat (2018), Indices des prix à la consommation harmonisés, *Base de données Eurostat* et Thomson Reuters (2018), *Base de données Datastream*.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746881>

Dans ce contexte marqué par une inflation inférieure à l'objectif visé, mais aussi par la baisse rapide de la marge de ressources inemployées dans l'économie, la politique monétaire doit rester accommodante aussi longtemps que nécessaire pour ramener durablement l'inflation vers sa cible tout en préparant une stratégie de sortie. Cette politique doit être soigneusement communiquée pour éviter toute mauvaise surprise sur les marchés. C'est ce que la BCE cherche à faire, notamment par le biais de ses indications prospectives (Mersch, 2017). Concernant l'orientation de la politique monétaire, la BCE a souligné que la politique monétaire resterait accommodante aussi longtemps que nécessaire pour permettre un retour durable de l'inflation à un niveau proche de 2 % (Praet, 2018b). Cet engagement devrait être tenu.

S'agissant de la stratégie de sortie, la BCE a insisté sur le fait que les taux d'intérêt resteraient à leur niveau actuel « bien après » la fin de l'expansion de son bilan (Draghi, 2017 ; Coeuré, 2018). Les informations communiquées par la BCE ont renforcé le consensus du marché selon lequel la stratégie de sortie de la banque centrale pourrait prendre un chemin semblable à celui emprunté par la Réserve fédérale des États-Unis. Cette dernière avait commencé par progressivement réduire ses achats nets d'actifs jusqu'à les arrêter, puis elle avait augmenté graduellement ses taux directeurs et avait, seulement après, diminué la taille de son bilan. A contrario, certains estiment si les banques centrales commençaient par diminuer la taille de leur bilan, elles disposeraient d'une plus grande marge de manœuvre pour assouplir à nouveau leur orientation monétaire en cas de choc négatif sur l'économie. Cela étant, diminuer la taille du bilan

avant de relever les taux d'intérêt risque d'entraîner des variations de taux d'intérêt moins prévisibles que ne le ferait une augmentation progressive des taux directeurs. Au final, la chronologie consistant à relever ses taux d'intérêt d'abord semble judicieuse pour atténuer les incertitudes et faciliter la stratégie de sortie.

Les indications prospectives de la BCE pourraient toutefois être étoffées afin d'éviter une interprétation erronée des marchés quant à la date de la fin du programme d'achat d'actifs, interprétation susceptible de compromettre le retour de l'inflation vers la cible visée par la BCE. Si la plupart des prévisions d'inflation n'anticipent pas un retour de l'inflation à sa cible avant fin 2019, les marchés s'attendent à ce que le premier relèvement des taux d'intérêt intervienne début 2019. Cette situation n'est pas nécessairement contradictoire avec les indications prospectives actuelles (même après le premier relèvement de taux, la politique monétaire resterait accommodante), mais il existe un risque que les anticipations des marchés d'un relèvement plus précoce des taux conduisent à un durcissement rapide des conditions financières, notamment par le biais d'une nouvelle appréciation du taux de change, ce qui pourrait compliquer la tâche de la BCE pour atteindre son objectif d'inflation. Afin de limiter ce risque, la BCE pourrait renforcer ses indications prospectives sur les trajectoires de taux d'intérêt. Elle pourrait le faire en publiant des prévisions de taux d'intérêt dans le but d'orienter les anticipations des marchés, comme le font d'autres banques centrales, même si la cadre institutionnel de l'Eurosystème rendrait les choses bien plus difficiles à gérer. Étant donné que la politique monétaire menée par la BCE repose sur des données, la BCE pourrait également décider de fournir des informations plus précises sur certains indicateurs, comme l'inflation, considérés comme susceptibles d'entraîner à terme un premier relèvement des taux d'intérêt.

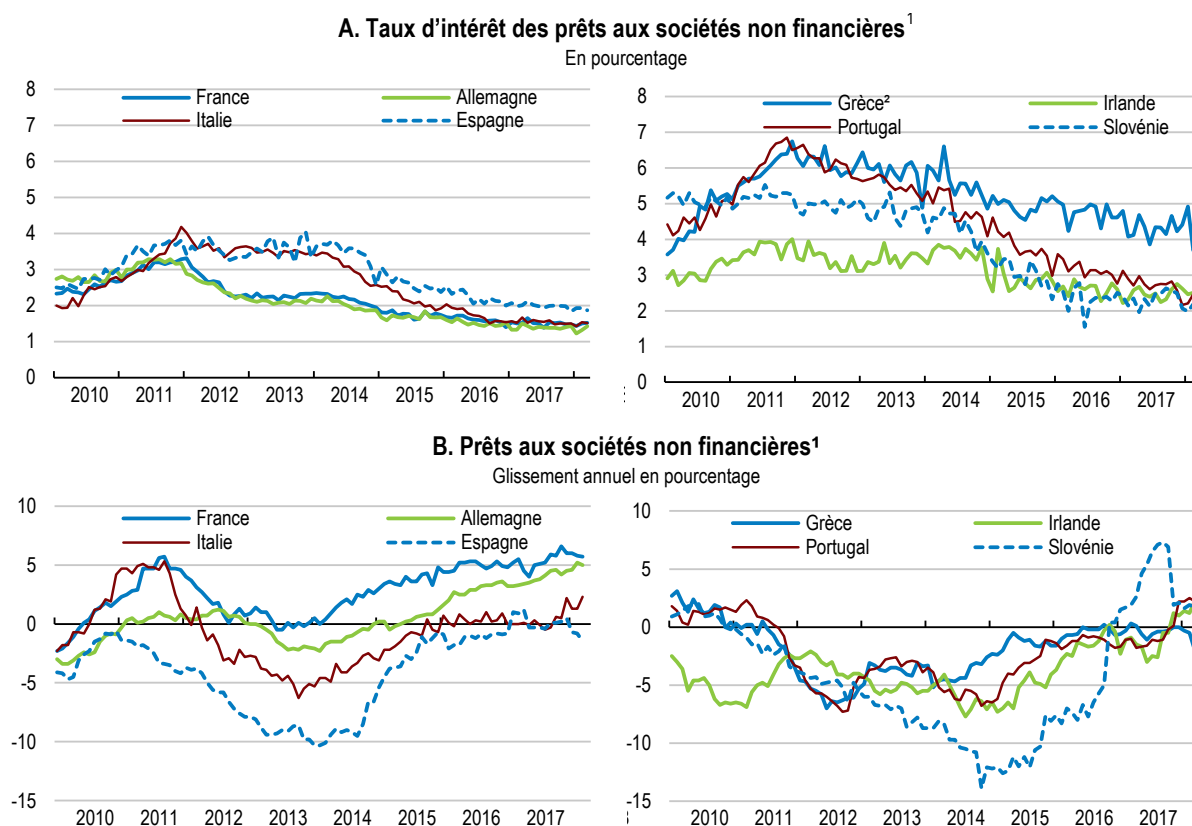
Un autre moyen de renforcer les indications prospectives est de préciser un peu plus la façon dont le bilan de la BCE sera géré après la fin des achats nets d'actifs et avant que la BCE ne commence à réduire son bilan. Premièrement, la BCE pourrait préciser si la diminution de la taille de son bilan n'interviendra qu'après le premier relèvement des taux d'intérêt, ce qui supposerait que la BCE réinvestisse toutes les obligations arrivant à échéance. Deuxièmement, étant donné que la BCE pourrait avoir du mal à respecter son engagement à réinvestir toutes les obligations arrivant à échéance du fait de la rareté des obligations souveraines qu'elle peut acquérir dans certains pays (en raison des critères d'éligibilité qu'elle a fixés, comme la part des nouvelles émissions), la BCE pourrait également examiner si le fait de ne pas respecter les clés de répartition dans la répartition par pays de ces réinvestissements aiderait ou non à limiter le risque d'une augmentation des primes de risque dans des pays plus vulnérables, et faciliterait la transmission de la politique monétaire.

### Réduire l'encours des prêts non performants afin de faciliter encore la transmission financière

La transmission de la politique monétaire s'est sensiblement améliorée dans les pays de la zone euro. L'accroissement des déséquilibres de TARGET2 depuis 2015 est la conséquence de la mise en place du programme d'achat d'actifs et non d'une augmentation de la fragmentation financière, comme cela a été le cas lors du déclenchement de la crise financière (Eisenschmidt et al., 2017). Les taux d'intérêt des prêts aux entreprises ont nettement convergé depuis 2011. Ils restent plus élevés d'un point de pourcentage environ dans les pays ayant été en proie à des difficultés financières mais cette différence résulte probablement moins d'une fragmentation du marché que d'une évaluation par le marché

de la présence de risques macroéconomiques plus importants dans ces pays (graphique 16, partie A).

**Graphique 16. La fragmentation financière s'est réduite**



1. Nouveaux prêts aux entreprises dont la période de fixité initiale du taux est inférieure à un an. Prêts autres que les crédits renouvelables et découverts ou facilités de remboursement différé sur carte de crédit et prorogations de crédit sur carte ; prêts corrigés du risque de crédit et de la titrisation dans la partie B.

2. Prêts d'une durée maximale de 1 an.

Source : BCE (2018), « Statistiques sur les taux d'intérêt des IFM » (MFI interest rate statistics), *Statistical Data Warehouse*, Banque centrale européenne.

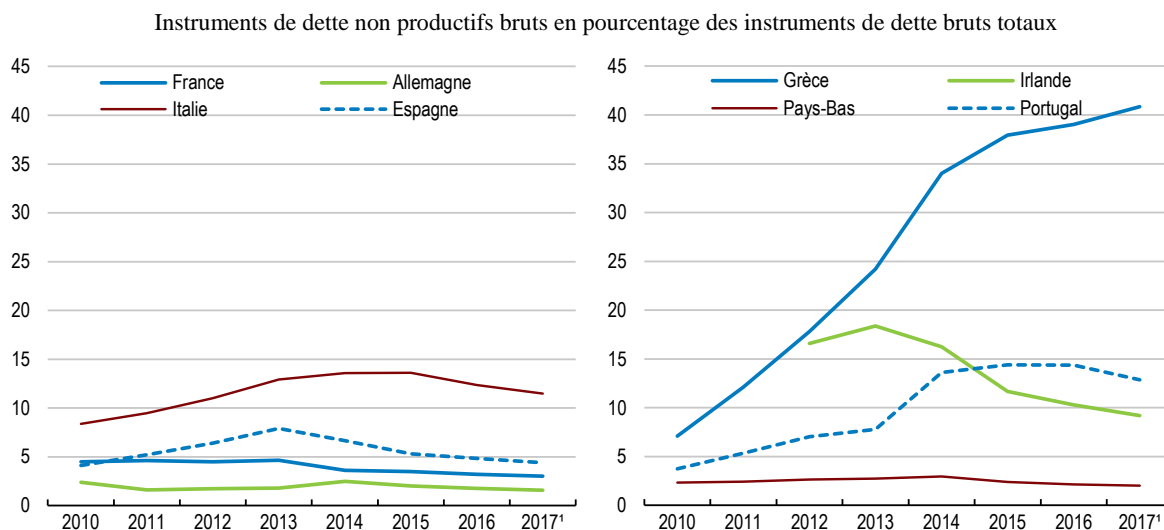
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746900>

L'activité de crédit poursuit son repli, ou se maintient à un niveau presque stable, dans les pays ayant connu des difficultés financières (graphique 16, partie B), malgré le soutien apporté par la BCE, voire par le plan Juncker – lequel soutien peut prendre la forme de prêts bancaires aux entreprises dans certains pays. Certaines observations ponctuelles montrent que les entreprises continuent de pâtir du rationnement du crédit dans ces pays. Cette situation pourrait s'expliquer par la position fragile des banques qui sont encore aux prises avec des taux élevés de prêts non performants.

S'agissant du secteur bancaire, une réduction de l'encours des prêts non performants dans plusieurs pays serait indispensable pour favoriser l'accroissement du crédit et la transmission de la politique monétaire. Même s'il diminue (sauf dans le cas de la Grèce), l'encours des prêts non performants est encore important dans certains pays précédemment en crise ; en Italie, il est désormais plus élevé qu'en Irlande

(graphique 17). Il n'est toutefois pas toujours aisé de comparer l'encours des prêts non performants, car même si l'Autorité bancaire européenne (ABE) a adopté d'une définition harmonisée en octobre 2013, celle-ci est principalement appliquée aux grandes banques et certains pays continuent de publier leurs propres définitions. Les efforts visant à faire en sorte que les banques n'utilisent que la définition harmonisée dans leurs états financiers doivent être poursuivis. La Commission européenne a récemment proposé de fixer une définition commune des expositions non performantes, ce qui est une bonne chose (Commission européenne, 2018a). Les instances de réglementation devraient également encourager l'augmentation du provisionnement de ces prêts lorsque cela est nécessaire. Les lignes directrices de la BCE sur les attentes prudentielles relatives à la définition d'un niveau raisonnable de provisionnement des nouveaux prêts non performants constituent, à cet égard, une initiative judicieuse (BCE, 2018), tout comme le projet de règlement de la Commission européenne sur l'instauration de seuils communs de couverture minimale pour les prêts nouvellement émis qui deviendraient non performants (Commission européenne, 2018a).

**Graphique 17. Les créances douteuses et litigieuses ont diminué**



1. Moyenne des deux premiers trimestres.

Source : BCE (2018), « Statistiques monétaires et financières » (*Monetary and financial statistics*), *Statistical Data Warehouse*, Banque centrale européenne.

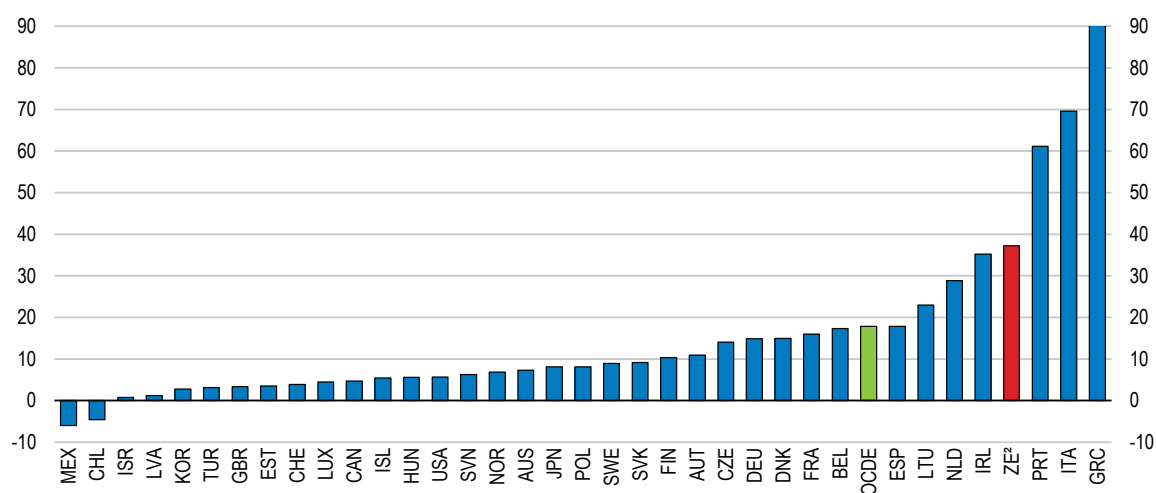
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746919>

Il est essentiel d'accélérer la réduction de l'encours des prêts non performants pour faire augmenter le crédit bancaire. Même si en moyenne, le ratio de fonds propres a presque doublé depuis 2008 (graphique 13, partie B), l'encours élevé des prêts non performants reste un enjeu crucial pour la stabilité financière. Dans un scénario extrême en vertu duquel l'ensemble des prêts non performants seraient annulés, et où les garanties auxquelles elles sont adossées perdraient toute valeur, les banques d'un grand nombre de pays de la zone euro accuseraient de lourdes pertes en capital (graphique 18). En juillet 2017, le Conseil a défini un plan d'action pour la lutte contre les prêts non performants, qui porte sur quatre domaines principaux : i) le développement d'un marché secondaire pour les actifs en difficulté, ii) la réforme des cadres applicables en matière d'insolvabilité et de recouvrement des dettes, iii) le renforcement de la surveillance et iv) la restructuration du système bancaire. Des mesures d'accompagnement ont été

proposées en mars 2018, notamment sur les façons de réduire l'encours des prêts non performants et de prévenir l'accumulation de prêts non performants à l'avenir (Commission européenne, 2018a). Ces mesures sont opportunes, mais elles doivent être appliquées rapidement. En outre, d'autres mesures pourraient être adoptées. Par exemple, l'*Étude économique* de l'OCDE de la zone euro publiée en 2016 avait formulé des recommandations sur les moyens de développer un marché secondaire des actifs dépréciés, notamment par le biais de la création de structures de défaisance (tableau 4). Ces recommandations demeurent valables. Le projet de la Commission européenne relatif aux structures de défaisance (Commission européenne, 2018c) considère que les aides d'État ne devraient pas constituer l'option par défaut, ce qui est une bonne chose. La précédente *Étude économique* de la zone euro a analysé les moyens d'offrir plus de souplesse, comme la révision du niveau de prix assimilé à une aide d'État ou de la définition des circonstances exceptionnelles donnant la possibilité de déroger aux règles de résolution. Ces moyens méritent toujours d'être examinés (OCDE, 2016). Les avantages d'une structure de défaisance européenne, comme la possibilité de réaliser des économies d'échelles ou une répartition des risques de non-recouvrement, pourraient faire l'objet d'une évaluation (OCDE, 2016). Il est également essentiel de progresser dans la manière dont le cadre institutionnel de l'insolvabilité répond aux entreprises en proie à des difficultés financières. La section suivante, portant sur l'union des marchés des capitaux, analyse certaines des recommandations dans ce domaine.

### Graphique 18. Créances douteuses et litigieuses (nets des provisions) rapportés aux fonds propres

En pourcentage des fonds propres, T4 2017<sup>1</sup>



1. Les données portent sur la fin de la période. 2014 pour la Corée ; 2016 pour l'Allemagne et la Suisse ; T2 2017 pour la France, l'Italie et la Norvège ; et T3 2017 pour la Belgique, le Japon et le Royaume-Uni. Les agrégats sont des moyennes non pondérées des dernières données disponibles et la zone OCDE couvre 33 pays. La définition et la base de consolidation exacte des prêts non productifs peuvent varier selon les pays.

2. Les 19 pays de la zone euro.

Source : FMI (2018), *Indicateurs de solidité financière* (base de données), Fonds monétaire international, Washington, D.C.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746938>

**Tableau 4. Recommandations antérieures de l'OCDE concernant les prêts non performants**

Recommandations de l'Étude économique de 2016	Mesures prises depuis 2016
Lorsque les prêts non performants affectent gravement les conditions économiques, accélérer et faciliter la résolution de ces prêts en évitant, dans le cadre des règles existantes, de lancer des programmes de renflouement interne (bail-in).	Le cadre actuel défini par la Directive sur la résolution bancaire (BRRD) implique le renflouement interne intégral seulement dans le cadre d'une procédure de renflouement ordinaire. Dans le cas d'une liquidation avec des aides d'État un renflouement interne est prévu jusqu'aux créances subordonnées.
Envisager, lorsque nécessaire, la création de structures de défaillance, éventuellement à l'échelle européenne.	Plusieurs États membres ont créé des structures de défaillance. La Commission et d'autres institutions (BCE, ABE et CRU) préparent actuellement un projet à caractère non-contraignant relatif aux structures de défaillance nationales, qui énonce des recommandations fondées sur les meilleures pratiques.
Prendre des mesures de supervision destinées à inciter les banques à la résolution des prêts non performants, comme un relèvement des exigences supplémentaires de fonds propres associées aux prêts non performants détenus de longue date.	La Commission a mené des consultations auprès des banques européennes au sujet de l'instauration de seuils de provisionnement minimal obligatoires communs et de déductions des propres fonds requis pour couvrir les pertes sur les nouveaux prêts non performants. La BCE a publié des lignes directrices invitant les banques à adopter des stratégies ambitieuses et crédibles pour réduire l'encours des prêts non performants. En outre, un projet d'addendum de la BCE donne des indications quantitatives sur les attentes prudentielles relatives à l'instauration rapide de pratiques de provisionnement des nouveaux prêts non performants.

## Améliorer le cadre budgétaire européen

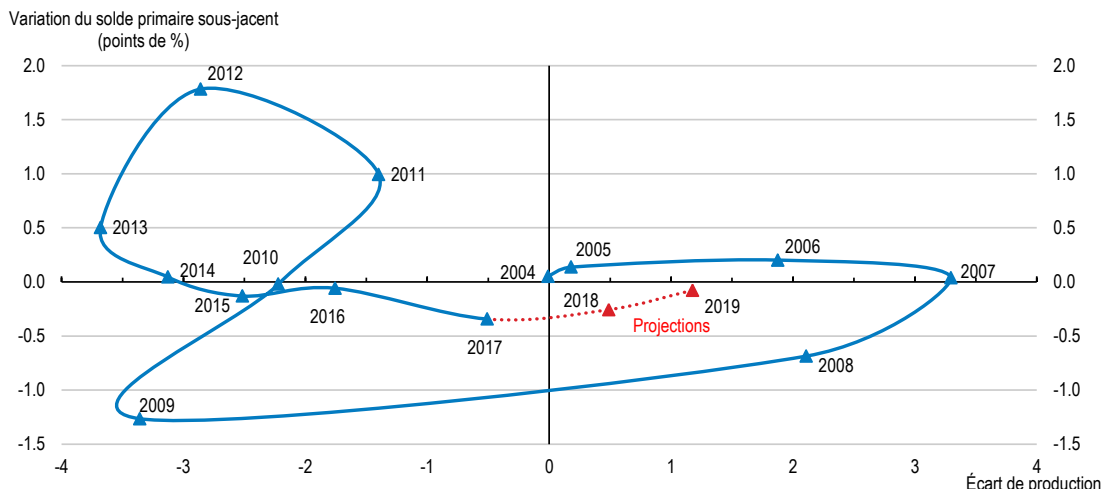
### *Faire prévaloir des politiques budgétaires contra-cycliques lorsque la conjoncture est favorable*

L'orientation de la politique budgétaire de la zone euro s'est assouplie et elle est devenue légèrement expansionniste en 2017. Cette orientation était justifiée car il y avait encore des ressources économiques inemployées dans la zone euro en 2017 d'après les estimations de l'OCDE (graphique 19). Quant à la période à venir, les prévisions de l'OCDE montrent que la politique budgétaire devrait peu à peu redevenir neutre d'ici 2019, à mesure que disparaîtra la marge de ressources inutilisées dans l'économie (graphique 19). Le Comité budgétaire européen estime qu'une politique budgétaire neutre est adaptée à la situation économique en 2018 (CBE, 2017a).

Si la reprise de la zone euro s'intensifie conformément aux prévisions voire si elle s'amplifie davantage, créant alors un important écart de production positif, les pouvoirs publics disposeront d'une marge de manœuvre pour améliorer nettement leurs positions budgétaires et abaisser les ratios de dette. Par le passé, la politique budgétaire de la zone euro dans son ensemble (et de la plupart des pays pris séparément) a été exagérément restrictive en période difficile et insuffisamment contra-cyclique lorsque la conjoncture était favorable (graphique 19). Il est crucial que la zone euro ne refasse pas la même erreur.

### Graphique 19. L'orientation budgétaire dans la zone euro devrait devenir globalement neutre<sup>1</sup>

En pourcentage du PIB potentiel<sup>1</sup>



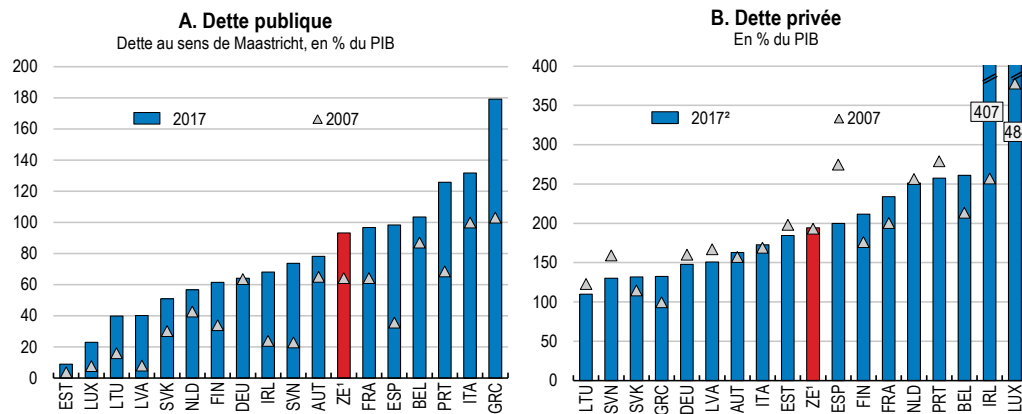
1. Pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays).

Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933746957>

Les niveaux de dette publique sont beaucoup plus élevés aujourd'hui qu'en 2007, ce qui limiterait la marge de manœuvre budgétaire lors de l'éclatement de la prochaine crise (graphique 20). Faire prévaloir des politiques budgétaires contracycliques au niveau national constitue également un préalable à l'instauration d'une fonction de stabilisation commune efficace. Eu égard à la conjoncture économique favorable, les États membres devraient améliorer leur situation budgétaire et s'abstenir de dépenser les plus-values de recettes, en particulier les États membres dont la viabilité des finances publiques suscite des préoccupations (par exemple, ceux qui présentent un niveau élevé de dette publique ou de passifs éventuels).

### Graphique 20. La dette publique a augmenté depuis la crise, mais pas la dette privée



1. Pays de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (16 pays), plus la Lituanie ; moyenne pondérée.

2. Ou dernière donnée disponible ; 2016 pour la zone euro.

Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* et *Indicateurs financiers de l'OCDE* (bases de données).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933746976>

Faire prendre conscience au niveau national de l'intérêt d'assainir les finances publiques en période de haute conjoncture créerait des conditions politiques favorables permettant d'éviter que les pouvoirs publics et les citoyens ne soient tentés d'utiliser immédiatement les recettes exceptionnelles. C'est une tâche dont les conseils budgétaires nationaux pourraient s'acquitter de manière plus active, à condition qu'ils disposent des ressources humaines et financières nécessaires mais aussi qu'ils mènent des actions de communication efficaces en direction d'un large public, ce qui n'est pas toujours le cas. En parallèle, le Comité budgétaire européen pourrait prêter son concours à ces actions. Ainsi, le Comité budgétaire européen a fait observer qu'en 2016, l'orientation budgétaire de la zone euro était globalement adaptée à la situation économique, mais qu'elle n'était pas optimale sur le plan national : certains pays n'ont pas utilisé toute la marge de manœuvre budgétaire dont ils disposaient tandis que d'autres, qui avaient besoin d'un politique budgétaire un peu plus expansionniste pour soutenir la demande, n'ont pas pu l'utiliser (CBE, 2017a). Dans son rapport annuel, le Comité budgétaire européen met en garde contre des risques similaires. Il pourrait aller plus loin en évaluant l'orientation de la politique budgétaire souhaitable pour chaque pays compte tenu de l'orientation souhaitable de cette politique à l'échelle européenne.

Il est également nécessaire de créer des incitations en faveur d'un durcissement de la politique budgétaire lorsque la conjoncture est favorable, notamment par le biais d'une meilleure mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance (PSC). Dans cet esprit, le CBE a proposé en 2017 d'avancer l'échéance à laquelle un pays relevant du volet correctif du PSC (c'est-à-dire un pays qui fait l'objet d'une procédure de déficit excessif) doit réaliser son objectif de déficit budgétaire nominal en cas d'amélioration des conditions économiques (CBE, 2017b). Quant aux pays relevant du volet préventif (à savoir les pays hors procédure de déficit excessif), le CBE a suggéré d'adopter une nouvelle trajectoire de convergence plus rapide vers l'objectif à moyen terme (OMT), qui est défini en termes structurels, si des écarts par rapport à la trajectoire requise ont été observés par le passé.

Les propositions du CBE visant à adapter les règles pour les rendre plus procycliques en période favorable sont intéressantes et elles méritent d'être étudiées, bien qu'elles se heurtent à deux difficultés. S'agissant des pays relevant encore du volet correctif, il serait difficile sur le plan politique de demander à ces pays d'atteindre leur objectif de déficit nominal plus rapidement que prévu, même si la croissance effective est supérieure à la croissance potentielle, car les besoins de dépenses restent élevés après plusieurs années de sous-investissement et du fait de l'augmentation des inégalités durant la récession. En ce qui concerne les pays relevant du volet préventif, réaliser les OMT plus tôt que prévu complexifierait encore les règles sans nécessairement constituer un outil très efficace. Le concept d'OMT s'est révélé trop compliqué pour que les dirigeants l'utilisent afin d'expliquer leurs choix. Cet instrument est également très imparfait car les incertitudes relatives au niveau de l'écart de production le rend difficile à employer efficacement dans une règle budgétaire. Il est frappant de constater que l'écart de production fait encore l'objet de révisions considérables plusieurs années après la publication des premières estimations (et qu'il n'y a pas de consensus parmi les experts, voir graphique 24 ci-après), ce qui mine la pertinence de cet indicateur pour analyser les efforts d'assainissement des finances publiques. En outre, les sanctions se sont révélées être un outil peu efficace et, sur le plan politique, elles peuvent produire des effets contraires à ceux attendus.

Deux solutions seraient envisageables pour éviter ces difficultés. Premièrement, les incitations positives font défaut : il serait possible de recourir à des incitations sous la forme de récompenses plutôt que de sanctions (Eyraud et al., 2017). La Commission a



récemment proposé des incitations budgétaires pour les pays menant à bien les réformes structurelles convenues (Commission européenne, 2017b). Une idée du même ordre pourrait être étudiée concernant les efforts budgétaires.

Deuxièmement, les règles pourraient être simplifiées. Les règles actuelles sont complexes et il est difficile de déterminer l'orientation à donner à la politique budgétaire à partir des nombreux indicateurs budgétaires produits à l'échelle européenne (CBE, 2017b). Il serait possible de simplifier les règles en vigueur en adoptant un objectif de dépenses assurant un ratio d'endettement viable, comme suggéré dans la précédente *Étude économique* de la zone euro et dans d'autres études (OCDE, 2016 ; Eyraud et al. 2015 ; Claeys, 2017). Afin de favoriser la viabilité budgétaire, il conviendrait de définir une trajectoire de dépenses à même de faire baisser le ratio dette publique/PIB à moyen terme si besoin. Ainsi, ce cadre pourrait s'apparenter à la règle suisse de frein à l'endettement, qui s'accompagne d'un compte de compensation des écarts antérieurs, mais sans liens avec un objectif de solde structurel (Debrun, 2008). Cela conduirait à l'abandon de la règle d'endettement actuelle, qui implique un assainissement budgétaire rapide pour les pays très endettés, lequel pourrait être trop rapide, notamment en temps de crise (OCDE, 2016).

Enfin, en vue de simplifier le Pacte de Stabilité et de Croissance, il pourrait être utile de fusionner les volets préventif et correctif de manière à obtenir un ensemble unique de cibles, de procédures et d'indicateurs (Pina, 2016). Quant aux sanctions, dont la menace s'est avérée inefficace, elles pourraient être abandonnées. En revanche, on pourrait réfléchir à l'idée de demander aux pays qui souhaitent s'écarter de leurs objectifs budgétaires de financer leurs besoins de financement supplémentaires, par le biais d'obligations indexées sur le PIB. L'émission de ces obligations donnerait probablement lieu à une prime de risque, ce qui créerait un mécanisme de marché incitant les États membres à atteindre leurs objectifs budgétaires si cette prime est jugée trop élevée. Parallèlement, cet instrument pourrait comporter des avantages sur le plan de la stabilisation de la dynamique du ration de dette publique, en particulier compte tenu du ratio de dette publique élevé dans certaines économies de la zone euro, qui réduiraient les risques de restructuration (Blanchard et al., 2016 ; Benford et al., 2016 ; Carnot, 2017 ; Fournier et Lehr, 2018 ). Toutefois, il convient de ne pas surestimer ces avantages car les émissions obligataires de ce type peuvent ne pas trouver preneurs en raison de plusieurs difficultés d'ordre pratique, notamment le nombre considérable de révisions du PIB ou la fragmentation du marché de la dette, même s'il peut exister des moyens pour contourner ces difficultés (Shiller et al., 2018). Une autre des principales difficultés auxquelles se heurte l'émission d'obligations indexées sur le PIB est le problème du pays précurseur, comme des obligations similaires ont été émises dans le passé par des pays en crise, créant potentiellement un préjugé négatif. Lier les écarts par rapport aux règles à l'émission de ces obligations contribuerait à résoudre ce problème tout en offrant aux pays davantage de flexibilité. Une autre difficulté est de déterminer les écarts aux règles qui obligeraient un pays à émettre des obligations indexées sur le PIB. Cette tâche pourrait être confiée à un organisme indépendant, comme les conseils budgétaires nationaux.

**Tableau 5. Recommandations antérieures de l'OCDE concernant les politiques monétaires et budgétaires**

Recommandations de l'Étude économique de 2016	Mesures prises depuis 2016
S'engager à poursuivre une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que l'inflation évolue clairement à la hausse et s'approche de l'objectif.	La politique monétaire a été très accommodante afin de faire durablement converger l'inflation vers sa cible. Le soutien prolongé de la politique monétaire est assuré par le programme d'achats d'actifs, le réinvestissement des actifs arrivant à échéance et les indications prospectives sur les taux d'intérêt directeurs.
Les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire devraient recourir à l'appui budgétaire pour stimuler la croissance.	D'après les prévisions, l'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait rester neutre d'une manière générale sur la période 2016-18. Certains grands pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient adopter une politique budgétaire expansionniste, tandis que les autres devraient conserver leur politique actuelle.
Faire en sorte que l'application de la règle de réduction de la dette du pacte de stabilité et de croissance ne compromette pas la reprise.	Mettre en œuvre les réformes structurelles et respecter la trajectoire d'ajustement à moyen terme en vue de réaliser l'objectif à moyen terme sont des éléments essentiels pour évaluer les progrès en matière de réduction de la dette.

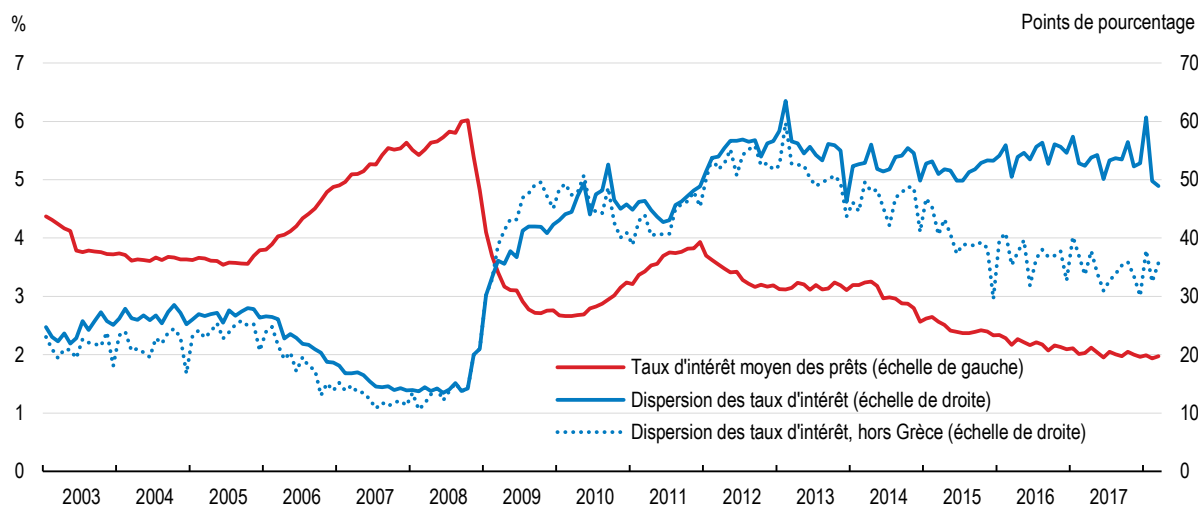
### Des politiques publiques propres à renforcer la résilience de la zone euro

La crise de la dette souveraine dans la zone euro a mis en évidence deux lacunes importantes dans l'architecture de l'Union économique et monétaire (UEM). Premièrement, la politique monétaire ne permet pas toujours à elle seule de lisser les effets des chocs subis par l'ensemble de la zone, malgré l'utilisation d'instruments non conventionnels tels que les programmes d'achats d'actifs et les taux d'intérêt négatifs, ce qui implique que la politique budgétaire doit jouer un rôle complémentaire. Néanmoins, les politiques budgétaires nationales sont restées excessivement procycliques dans de nombreux pays et n'ont pas permis d'internaliser les effets externes. Deuxièmement, les boucles de rétroaction négative entre établissements bancaires fragilisés et finances publiques dégradées ont renforcé le risque que les chocs spécifiques à un pays donné ne deviennent systémiques.

Les canaux de partage des risques, tant publics que privés, sont importants dans une union monétaire, mais ils demeurent relativement limités dans la zone euro. Le partage privé des risques fondé sur le système financier permet aux ménages et aux entreprises de lisser leur consommation et leur investissement lorsqu'ils sont touchés par une récession, soit en diversifiant leurs portefeuilles d'actifs sur les marchés de capitaux, soit en empruntant auprès d'un éventail plus large de créanciers. Étant donné que les marchés de capitaux restent fragmentés entre les différents pays (graphique 21) et que l'intermédiation financière repose essentiellement sur les banques – plutôt que sur les mouvements de capitaux – dans la zone euro, le partage privé des risques tend à y être plus modeste et à plus reposer sur le crédit que dans des pays à structure fédérale comme les États-Unis, le Canada ou l'Allemagne (Allard et al., 2013 et graphique 22). De surcroît, le partage privé des risques tend à perdre en efficacité en période de fléchissement de l'activité économique (Furceri et Zdzienicka, 2015), et peut ne pas suffire pour lisser les chocs sérieux.

### Graphique 21. Les coûts de financement diminuent, mais leur dispersion internationale reste forte

Taux d'intérêt moyen des prêts des IFM aux sociétés non financières dans la zone euro<sup>1</sup>, prêts de tous montants<sup>2</sup>



1. Le niveau moyen des taux d'intérêt des prêts des institutions financières monétaires (IFM) aux sociétés non financières dans la zone euro ainsi que leur dispersion internationale sont calculés à partir d'un échantillon de 15 pays de la zone euro (de composition variable) pour lesquels des données sont disponibles sur toute la période de référence. La dispersion des taux d'intérêt est mesurée par leur intervalle de variation, en points de pourcentage.

2. Nouveaux contrats de prêts de tous montants, hors crédits renouvelables et découverts, facilités de remboursement différé sur carte de crédit et prorogations de crédit sur carte, exception faite de la Grèce, pour laquelle les données se rapportent à l'ensemble des nouveaux contrats de prêt.

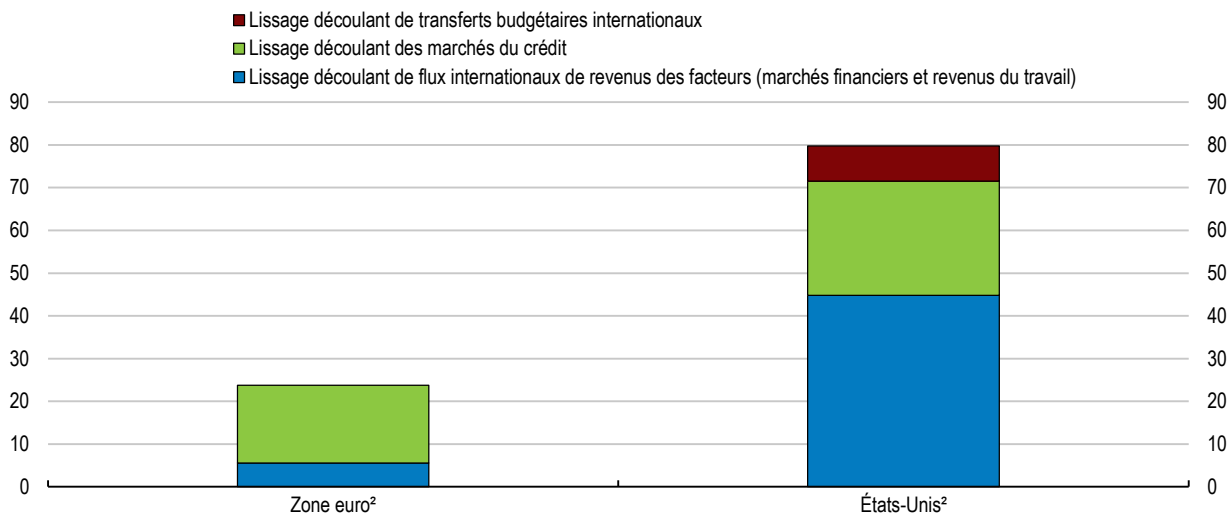
Source : BCE (2018), « Statistiques sur les taux d'intérêt des IFM » (*MFI Interest Rate Statistics*), *Statistical Data Warehouse*, Banque centrale européenne.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746995>

Le partage public des risques repose généralement sur des transferts budgétaires, qui représentent dans certaines fédérations jusqu'à 50 % des dépenses totales. Néanmoins, les instruments disponibles dans la zone euro et dans l'Union européenne (UE) sont nettement moins efficaces. Les dépenses de l'UE représentent seulement 2 % des dépenses des États membres (1 % du RNB de l'UE), et aucune composante de ces dépenses n'est spécifiquement destinée à jouer un rôle de stabilisation macroéconomique. En outre, le partage privé des risques peut ne pas être suffisant dès lors que les banques ou les investisseurs considèrent qu'investir dans les autres pays présente plus de risques que d'avantages et préfèrent limiter leurs activités au marché national (Farhi et Werning, 2012). Des données empiriques confirment que le degré de partage des risques, défini comme la mesure dans laquelle les effets des chocs subis par le PIB sont lissés via différents canaux, est plus faible en Europe qu'aux États-Unis, et indiquent qu'il semble avoir diminué à la suite de la crise financière (Afonso et Furceri, 2008 ; Milano et Reichlin, 2017). Cela s'explique notamment par le rôle prédominant que jouent les banques en matière d'apport de financements et par le fait que les banques européennes préfèrent limiter leurs activités à leur marché national pour divers motifs, notamment en raison de l'absence de véritable union bancaire.

### Graphique 22. Le partage international des risques est limité dans la zone euro

Mesure dans laquelle les effets d'un choc asymétrique affectant le PIB sont lissés par un partage international des risques<sup>1</sup>, en %



1. Suivant la méthode décrite dans Asdrubali et al. (1996), le degré de covariation entre le PIB, les revenus (avant et après impôts) et la consommation à la suite d'un choc asymétrique dans un État fédéré donné des États-Unis ou un pays donné de la zone euro est estimé à l'aide d'une méthode des moindres carrés généralisés en deux étapes. Cela permet de mesurer la force relative des canaux de partage international des risques fondés sur le revenu net des facteurs (flux internationaux de revenus de la propriété ou de revenus de travailleurs frontaliers, par exemple), les transferts budgétaires et les marchés du crédit.

2. Dans le cas des États-Unis, les données annuelles couvrent 50 États de 1964 à une fin de période glissante comprise entre 1999 et 2015. Pour la zone euro, les chiffres du graphique correspondent à un échantillon constitué de la plupart des pays de la zone euro; la période couverte (par trimestre) va de 1999 à 2015. L'utilisation de périodes de référence différentes pour les États-Unis et la zone euro est sans incidence sur la comparabilité des données, dans la mesure où il s'avère que les estimations du partage des risques varient très peu dans le temps.

Source : Commission européenne (2016), « Cross-Border Risk Sharing after Asymmetric Shocks: Evidence from the Euro Area and the United States », Quarterly Report on the Euro Area 15(2), Bruxelles.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933747014>

Nous examinons dans le reste de cette section des mesures destinées à renforcer le partage privé et public des risques dans la zone euro, en nous focalisant, respectivement, sur des mesures visant à rompre la boucle de rétroaction négative qui lie au niveau national les banques aux emprunteurs souverains et à définir une orientation budgétaire globale pour la zone euro. Après avoir passé en revue des mesures destinées à achever l'union bancaire, notamment diverses mesures de réduction et de partage des risques parmi lesquelles l'instauration d'un filet de sécurité, budgétairement neutre, pour le Fonds de résolution unique et la création d'un système commun d'assurance des dépôts, nous examinons les moyens pouvant être employés pour diversifier les expositions des banques au risque souverain et pour améliorer les financements de marché, notamment en renforçant la convergence des régimes nationaux d'insolvabilité. Enfin, nous évaluons les options envisageables pour améliorer le partage public des risques en cas de choc négatif de grande ampleur, en particulier la mise en place d'un mécanisme de stabilisation budgétaire prenant la forme d'un régime européen de réassurance chômage.

### *Rompre le lien entre les banques et leurs emprunteurs souverains en parachevant l'union bancaire*

L'union bancaire demeure inachevée (encadré 1). Le « premier pilier » de l'union bancaire, axé sur la surveillance, est opérationnel grâce au mécanisme de surveillance unique (MSU). Celui-ci devrait garantir une mise en œuvre uniforme des normes de surveillance dans l'ensemble de l'union bancaire. Son « deuxième pilier » est axé sur la démarche à adopter pour résoudre les défaillances bancaires sans enclencher une boucle de rétroaction négative, en utilisant le mécanisme de résolution unique (MRU). C'est sur ce plan qu'il faut accomplir des progrès supplémentaires pour achever l'union bancaire. L'instrument de « renflouement interne » du MRU n'a pas encore été mis à l'épreuve à grande échelle. Les autres composantes du MRU sont encore à définir, comme nous l'expliquons ci-après.

#### **Encadré 1. Vue d'ensemble des récentes réformes destinées à renforcer l'architecture de la zone euro**

De nombreuses mesures visant à combler les lacunes mises en évidence par la crise financière mondiale et par la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont déjà été prises et ont permis de remédier durablement aux faiblesses de l'architecture de la zone euro. La crise de la dette souveraine dans la zone euro a été exacerbée par l'absence de prêteur en dernier ressort. Bien que la Banque centrale européenne (BCE) ait rapidement assumé ce rôle de prêteur en dernier ressort vis-à-vis du secteur bancaire, elle n'a pas pu, compte tenu des craintes suscitées par la perspective d'un financement monétaire et d'un transfert implicite de ressources, jouer le même rôle pour les emprunteurs souverains de la zone euro. Le Mécanisme européen de stabilité (MES) a donc été créé en 2012 pour assumer ce rôle de prêteur en dernier ressort vis-à-vis des États solvables de la zone euro. La même année, le mécanisme des opérations monétaires sur titres (OMT) – qui permet à la BCE de réaliser des achats potentiellement illimités sur les marchés secondaires d'obligations souveraines, sous réserve que les pays concernés respectent les conditions liées à une ligne de crédit de précaution ou à un programme d'ajustement macroéconomique du MES – a permis de mettre en place un dispositif de protection efficace contre les crises de la dette souveraine d'origine purement spéculative. En outre, une union bancaire a été créée pour garantir une application cohérente des règles, tant en matière de surveillance (avec le mécanisme de surveillance unique mis en place en 2014) que de résolution des défaillances bancaires (avec le Conseil de résolution unique mis en place en 2016), et rompre les liens de plus en plus étroits entre les secteurs bancaires et les emprunteurs souverains au niveau national.

Les banques de la zone euro sont maintenant nettement mieux capitalisées qu'avant la crise financière et elles bénéficient de normes de surveillance plus strictes. L'architecture renforcée de la zone euro a été mise à l'épreuve au cours de l'année 2017, à l'occasion des procédures de résolution des défaillances et/ou de liquidation dont ont fait l'objet une banque espagnole et plusieurs banques italiennes. Bien que le système ait globalement permis de résoudre les problèmes de chaque banque, tout en contribuant à la stabilité financière. Cependant, certaines évaluations montrent aussi l'incohérence du cadre actuel, dans lequel la résolution des défaillances est régie par droit de l'UE (en vertu de la directive relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances), tandis que leur liquidation s'inscrit dans le cadre des différents régimes nationaux d'insolvabilité (Merler, 2018). On pourrait remédier à cette situation en harmonisant davantage les législations relatives à l'insolvabilité ou en mettant en place un régime d'insolvabilité applicable aux banques dans l'ensemble de l'UE.

Le Fonds de résolution unique a pour objet de garantir une application efficace des outils de résolution et de fournir des financements tout en assurant l'uniformité des pratiques de résolution. Cependant, il est nécessaire que le Fonds de résolution unique soit étayé par un filet de sécurité budgétaire pour que les activités de résolution puissent être menées à bonne fin. Ce filet de sécurité est conçu pour être neutre sur le plan budgétaire à moyen terme, dans la mesure où tout versement sera couvert par les futures contributions des banques. Étant donné que ce filet de sécurité a déjà été approuvé par les États membres en 2013, la récente proposition de la Commission de l'intégrer dans le Fonds monétaire européen est bienvenue.

Par ailleurs, la Commission a proposé d'établir un Fonds monétaire européen, entité de droit de l'UE qui reprendrait les actifs et passifs du Mécanisme européen de stabilité (MES) et qui serait impliquée plus directement dans la gestion des programmes d'assistance financière (Commission européenne, 2017f). Des éléments figurant dans plusieurs propositions récentes, tels qu'une participation accrue aux programmes d'assistance, ont été intégrés dans sa conception, tandis que d'autres ont été abandonnés, notamment le fait de lui confier un rôle actif dans un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (Sapir et Schoenmaker, 2017). Afin d'accélérer le processus décisionnel, la Commission propose que la décision de déploiement du filet de sécurité soit prise par le Directeur général.

Le but du fonds européen d'assurance des dépôts est de renforcer le cadre de garantie des dépôts. Pour l'heure, celui-ci repose sur des systèmes nationaux de garantie des dépôts qui restent exposés à des chocs de grande ampleur affectant le pays considéré ou la zone euro dans son ensemble. Un tel système européen garantirait une confiance uniforme dans la sécurité des dépôts, aurait des effets positifs en termes de diversification et, en renforçant la substituabilité transnationale des dépôts, améliorerait la transmission de la politique monétaire (Praet, 2017). Les différences de coûts de financement des banques tiendraient principalement à leur niveau de risque, et non à leur situation géographique, ce qui contribuerait à rompre le cercle vicieux qui existe entre les banques et les emprunteurs souverains au niveau national.

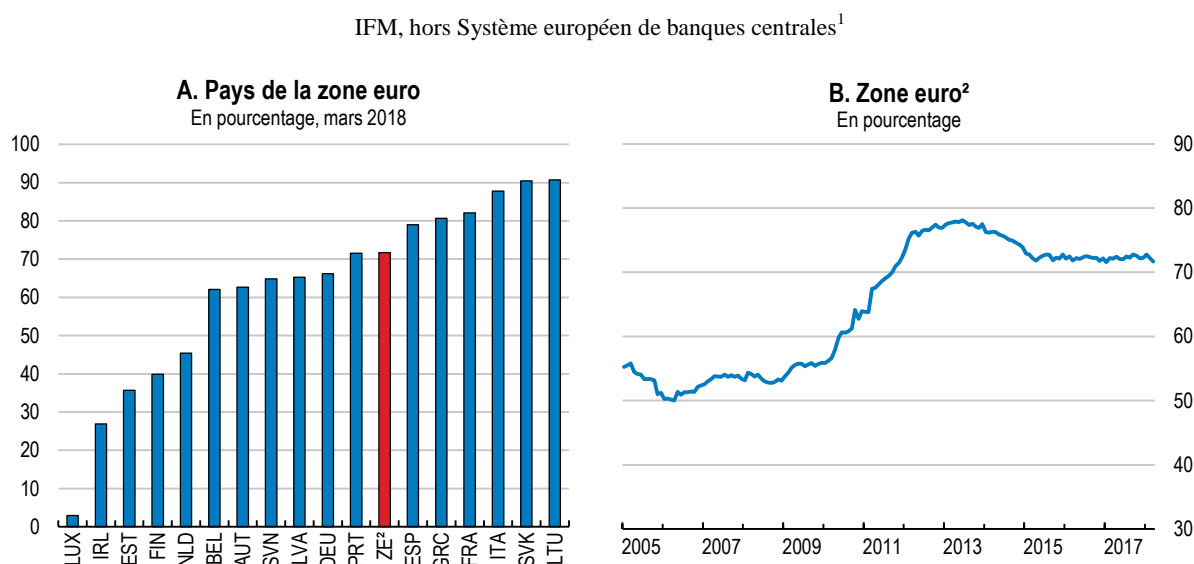
La question de savoir s'il faut mettre en place un dispositif commun à l'ensemble de la zone euro sous la forme d'un système européen d'assurance des dépôts reste cependant sujette à controverse : certains pays craignent qu'un fonds commun ne puisse inciter les banques à adopter des comportements à risque (ce qu'il est convenu d'appeler l'aléa moral). Pour limiter le risque de subventions croisées dans les banques et réduire au minimum cet aléa moral, en particulier la tendance des banques à prendre des risques excessifs, il faudrait que les banques assurées versent au système européen d'assurance des dépôts (SEAD) des cotisations ex ante fondées sur les risques, qui devraient être calculées à partir d'une méthode commune reposant sur le niveau de risque des banques et d'autres indicateurs de résilience, tels que la liquidité. Les primes de risque devraient également être liées à l'ampleur du risque systémique caractérisant le système bancaire (Acharya et al., 2010).

La Commission a récemment présenté dans leurs grandes lignes les possibles étapes ultérieures pour la mise en place d'un règlement visant à établir un système européen d'assurance des dépôts (Commission européenne, 2015), notamment en suggérant que le passage de la phase de réassurance à la phase de coassurance puisse être subordonné à la réalisation de progrès suffisants en termes de réduction des encours de prêts non performants et des instruments non liquides, difficiles à valoriser (dits « actifs de niveau 3 ») détenus par les banques (Commission européenne, 2017b ; tableau 6).

### Réduire la préférence nationale qui caractérise les portefeuilles d'obligations souveraines des banques

L'achèvement de l'union bancaire exige à la fois un partage accru des risques au niveau de la zone euro et des mesures efficaces de réduction des risques pouvant conduire à une diversification des portefeuilles des banques et à un renforcement de la discipline de marché. Outre les récentes propositions bienvenues de la Commission visant à réduire les encours de prêts non performants et à durcir les règles de provisionnement les concernant évoquées ci-avant, de nouveaux progrès sont nécessaires en termes de réduction de la préférence nationale qui caractérise les portefeuilles de titres de dette souveraine des banques (graphique 23).

**Graphique 23. Les portefeuilles d'obligations d'État des banques restent caractérisés par une forte préférence nationale**



1. La préférence nationale est mesurée par la proportion d'obligations souveraines nationales dans les portefeuilles d'obligations souveraines émises par les pays de la zone euro que détiennent les banques.

2. Zone euro, composition variable.

Source : calculs de l'OCDE fondés sur BCE (2018), « Statistiques des bilans » (*Balance Sheet Statistics*), *Statistical Data Warehouse*, Banque centrale européenne.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933747033>

L'exposition considérable des banques vis-à-vis des administrations publiques des pays dans lesquelles elles sont établies, généralement liée à la détention d'obligations souveraines, renforce la boucle de rétroaction négative qui existe entre les établissements bancaires et les emprunteurs souverains au niveau national. Pour l'heure, le régime réglementaire appliqué aux expositions au risque souverain se traduit à la fois par des exigences de fonds propres nulles pour les titres de dette souveraine de pays de l'UE et par l'exclusion des titres de dette souveraine, qui sont assortis d'une pondération des risques nulle, du champ d'application des limites qui sont imposées aux trop larges expositions. Les banques qui ne sont pas tenues d'affecter des fonds propres à la couverture des risques liés aux obligations souveraines de pays de l'UE qu'elles détiennent, tout en étant autorisées à investir dans ces actifs au-delà de la limite usuelle de

25 % de leurs capitaux propres, sont donc incitées à accumuler des obligations souveraines dans leur bilan.

Les propositions de réformes récentes tendent à se focaliser sur l'augmentation des coefficients nuls de pondération des risques de crédit appliqués à la dette souveraine, sur la mise en place de limites d'exposition aux risques liés à cette dette, ou sur d'autres manières de traiter le risque de concentration, par exemple à l'aide de pondérations des risques qui augmenteraient en fonction des expositions souveraines des banques par rapport à leurs capitaux propres (Andritzky et al., 2016 ; Véron, 2017). Le ratio de levier instauré par les règles de Bâle III à compter de 2019 implique déjà que les exigences de fonds propres concernant les expositions au risque souverain ne peuvent être nulles, mais cela est jugé insuffisant.

Une simple limitation de l'exposition aux risques peut être préférable à l'application de coefficients de pondération des risques de crédit, mais la meilleure solution consisterait peut-être à instaurer des exigences de fonds propres liées à la concentration de risques souverains ciblant le risque de concentration en utilisant des pondérations des risques non nulles. En principe, une simple limitation de l'exposition aux risques présente l'avantage de ne pas imposer aux banques des exigences de fonds propres supplémentaires et, dans la mesure où il est difficile de la contourner, favorise directement la diversification des portefeuilles des banques, mais elle peut se traduire par des ajustements prononcés lorsqu'elle devient contraignante, même si les éléments existants du mécanisme européen de partage des risques, en particulier le programme d'opérations monétaires sur titres (OMT), ont réduit la probabilité de tensions sur les dettes souveraines d'origine purement spéculative et réduit le coût des dispositifs relativement stricts de limitation de l'exposition aux risques (Frisell, 2016). L'application d'exigences de fonds propres liées à la concentration de risques souverains, comme l'a proposé Véron (2017), impliquerait d'augmenter (en utilisant six tranches) les exigences supplémentaires de fonds propres marginales pour les expositions au risque souverain représentant plus de 33 % des fonds propres admissibles, et inciterait les banques à diversifier leurs expositions au risque souverain. Sur la base de données relatives aux banques de la zone euro à partir de 2015, on estime qu'une telle mesure se traduirait par des exigences de fonds propres supplémentaires représentant globalement moins de 1.5 point de pourcentage pour l'ensemble de la zone euro (Véron, 2017). Pour garantir une transition sans heurt, on pourrait procéder à une vaste consultation des acteurs du marché, prévoir une période suffisante de mise en œuvre progressive de ces nouvelles exigences de fonds propres liées à la concentration de risques souverains, et exclure de leur champ d'application l'encours des dettes souveraines détenues par les banques au moment de leur adoption.

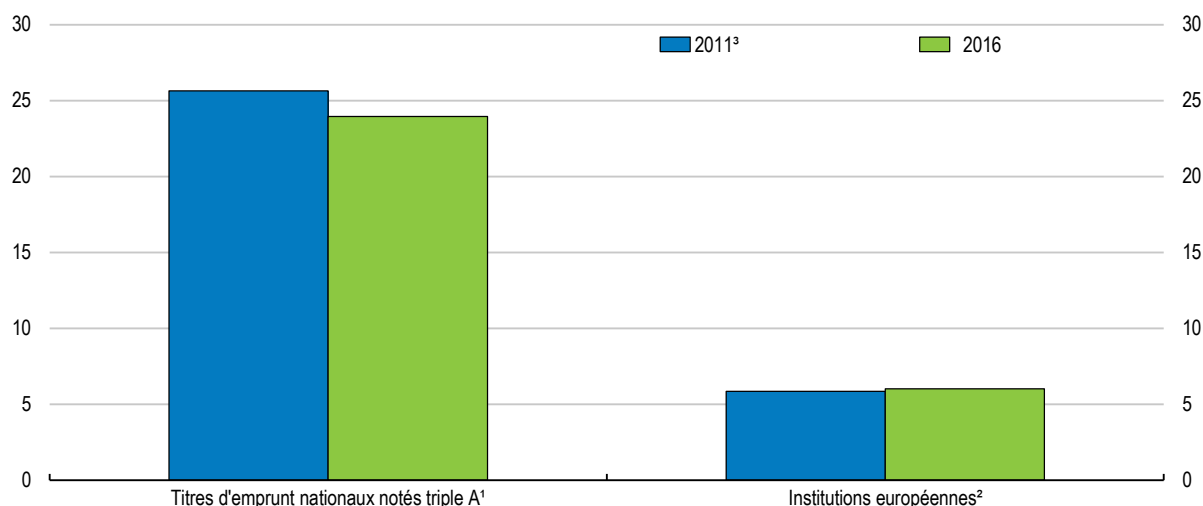
Afin de renforcer les efforts de diversification des banques et de contenir les risques pour la stabilité financière, il faut leur offrir des instruments de placement alternatifs à l'échelle de la zone euro. L'une des possibilités pourrait consister à créer des obligations synthétiques sûres par titrisation de la dette souveraine de la zone euro (Pagano, 2016). Dans la mesure où la « sécurité » offerte par ces obligations synthétiques résulterait à la fois du caractère diversifié des titres sous-jacents et du fait qu'ils constitueraient la tranche de rang supérieur d'un portefeuille d'obligations, elles ne nécessiteraient pas une garantie mutuelle susceptible de déboucher sur une mutualisation des risques et sur des transferts budgétaires définitifs. En outre, des obligations synthétiques sûres pourraient devenir une nouvelle source de garanties de qualité pour les transactions financières transnationales et contribuer à renforcer l'offre d'actifs sûrs dans la zone euro, qui a diminué à la suite de la crise financière (graphique 24 et Caballero et al., 2017). La détermination de la Commission à mettre en place un cadre propice à l'élaboration et à la négociation, par les



participants des marchés privés, de tels instruments qualifiés de titres adossés à des obligations souveraines, et l'étude de faisabilité publiée par le groupe de travail à haut niveau du Comité européen du risque systémique (CERS) sont donc bienvenus (Commission européenne, 2017c).

#### Graphique 24. L'offre d'actifs sûrs a diminué

En pourcentage du PIB de la zone euro



1. Titres de dette souveraine émis par les administrations publiques de l'Allemagne, des Pays-Bas et du Luxembourg.

2. Titres notés triple A émis par la Banque européenne d'investissement (BEI), ainsi que ceux émis/détenus par les autorités de l'Union européenne (UE) via le Mécanisme européen de stabilité (MES), le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), le mécanisme de soutien des balances des paiements et le programme d'assistance macrofinancière.

3. 2013 pour les institutions européennes.

Source : Brunnermeier, M. K., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S., et Vayanos, D. (2017), « ESBies: Safety in the tranches », *Economic Policy*, 32(90), pp. 175-219 ; calculs de l'OCDE fondés sur des informations publiées par les institutions européennes.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933747052>

Il existe aujourd'hui plusieurs propositions de création d'actifs synthétiques de cette sorte, qui diffèrent sur les caractéristiques précises de ces instruments et sur le montant d'actifs synthétiques sûrs qui serait créés. Le projet d'obligations européennes sûres constitue probablement la proposition la plus détaillée de création d'un actif sûr adossé à un portefeuille commun d'obligations souveraines de la zone euro (Brunnermeier et al., 2016). Dans la mesure où la mise en place de ce dispositif consisterait d'abord à regrouper des instruments de dette souveraine puis à scinder cet ensemble en deux tranches, l'une de rang supérieur et l'autre de rang inférieur, il présente indéniablement en termes de diversification des avantages qui sont absents des propositions fondées uniquement sur le regroupement des tranches de rang supérieur d'émissions obligataires nationales. Néanmoins, plusieurs points demeurent obscurs, en partie du fait de la nouveauté du dispositif envisagé et du manque de données empiriques, en particulier concernant les opérations antérieures de restructuration de la dette souveraine en Europe.

La crise financière mondiale a montré que la titrisation permettait seulement de redéployer les risques financiers, et non de les éliminer. De ce point de vue, le point faible des propositions de création d'un actif synthétique sûr, comme celle des obligations européennes sûres, réside dans la demande suscitée par la tranche de rang inférieur. Si cette demande évoluait de manière dysfonctionnelle en période de tensions sur le marché, il pourrait s'avérer impossible de continuer d'acheter des obligations souveraines pour les titriser, et le dispositif de titres adossés à des obligations souveraines pourrait s'effondrer, risque que l'on peut réduire en déterminant avec soin le volume d'émission de titres adossés à des obligations souveraines et, partant, l'offre d'instruments à placer correspondant à la tranche de rang inférieur. Afin de réduire le risque qu'un soutien public soit nécessaire en période de tensions, il faudrait inciter le secteur privé à alimenter l'offre de titres adossés à des obligations souveraines (Corsetti et al., 2016).

D'autres manières de créer un actif sûr à l'échelle de la zone euro sans mutualisation des risques pourraient être envisagées. Des instruments comme des E-obligations émises par un intermédiaire de rang supérieur rachetant des obligations souveraines nationales à leur valeur nominale et répercutant leurs coûts de financements (Monti, 2010) ou des emprunts émis par une autorité budgétaire de la zone euro (Ubide, 2015), pourraient permettre de développer l'offre d'actifs sûrs sans qu'il soit nécessaire de mobiliser une garantie explicite des pouvoirs publics. Ces méthodes présentent toutefois des inconvénients possibles, parmi lesquels une moindre liquidité des marchés obligataires nationaux et une redistribution des coûts d'émission entre les membres de la zone euro, ce qui pourrait augmenter le coût moyen de l'emprunt pour certains pays (Leandro et Zettelmeyer, 2018). Des analyses plus poussées sur les différentes possibilités en matière d'actifs sûrs devront sans doute être menées avant que l'on décide de la marche à suivre.

**Tableau 6. Recommandations antérieures de l'OCDE concernant les politiques financières**

Recommandations de l'Étude économique de 2016	Mesures prises depuis 2016
Consolider les dispositifs nationaux de garantie des dépôts et instituer un système européen d'assurance des dépôts, tout en poursuivant la réduction des risques qui pèsent sur le secteur bancaire.	Dans sa communication sur l'achèvement de l'union bancaire, la Commission a proposé que la transition vers une phase de co-assurance d'un système européen d'assurance des dépôts (SEAD) soit éventuellement subordonnée à la réalisation de progrès suffisants en termes de réduction des encours de prêts non performants et d'actifs de niveau 3 détenus par les banques.
Pour distendre les liens entre les pouvoirs publics et les banques nationales dans chaque pays, créer un filet de sécurité budgétaire commun européen pour le Fonds de résolution unique.	Les États membres ont approuvé en 2013 la création d'un filet de sécurité budgétaire pour le Fonds de résolution unique, en complément du règlement relatif au mécanisme de résolution unique (MRU). La Commission a proposé de créer un Fonds monétaire européen (FME), qui devrait instaurer un filet de sécurité budgétairement neutre pour le Fonds de résolution unique.
Poursuivre l'harmonisation des réglementations du secteur bancaire en Europe.	Le « règlement uniforme » (corpus de règles uniformes adoptées dans le secteur financier) a été renforcé par de nouveaux actes d'exécution et actes délégués, ainsi que par des orientations de l'Autorité bancaire européenne (ABE), par exemple sur la gouvernance interne. L'harmonisation des pratiques de surveillance s'est poursuivie, le nombre d'options prévues et d'éléments laissés à la discrétion de chaque pays par la législation bancaire de l'UE ayant diminué.

### ***Renforcer le partage public des risques par le biais d'un mécanisme commun de stabilisation budgétaire***

Néanmoins, les canaux privés de partage des risques et les mesures budgétaires prises au niveau national peuvent se révéler insuffisants pour lisser les effets d'amples chocs économiques affectant un pays ou l'ensemble de la zone euro, même si des marges de manœuvre budgétaires suffisantes sont constituées en période de conjoncture favorable.

Un mécanisme commun de stabilisation budgétaire pourrait permettre un partage public des risques plus poussé en cas de choc spécifique à un pays, dans la mesure où les effets d'un tel choc ne peuvent être lissés par la politique monétaire, qui est définie pour l'ensemble de la zone euro. Même pour les chocs subis par l'ensemble de la zone, un mécanisme commun de stabilisation budgétaire serait utile, car le rôle de soutien joué par la politique monétaire pourrait atteindre ses limites.

En période de contraintes pesant sur la politique monétaire, une assistance budgétaire coordonnée pourrait devenir un élément important du dosage des politiques macroéconomiques et, de fait, des données empiriques laissent à penser qu'en période de récession, les hausses temporaires des dépenses publiques sont associées avec des effets positifs plus importants sur la production (Auerbach et Gorodnichenko, 2011). Par conséquent, un mécanisme commun de stabilisation budgétaire compléterait le cadre européen de règles budgétaires destiné à garantir la viabilité des budgets nationaux, en définissant une orientation budgétaire globale appropriée pour la zone euro (Carnot, 2017). Pour renforcer l'interaction entre le mécanisme budgétaire et les règles budgétaires, certains ont proposé que l'accès au mécanisme de stabilisation soit subordonné au respect antérieur des règles budgétaires et des recommandations spécifiques à chaque pays formulées dans le cadre du semestre européen (Comité budgétaire européen, 2017).

Un mécanisme budgétaire commun peut prendre différentes formes, mais les récentes propositions portent essentiellement sur un régime de réassurance chômage, un fonds de réserve de stabilisation (« rainy day fund ») et un système de protection de l'investissement, visant à fournir un soutien à la fois sous forme de prêts et de subventions (Commission européenne, 2017e). Les mécanismes proposés seraient activés en fonction de critères prédéfinis, ce qui renforcerait la crédibilité et la prévisibilité de ces dispositifs. Suivant les propositions de la Commission, ce mécanisme budgétaire devrait pouvoir emprunter des fonds, soit auprès du MES, soit sur les marchés de capitaux, pour pouvoir couvrir des déficits occasionnels.

D'après certaines études, pour pouvoir être efficace dans la zone euro, le mécanisme de stabilisation budgétaire aurait besoin en moyenne de versements nets représentant environ 1 % du PIB. En cas de création d'un fonds de réserve de stabilisation que les pays alimenteraient par leurs contributions en toutes circonstances, un volume de contributions représentant entre 1.5 % et 2.5 % du PIB permettrait d'améliorer le lissage des effets des chocs subis par les revenus, puisque ces effets seraient lissés à hauteur de 80 % au lieu de 40 % aujourd'hui (Allard et al., 2013). Néanmoins, d'après d'autres études, il serait déjà possible d'obtenir des résultats conséquents en termes de stabilisation macroéconomique avec des contributions représentant plus de 0.5 % du PIB (Beblavý et al., 2017 ; Carnot et al., 2017).

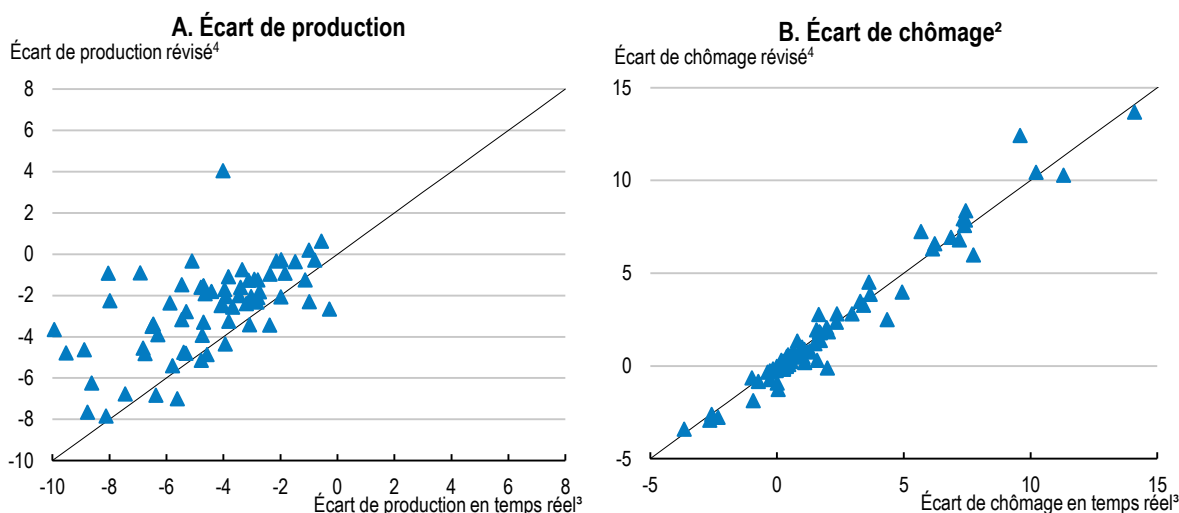
Un régime de réassurance chômage s'appliquant à l'ensemble de la zone euro pourrait constituer une version prometteuse du mécanisme de stabilisation budgétaire évoqué, pour des raisons tant politiques qu'économiques. D'un point de vue politique, il ne serait utilisé qu'en cas d'événement extrêmement négatif, ce qui permettrait plus aisément d'éviter des transferts définitifs, et aurait donc davantage de chances d'être accepté par les pays qui craignent de tels transferts et des phénomènes d'aléa moral. D'un point de vue économique, un tel régime se caractériserait par un potentiel considérable de lissage de l'activité, compte tenu des effets multiplicateurs importants associés aux prestations de chômage (Beblavý et al., 2015).

Ce régime serait financé par des contributions des pays de la zone euro et verserait des fonds aux régimes nationaux d'assurance chômage en cas de choc négatif extrême, suivant un mécanisme de déclenchement semi-automatique transparent et des modalités prédéfinies de calcul des versements. D'après des simulations contrefactuelles fondées sur des données relatives à la zone euro effectuées parallèlement à cette Étude, les contributions nationales seraient modestes, puisqu'elles représenteraient 0.17 % du PIB, et un tel régime aurait permis de réduire l'écart type de la croissance du PIB de 0.36 % au cours de la récente crise financière (encadré 2 et Claveres et Stráský, 2018). En outre, les fortes baisses du PIB observées dans les pays les plus durement touchés par la crise seraient atténuées par les versements résultant du système.

Le fonctionnement des mécanismes de déclenchement fondés sur l'écart de production tend à laisser à désirer, essentiellement en raison de problèmes d'estimation en temps réel, si bien qu'il est préférable d'utiliser comme variable de déclenchement le taux de chômage, compte tenu de sa correspondance étroite avec la situation conjoncturelle, de sa mesure harmonisée et de ses révisions négligeables (Carnot et al., 2017 et graphique 25). Un système de bonus-malus, consistant à faire payer des contributions plus élevées aux pays qui reçoivent fréquemment des versements du fonds, pourrait contribuer à empêcher que des pays ne soient constamment en situation de bénéficiaire net. Il faudrait que le système puisse emprunter des fonds sur les marchés de capitaux pour financer les déficits occasionnels enregistrés lorsque les versements excèdent les contributions. Selon des simulations contrefactuelles fondées sur des données relatives à la zone euro, ces émissions de dette resteraient inférieures à 2 % du PIB de la zone euro (Claveres et Stráský, 2018).

**Graphique 25. Les mesures des écarts de production sont davantage révisées que celles des écarts de chômage**

Pays de la zone euro<sup>1</sup>, données annuelles portant sur la période 2009-2013



1. Membres de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE, hormis la Lettonie (15 pays).
  2. L'écart de chômage est mesuré par la différence en points de pourcentage entre le taux de chômage de l'année  $t$  et le taux de chômage annuel moyen des 10 années antérieures.
  3. Observations annuelles glissantes tirées de versions antérieures de la base de données des Perspectives économiques de l'OCDE (n° 85, 87, 91 et 93).
  4. Mesures annuelles tirées de la dernière version de la base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 103 (Édition 2018/1), pour la période allant de 2009 à 2013.
- Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933747071>

### **Encadré 2. Propriétés de stabilisation macroéconomique d'un régime de réassurance chômage mis en place à l'échelle de la zone euro**

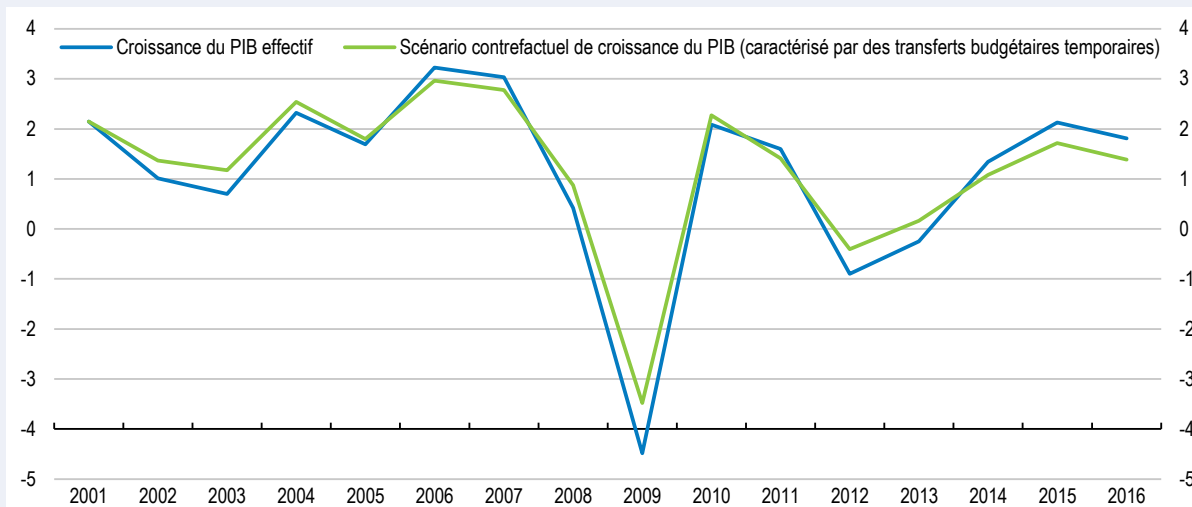
Dans Claveres et Stráský (2018), des simulations contrefactuelles sont effectuées pour évaluer les propriétés de stabilisation macroéconomique d'un régime de réassurance chômage mis en place à l'échelle de la zone euro. Les versements de ce régime de réassurance sont subordonnés à une hausse du taux de chômage, tant par rapport à l'année précédente que par rapport à sa moyenne mobile sur 10 ans (ce qui est qualifié de double condition de déclenchement). Cette double condition fixée pour les versements sert à limiter l'aléa moral de deux façons. Premièrement, dans la mesure où ces versements n'ont lieu qu'en cas de choc de grande ampleur, les fluctuations modestes du taux de chômage tenant probablement aux différences entre institutions du marché du travail ne sont pas prises en compte. Deuxièmement, l'assistance apportée s'interrompt si le taux de chômage se stabilise à un niveau plus élevé, ce qui incite le pays concerné à entreprendre des réformes structurelles.

Une fois enclenchés, les versements sont proportionnels à la variation du taux de chômage, de sorte que pour une hausse du taux de chômage de 1 point de pourcentage, le pays concerné reçoit un versement équivalant à 1 % de son PIB. Les pays participants financent le régime de réassurance au moyen de deux types de contributions : (i) des versements automatiques représentant 0.1 % du PIB effectués par tous les pays chaque fois que le solde du fonds passe en deçà de -0.5 % du PIB de la zone euro (contributions dites arythmiques) et (ii) une contribution supplémentaire de 0.05 % du PIB pour chacune des fois où ce régime d'assistance a été activé au cours des 10 années antérieures (suivant un mécanisme de bonus-malus). Tandis que le premier mécanisme contributif garantit que le fonds reste globalement équilibré la plupart du temps, le second, qui constitue un mécanisme mémoriel lent, empêche les transferts définitifs en imposant le paiement de contributions plus élevées aux pays qui bénéficient de manière répétée de versements du fonds.

D'après les résultats obtenus, un régime européen de réassurance chômage aurait pu réduire l'écart type de la croissance du PIB dans la zone euro de 36 % au cours de la crise financière, entre 2009 et 2013 (graphique 26). Ce faisant, ce régime aurait mobilisé des contributions annuelles moyennes des pays participants de l'ordre de 0.17 % de leur PIB national, au cours de la période 2000-2016, tout en évitant des transferts définitifs, comme le préconisait le Rapport des cinq présidents. Nos résultats sont comparables à ceux d'autres études publiées sur ce thème, fondées sur des hypothèses légèrement différentes concernant les critères en fonction desquels sont effectués les versements et payées les contributions (Carnot et al., 2017 ; Beblavý et al., 2017).

**Graphique 26. Un régime de réassurance chômage pourrait constituer un vecteur de stabilisation macroéconomique**

Croissance du PIB réel de la zone euro



Source : OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections* (base de données) et calculs des auteurs.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933747090>

Dans les circonstances actuelles, un régime de réassurance chômage caractérisé par des versements limités en cas de choc négatif de grande ampleur semble préférable à un véritable régime européen d'assurance chômage, qui mutualiserait complètement les ressources des dispositifs nationaux d'assurance chômage et verserait en permanence des prestations. Premièrement, le régime de réassurance, qui n'assurerait les organismes nationaux qu'à concurrence d'un montant de transferts prédéfini, peut fonctionner avec une harmonisation moins poussée des régimes d'assurance chômage nationaux en termes de durée, d'admissibilité et de taux de remplacement que celle requise par un véritable régime européen d'assurance chômage (Dolls et al., 2014). Deuxièmement, ce régime de réassurance ne s'appliquerait qu'en cas de choc négatif extrême, ce qui limiterait donc la durée pendant laquelle un pays donné recevrait une assistance et réduirait l'aléa moral connexe.

Afin d'empêcher sur le long terme des transferts définitifs entre pays, il faut que la question de l'aléa moral soit prise en compte de manière convaincante. Un régime d'application limitée aux périodes de choc négatif extrême contribue à réduire l'aléa moral : une double condition de déclenchement limite les versements reçus par les pays ayant un chômage élevé mais stable, et elle incite davantage les pays caractérisés par un haut niveau de chômage à agir pour le faire reculer. Afin de limiter les risques de pertes pouvant découler d'un défaut de remboursement, il faudrait que l'accès au régime soit limité aux pays qui respectent les règles budgétaires de l'UE et dont la dette publique est viable.

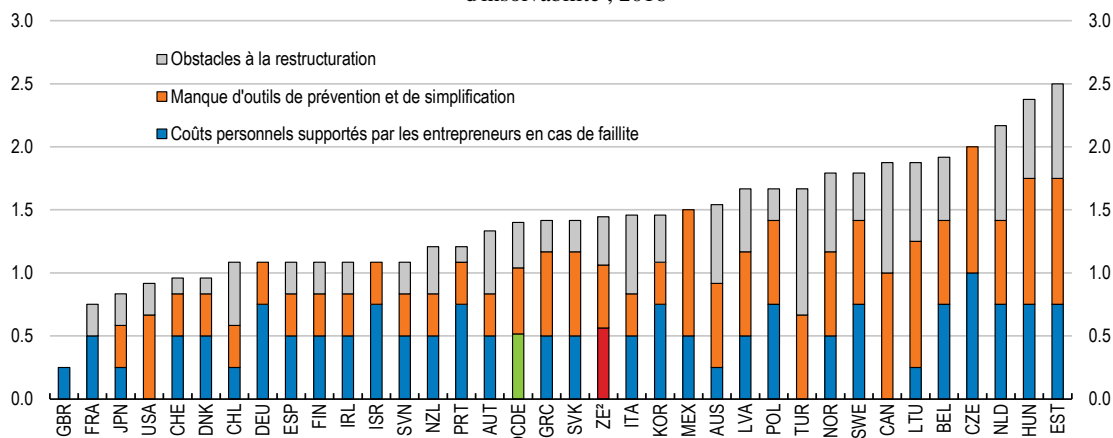
### *Améliorer le partage privé des risques en approfondissant l'union des marchés des capitaux*

L'union des marchés des capitaux vise à diversifier les sources de financement et à renforcer l'intégration des marchés de capitaux par le biais de diverses initiatives, visant par exemple à améliorer les règles de titrisation, à favoriser l'investissement institutionnel et de détail, à mettre en place des procédures de restructuration préventives et à offrir une seconde chance aux entrepreneurs. L'absence d'harmonisation des régimes d'insolvabilité peut faire obstacle à l'investissement transnational, car elle constitue une source d'insécurité juridique et complique la restructuration efficace des entreprises viables ainsi que la résolution des problèmes d'expositions aux prêts non performantes. En outre, les disparités entre législations nationales en matière d'insolvabilité rendent plus difficile l'apurement des prêts non performants et permettent un contournement des règles de renflouement internes énoncées dans la directive relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances, compte tenu de l'application aux établissements bancaires de règles nationales hétérogènes en matière d'insolvabilité et de liquidation (Bénassy-Quéré et al., 2018 et encadré 1).

Les procédures d'insolvabilité transnationales durent en moyenne trois ans et exigent deux fois plus de ressources que les procédures d'insolvabilité nationales, et des différences considérables subsistent entre les pays (Commission européenne, 2017d et graphique 27). La Commission a réalisé des progrès bienvenus pour faciliter le recouvrement des dettes en cas de procédure d'insolvabilité transnationale. Les règles révisées, qui permettent d'éviter des procédures d'insolvabilité secondaires, sont entrées en vigueur en juin 2017, et des procédures d'insolvabilité relatives aux groupes seront instaurées d'ici à 2019. De plus, des mesures sont actuellement prises pour harmoniser les procédures d'insolvabilité. La proposition de 2016 de la Commission définit des principes communs de restructuration précoce et prévoit d'accorder une seconde chance aux entrepreneurs honnêtes, constitue une avancée dans la bonne direction et devrait être adoptée. En ce qui concerne le recouvrement des dettes, la Commission a proposé en mars 2018 un mécanisme commun de recouvrement extrajudiciaire à partir de prêts garantis.

**Graphique 27. Les régimes d'insolvabilité diffèrent considérablement suivant les pays**

Indice variant sur une échelle de 0 à 3, du degré d'efficacité le plus faible au plus élevé des régimes d'insolvabilité<sup>1</sup>, 2016



1. La valeur de l'indice est d'autant plus grande que le régime d'insolvabilité considéré est susceptible de retarder l'enclenchement d'une procédure d'insolvabilité et/ou d'en allonger la durée.

2. Moyenne simple des données relatives aux pays membres de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE, hormis le Luxembourg, et à la Lituanie.

Source : calculs de l'OCDE fondés sur les réponses apportées au questionnaire de l'OCDE sur les régimes d'insolvabilité ; Adalet McGowan, M., D. Andrews et V. Millot (2017), « Insolvency Regimes, Zombie Firms and Capital Reallocation », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 1399, Éditions OCDE, Paris ; Adalet McGowan, M., D. Andrews et V. Millot (2017), « Insolvency Regimes, Technology Diffusion and Productivity Growth: Evidence from Firms in OECD Countries », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 1425, Éditions de l'OCDE, Paris.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933747109>

Une harmonisation de la réglementation dans d'autres domaines, notamment concernant les fonds de placement, les obligations sécurisées et les transactions sur créances, pourrait favoriser l'expansion des marchés internationaux de capitaux. Les récentes propositions de la Commission visant à harmoniser davantage les règles relatives à la distribution des fonds de placement, aux transactions internationales sur créances et aux obligations sécurisées, qui représentent une source importante de financement bancaire dans certains pays européens, sont donc bienvenues (Commission européenne, 2018).

Les réformes permettant de renforcer l'intégration des marchés de capitaux ne se limitent pas au programme actuel relatif à l'union des marchés des capitaux, et devraient également viser à éliminer le biais en faveur de l'endettement qui caractérise de nombreux systèmes d'imposition des sociétés, ainsi qu'à assurer une plus grande convergence de la surveillance des marchés de capitaux. Le régime fiscal préférentiel dont bénéficie la dette par rapport aux fonds propres dans de nombreux pays, qui contribue à créer des sources de vulnérabilité dans les sphères financière et réelle de l'économie, est un problème qui devrait être traité dans le cadre de la proposition d'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS). L'objectif devrait être de placer le financement par capitaux propres sur un pied d'égalité avec le financement par emprunt, en augmentant le coût de la dette et/ou en allégeant celui des fonds propres par rapport à la situation actuelle. Afin d'éviter les effets d'aubaine pour les détenteurs actuels de ces instruments de financement, il faudrait que ce régime fiscal plus neutre ne s'applique qu'aux nouvelles émissions de dette et aux nouveaux investissements financés sur fonds propres. La suppression du biais en faveur de l'endettement pourrait vraiment stimuler le



développement du marché des capitaux, notamment celui des marchés boursiers destinés aux petites et moyennes entreprises (PME) (Nassr et Wehinger, 2016).

En outre, une convergence plus poussée des régimes de surveillance des marchés de capitaux renforcerait les flux financiers internationaux, en supprimant les différences injustifiées en matière de pratiques réglementaires et en garantissant une mise en œuvre plus cohérente des règles. L'une des possibilités pourrait consister à ce que certains segments des marchés de capitaux nationaux où les activités transfrontières sont importantes soient placés sous la surveillance directe de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), afin que prévalent des conditions de concurrence équitables dans un plus grand nombre de domaines qu'aujourd'hui. Une telle évolution serait particulièrement importante lorsque certaines des activités financières réalisées au Royaume-Uni seront transférées dans plusieurs centres financiers de la zone euro, et que le cadre réglementaire uniforme (du Royaume-Uni) appliqué précédemment sera remplacé par les différents cadres des nouveaux pays d'accueil de ces activités (Bénassy-Quéré et al., 2018).

## Bibliographie

- Acharya, V., J. Santos et T. Yorulmazer (2010), « Systemic risk and deposit insurance premiums », *FRBNY Economic Policy Review*, août.
- Afonso, A. et D. Furceri (2008), « EMU enlargement, stabilization costs and insurance mechanisms », *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n° 2, pp. 169-187.
- Allard, C. et al. (2013), « Towards a fiscal union for the euro area », *IMF Staff Discussion Note SDN/13/09*, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Altavilla C., M. Boucinha et J. L. Peydro (2007), « Monetary Policy and Bank Profitability in a Low Interest Rate Environment », à paraître.
- Andrade, P. et al. (2016), « The ECB's asset purchase programme: an early assessment », *Working Paper Series*, N°1956, Banque centrale européenne, septembre.
- Andritzky, J., N. Gadatsch, T. Körner, A. Schäfer et I. Schnabel (2016), « A proposal for ending the privileges for sovereign exposures in banking regulation », VoxEU, <http://voxeu.org/article/ending-privileges-sovereign-exposures-banking-regulation>.
- Auerbach, A. et Y. Gorodnichenko (2011), « Fiscal multipliers in recession and expansion », *NBER Working Paper*, n° 17447, National Bureau of Economic Research, Cambridge, États-Unis.
- Banque centrale européenne (2018), *Addendum aux lignes directrices de la BCE pour les banques en ce qui concerne les prêts non performants : attentes prudentielles relatives au provisionnement prudentiel pour les expositions non performantes*, Banque centrale européenne, mars.
- Beblavý, M., D. Gros et I. Maselli (2015), « Reinsurance of national unemployment benefit schemes », *CEPS Working Document*, n° 401, Centre for European Policy Studies, Bruxelles.
- Beblavý, M. et K. Lenaerts (2017), « Feasibility and added value of a European Unemployment Benefits Scheme », Centre for European Policy Studies, Bruxelles.
- Bénassy-Quéré, A., et al. (2017), « Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform », *CEPS Policy Insight*, n° 91, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Benford, J., Best, T. et M. Joy (2016), « Sovereign GDP-linked Bonds », Bank of England Financial Stability Paper, n° 39, Bank of England, Londres.
- Blanchard, O., Mauro, P. et J. Acalin (2016), « The Case for Growth-Indexed Bonds in the Advanced Economies Today », Policy Brief, n° 16-2, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Broadbent, B. (2015), « Compositional Shifts in the Labour Market », discours prononcé lors de la conférence « Understanding the Great Recession: From Micro to Macro » organisée par la Banque d'Angleterre, septembre.
- Brunnermeier, M., et al. (2016), « ESBies: Safety in the tranches », *ESRB Working Papers*, n° 21, Conseil européen du risque systémique, Francfort-sur-le-Main.
- Caballero, R., E. Farhi et P.-O. Gourinchas (2017), « The safe assets shortage conundrum », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, n° 3, pp. 29-46.
- Carnot, N. (2017), « European fiscal governance and cyclical stabilisation: Searching for a lasting arrangement », *Intereconomics*, vol. 52, n° 3, pp. 148-154.

- Carnot, N., M. Kizior et G. Mourre (2017), « Fiscal stabilisation in the euro area: A simulation exercise », *CEB Working Paper* n° 17/025, Solvay Brussels School of Economics and Management, Université Libre de Bruxelles.
- Claeys, G. (2017), « The missing pieces of the euro architecture », *Policy Contribution Issue* n°28, Bruges, octobre.
- Claveres, G. et J. Stráský (2018), « Stabilising the euro area through an unemployment benefits re-insurance scheme », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Coeuré, B. (2018), « What yield curves are telling us », *Speech*, Dublin, 31 janvier.
- Comité budgétaire européen (2017a), *Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area*, Commission européenne, Bruxelles, juin.
- Comité budgétaire européen (2017b), *Annual Report 2017*, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2018a), « Réduire le risque au sein de l'union bancaire: la Commission présente des mesures pour accélérer la réduction de l'encours des prêts non performants dans le secteur bancaire », *communiqué de presse*, Commission européenne, Bruxelles, 14 mars.
- Commission européenne (2018b), *Compléter l'union des marchés des capitaux d'ici 2019 - il faut accélérer le processus*, Communication de la Commission, COM(2018) 114 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2018c), *Deuxième rapport d'étape sur les progrès accomplis dans la réduction des prêts non performants en Europe*, Communication de la Commission, COM(2018) 133 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2017a), *Standard Eurobarometer 88*, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2017b), *Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: A Roadmap*, Communication de la Commission, COM(2017)821 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2017c), *Sur l'achèvement de l'union bancaire*, Communication au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, COM(2017)592 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2017d), *Lever les obstacles nationaux aux flux de capitaux pour accélérer la réalisation de l'union des marchés des capitaux*, Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2017)147 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2017e), *New budgetary instruments for a stable euro area within the Union framework*, COM(2017)822 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2017f), *Proposition de Règlement du Conseil concernant la création du Fonds monétaire européen*, COM(2017)827 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (2015), *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 806/2014 afin d'établir un système européen d'assurance des dépôts*, COM 2015/0586 final, Commission européenne, Bruxelles.
- Conseil européen du risque systémique (2016), « Recommendation on closing real estate data gaps (ESRB/2016/14) », *Journal officiel de l'Union européenne*, Bruxelles, janvier 2017.
- Corsetti, C., et al. (2016), « Reinforcing the Eurozone and protecting an Open Society », VoxEU, <http://voxeu.org/article/reinforcing-eurozone-and-protecting-open-society>.

- Daly, M. et B. Hobijn (2017), « Composition, Selection and Aggregate Real Wage Growth », *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, vol. 107, n° 5, pp. 349-52.
- Debrun, X., N. Epstein et S. Symansky (2008), « A New Fiscal Rule: Should Israel 'Go Swiss'? », *IMF Working Paper*, WP/08/87, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- De Santis, R. et F. Holm-Hadulla (2017), « Flow effects of central bank asset purchases on euro area sovereign bond yields: evidence from a natural experiment », *Working Paper Series*, n° 2052, Banque centrale européenne, mai.
- Dolls, M., C. Fuest, D. Neumann, A. Peichl et M. Ungerer (2014), « Cost of non-Europe of the absence of an Unemployment Insurance Scheme for the euro area », rapport à l'attention du Parlement européen.
- Draghi, M. (2017), « Monetary policy and the outlook for the economy », discours, 17 novembre, Francfort-sur-le-Main.
- Eisenschmidt, J. et al. (2017), « The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances », *Occasional Paper Series*, n° 196, Banque centrale européenne, septembre.
- Eyraud, L., Gaspar, V. and T. Poghosyan (2017), « Fiscal politics in the euro area », *IMF Working Papers*, No. 17/18, Fonds monétaire international, Washington DC.
- Eyraud, L. et T. Wu (2015), « Playing by the rules: Reforming fiscal governance in Europe », *IMF Working Papers*, n° 15/67, Fonds monétaire international, Washington DC.
- Farhi, E. et I. Werning (2012), « Fiscal Unions », NBER Working Paper, n° 18280, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA.
- Fournier, J.-M. and J. Lehr (2018), « Issuing GDP-linked bonds: Supply and demand can match », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Frisell, L. (2016), « Europe's regulatory treatment of banks' sovereign exposures – How a flawed framework was put to use in the Irish financial crisis », *European Economy: Banks, Regulation and the Real Sector*, vol. 2, n° 1, pp. 105-118.
- Hatzius, J. et al. (2017), « Managing the ECB's exit », Goldman Sachs Economics Research, document non publié.
- Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi et M. Schulz (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Commission européenne, Bruxelles.
- Leandro, A. et J. Zettelmeyer (2018), « The search for a euro area safe asset », *PIIE Working Paper 18-3*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Merler, S. (2018), « Bank liquidation in the European Union: clarification needed », *Policy Contribution* n° 1/2018, Bruegel, Bruxelles.
- Mersch, Y. (2017), « Challenges for euro area monetary policy in early 2018 », discours, Francfort-sur-le-Main, 6 décembre.
- Milano, V. et P. Reichlin (2017), « Risk sharing across the US and Eurozone: The role of public institutions », *VoxEU*, <http://voxeu.org/article/risk-sharing-across-us-and-eurozone>.
- Monti, M. (2010), « Une nouvelle stratégie pour le marché unique », Rapport au Président de la Commission européenne J. M. Barroso, Commission européenne, Bruxelles.
- Nassr, I. K. et G. Wehinger (2016), « Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2015, n° 1, pp. 49-84.

- OCDE (2018), « Policy considerations in the current economic situation », Département des affaires économiques, Comité de politique économique.
- OCDE (2017a), *Trust and Public Policy: How Better Governance Can Help Rebuild Public Trust*, Éditions OCDE, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264268920-2-en>.
- OCDE (2017b), « Réformes économiques 2017 : Objectif croissance », Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/growth-2017-fr>.
- OCDE (2017c), *Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2017 Numéro 2*, Éditions OCDE, Paris, [http://dx.doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2017-2-fr](http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2017-2-fr).
- OCDE (2016), *Études économiques de l'OCDE : Zone Euro 2016*, Éditions OCDE, Paris.
- Pagano, M. (2016), « The sovereign-bank nexus and the case for European Safe Bonds », *European Economy: Banks Regulation and the Real Sector*, vol. 2, n° 1, pp. 129-138.
- Pina, A. (2016), « Rendre les finances publiques plus favorables à la croissance et à l'équité dans la zone euro », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1316, Éditions OCDE, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/5jlv2jgl4kbr-en>.
- Praet, P. (2018a), « Economic developments in the euro area », discours, Bruxelles, 1<sup>er</sup> février.
- Praet, P. (2018b), « Maintaining price stability with unconventional monetary policy », discours, Bruxelles, 29 janvier.
- Praet, P. (2017), « Towards Banking Union », discours prononcé lors de la Conférence LUISS International : « Europe 2017: Make it or Break it », Rome.
- Sapir, A. et D. Schoemaker (2017), « The time is right for a European Monetary Fund », *Bruegel Policy Brief* n° 4, Bruegel, Bruxelles.
- Shiller, R., Ostry, J. D. and J. Benford (eds.) (2018), *Sovereign GDP linked bonds: Rationale and design*, CEPR Press, Centre for Economic Policy Research, London.
- Stráský, J. et H. Hwang (2018), « The effects of negative interest rates in the euro area: evidence from bank level data », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Ubide, A. (2015), « Stability bonds for the euro area », *PIIE Policy Brief* 15-19, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Véron, N. (2017), « Sovereign concentration charges: A new regime for banks' sovereign exposures », document préparé pour la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, Bruxelles.





Extrait de :  
**OECD Economic Surveys: Euro Area 2018**

Accéder à cette publication :  
[https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-euz-2018-en](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2018-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2018), « Principaux éclairages sur l'action publique », dans *OECD Economic Surveys: Euro Area 2018*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-euz-2018-3-fr](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2018-3-fr)

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).