

1 Principaux éclairages sur l'action publique

La zone euro est confrontée à des défis d'un type nouveau type qui n'ont pas de précédent

Plus de dix ans après la crise financière mondiale, l'union monétaire est confrontée aujourd'hui à un défi de nature différente : au printemps 2020, la pandémie de COVID-19 a contraint la plupart des pays de la zone euro à suspendre une partie de leurs activités économiques, ce qui a fait basculer la zone dans une récession d'une nature et d'une ampleur inédites. Les vagues ultérieures d'infections a provoqué une nouvelle contraction, cependant moins prononcée, des économies de la zone euro, ce qui a encore aggravé les conséquences socioéconomiques de la crise. Plus d'un an après le début de la pandémie, les contaminations ont reflué, grâce aux ambitieuses campagnes de vaccination menées, mais le risque d'une nouvelle aggravation de la situation sanitaire causée par l'apparition de nouveaux variants du virus ne peut pas être écartée.

Les décideurs publics de la zone euro ont réagi rapidement et énergiquement à la pandémie, en élaborant une riposte pluridimensionnelle fondée sur un assouplissement des politiques monétaire, financière et budgétaire. Sur le plan de la politique monétaire, les mesures immédiates prises par la Banque centrale européenne (BCE) ont soutenu le crédit bancaire et la liquidité, et assoupli les conditions de financement globales. S'agissant de la politique budgétaire, l'UE a activé la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance afin de laisser davantage de latitude à ses États membres pour soutenir l'activité économique, et, en ce qui concerne les aides aux entreprises, elle a défini un encadrement temporaire des mesures d'aide d'État. Des aides financières supplémentaires ont été octroyées par l'UE : après avoir adopté d'un commun accord des instruments permettant de faire face aux conséquences les plus immédiates de la crise, comme l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE), les dirigeants européens ont approuvé l'ambitieux plan de relance « Next Generation EU », destiné à soutenir la reprise économique, à accroître la résilience économique et à renforcer la croissance à long terme, notamment en accélérant les transitions écologique et numérique.

L'ensemble de ces initiatives a montré la détermination des décideurs publics européens à faire face au choc lié au COVID-19 en recourant à tous les moyens dont ils disposaient. Néanmoins, la pandémie pourrait avoir des effets à plus long terme sur les économies de la zone euro et des mesures complémentaires s'imposent : de nombreux secteurs vont continuer à souffrir d'une faiblesse durable de la demande, ce qui ferait que le chômage resterait élevé plus longtemps. Les perturbations subies par le système d'enseignement dans de nombreux pays risquent d'avoir des effets négatifs prolongés sur le capital humain des jeunes générations. Il est probable que tous les pays de la zone euro soient touchés, mais certains le sont davantage que d'autres, en raison de la structure de leur économie ou d'une dynamique particulièrement défavorable pendant la crise sanitaire. Face à ces difficultés, les décideurs publics européens doivent se garder de tout excès de confiance. La crise liée au COVID-19 a enclenché une dynamique en faveur de réformes de l'architecture de l'union monétaire ainsi que de réformes structurelles nationales, et il faudrait que ce mouvement se poursuive.

Dans un contexte de forte dégradation des soldes budgétaires des pays de la zone euro, il faudrait revoir l'ensemble complexe des règles budgétaires de l'UE afin d'en améliorer le fonctionnement. Les instruments temporaires récemment adoptés par l'UE en matière de soutien budgétaire international dans le contexte de la crise, qui représentent une avancée importante pour l'Union européenne, doivent être mis en œuvre rapidement et efficacement. Il faudrait réaliser une évaluation rigoureuse de l'impact économique de SURE et de Next Generation EU, étant donné qu'ils pourraient utilement nourrir le débat sur l'achèvement de l'architecture de l'Union économique et monétaire (UEM). La politique monétaire, qui a contribué de manière cruciale à la résilience de l'union monétaire au cours des dix dernières années, doit toujours être mobilisée au service de la reprise. Le cadre de la politique monétaire a récemment été réévalué à la lumière des changements structurels de l'économie de la zone euro.

Comme après la crise financière mondiale, les effets économiques asymétriques de la pandémie de COVID-19 sont susceptibles de désynchroniser les cycles économiques entre les pays de la zone euro, ce qui risquerait d'entraîner une divergence économique à plus long terme. Le second chapitre de cette *Étude* porte sur les mesures envisageables pour favoriser la convergence des cycles économiques entre les pays de la zone euro, de manière à obtenir une reprise équilibrée et généralisée à la suite de la crise. Dans cette optique, la zone euro devrait envisager la possibilité de mettre en place un mécanisme commun de stabilisation budgétaire. La zone euro devrait aussi améliorer le fonctionnement du marché commun en ce qui concerne le capital et le travail. Cela passera par un approfondissement de l'union des marchés des capitaux (UMC), la mise en place d'un système bancaire véritablement paneuropéen, et la mise en œuvre d'un ensemble de réformes – dont un grand nombre au niveau national – destinées à renforcer la résilience des marchés du travail de la zone euro face aux chocs.

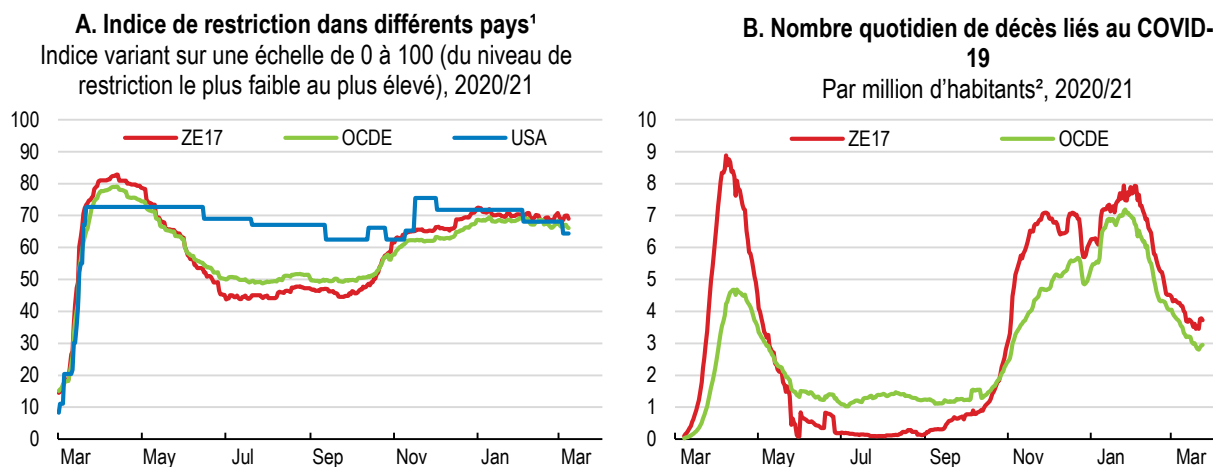
Les principaux messages de l'*Étude économique de l'OCDE de 2021* consacrée à la zone euro sont les suivants :

- La politique monétaire doit rester accommodante jusqu'à ce que l'inflation ait nettement convergé vers l'objectif de la BCE. Le nouveau cadre de la politique monétaire constitue une évolution positive à bien des égards, par exemple parce qu'il prévoit un objectif d'inflation plus explicitement symétrique et fournit un plan d'action qui doit permettre de prendre en compte les enjeux liés au changement climatique.
- Les autorités budgétaires devraient continuer de soutenir l'économie de la zone euro jusqu'à ce que la reprise soit fermement engagée, en évitant tout assainissement prématuré des finances publiques, et les mesures budgétaires liées à la crise adoptées par l'UE devraient être mises en œuvre rapidement. Il faut évaluer le cadre budgétaire européen afin de mieux assurer la viabilité des finances publiques, ainsi que de garantir une orientation contracyclique suffisante des politiques budgétaires et une meilleure appropriation des règles.
- Il faut neutraliser le risque de divergence entre les pays membres de la zone euro après la crise liée au COVID-19 en envisageant de mettre en place une capacité budgétaire commune, en achevant l'union bancaire, en approfondissant l'union des marchés des capitaux (UMC), et en favorisant des réformes des marchés intérieurs du travail.

La zone euro se remet d'une récession d'une nature et d'une ampleur inédites

Les pays de la zone euro ont fait partie des premiers touchés par la pandémie de COVID-19, dont les conséquences économiques négatives ont été considérables. Au printemps 2020, lorsqu'a eu lieu la première vague d'infections, les autorités ont pris des mesures sans précédent pour limiter la contagion, imposant souvent des confinements d'ampleur nationale accompagnés d'une suspension obligatoire des activités dans de larges pans de l'économie (graphique 1.1). Les mesures strictes d'endiguement adoptées ont conduit à de fortes pertes de production en termes de comparaison internationale au premier semestre de 2020 (graphique 1.2, partie A). Après la fin des mesures de confinement, l'activité a vigoureusement rebondi jusqu'au milieu de l'été 2020. Néanmoins, du fait de la résurgence de la pandémie à l'automne, de nombreux pays ont progressivement réimposé des confinements, même si ceux-ci ont été souvent moins stricts qu'au printemps 2020. Ces mesures ont eu pour effet d'inverser temporairement le mouvement de reprise amorcé. Au cours des premiers mois de 2021, une nouvelle vague de contaminations a déferlé sur la zone euro, contraignant les pays à imposer de nouvelles mesures d'endiguement et différant encore davantage la reprise. Une amélioration de la situation sanitaire, également due à la montée en régime des campagnes de vaccination, a contribué à la levée progressive des mesures d'endiguement dans la plupart des pays de la zone euro au deuxième trimestre de 2021.

Graphique 1.1. Des mesures d'endiguement strictes ont été adoptées en raison de la propagation généralisée de l'épidémie



Note : 1. Cet indice de restriction est la moyenne de huit indicateurs relatifs aux mesures de fermeture et d'endiguement adoptées par les pays, et sa valeur varie de 0 (absence de restrictions) à 100 (niveau maximal de restrictions). Les mesures de fermeture et d'endiguement prises en compte recouvrent les fermetures d'établissements scolaires, les fermetures de lieux de travail, les annulations de manifestations publiques, les restrictions relatives aux rassemblements, les suspensions des transports publics, les obligations de confinement à domicile, les restrictions de déplacement sur le territoire national et la limitation des voyages internationaux. 2. Moyenne mobile sur 7 jours.

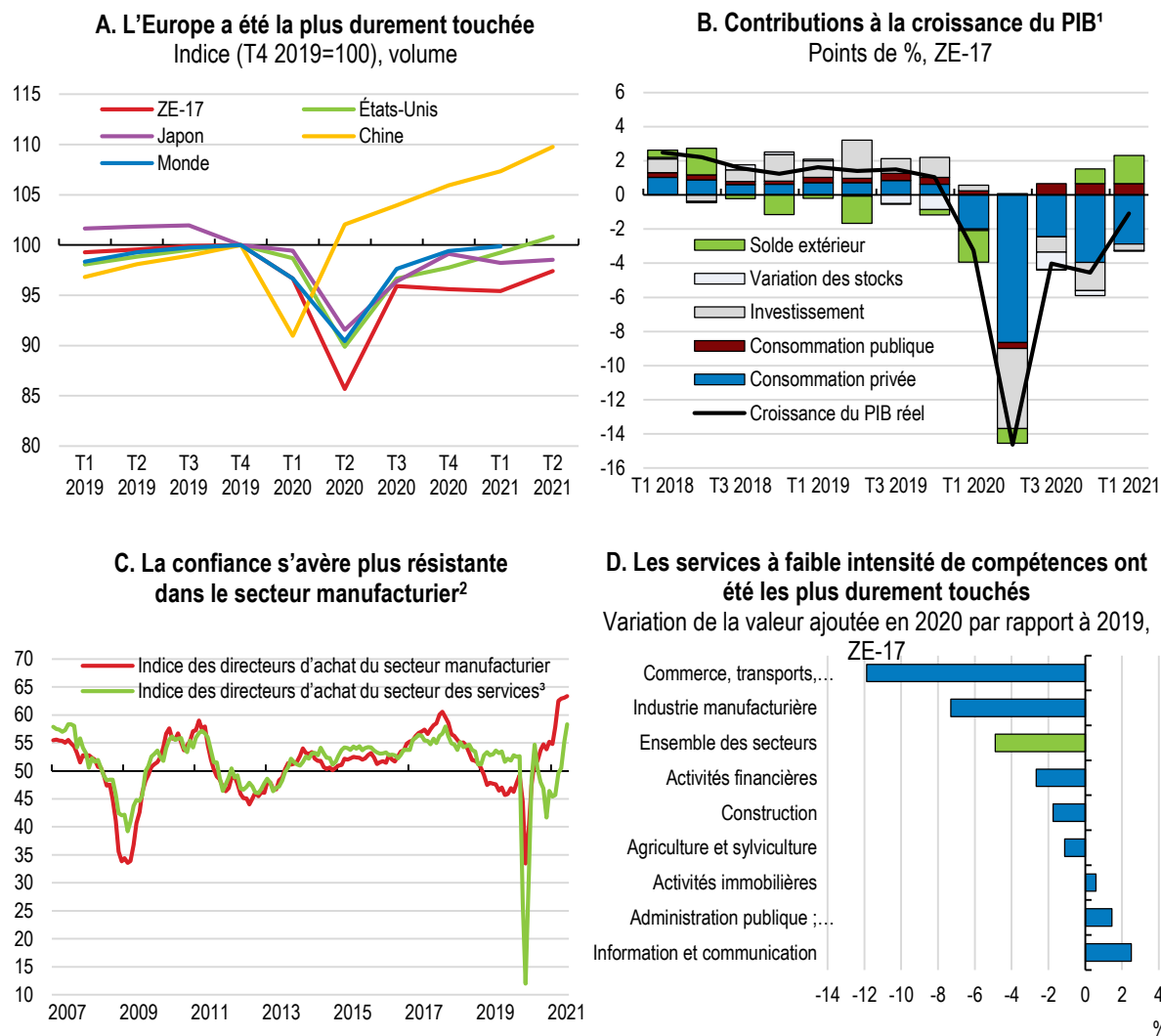
Source : Calculs de l'OCDE fondés sur l'outil de suivi de l'action publique face au COVID-19 de l'Université d'Oxford (Oxford COVID-19 Government Response Tracker) <https://covidtracker.bsg.ox.ac.uk/> ; et données du Centre européen de prévention et de contrôle des maladies (CEPCM), obtenues par l'intermédiaire de Our World in Data.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275330>

La pandémie de COVID-19 a porté un coup particulièrement rude à la consommation privée, compte tenu des restrictions de déplacement et des contraintes limitant un large éventail d'activités personnelles. L'investissement s'est aussi fortement contracté, essentiellement en raison de l'atonie de la demande et d'une incertitude considérable (graphique 1.2, partie B).

Les effets induits sur les différentes branches d'activité ont été très variables, les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre et qui emploient des travailleurs peu qualifiés étant souvent les plus durement touchés. Les services ont été particulièrement affectés, notamment ceux qui sont fondés sur des contacts directs entre prestataires et clients (graphique 1.2, partie D). Le tourisme, également touché par les restrictions de déplacement, l'illustre on ne peut mieux, en particulier lorsqu'il est tributaire des visiteurs internationaux. L'activité a également été fortement entravée dans le secteur manufacturier et dans celui de la construction au printemps 2020, mais elle a mieux résisté aux vagues suivantes de la pandémie, puisque la reprise consécutive au printemps a ramené ces secteurs à des niveaux de production proches de ceux d'avant la pandémie (sachant que ce rebond a été plus rapide dans la construction et plus progressif dans l'industrie des biens d'équipement) (graphique 1.2, partie C). En revanche, les secteurs plus compatibles avec la distanciation sociale ou le télétravail, comme l'agriculture, la finance ou les services liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC), ont moins souffert.

Graphique 1.2. La récession a été forte et très asymétrique entre secteurs



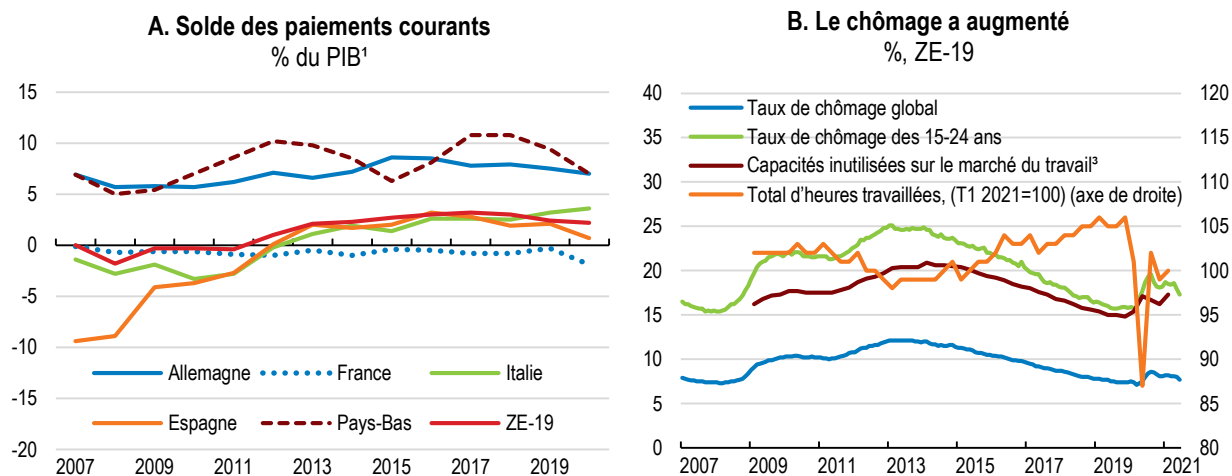
Note : 1. Contribution à la croissance du PIB par rapport au même trimestre de l'année précédente. 2. Une valeur de l'indice supérieure à 50 indique que la variable considérée est globalement orientée à la hausse par rapport à l'observation du mois précédent. 3. Entreprises privées du secteur des services.

Source : OCDE (2021), Statistiques macroéconomiques de l'OCDE (base de données) ; et IHS Markit.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275349>

La pandémie a également pesé sur le marché du travail. Le nombre total d'heures travaillées a évolué parallèlement à l'activité (graphique 1.3, partie B). Le recours généralisé au chômage partiel a limité la hausse du chômage, mais des mesures plus larges du sous-emploi de la main-d'œuvre font ressortir des augmentations un peu plus marquées, notamment liées à un accroissement du nombre de personnes disponibles pour travailler mais ne recherchant pas d'emploi. La dégradation de la situation du marché du travail pourrait avoir des effets négatifs persistants sur les jeunes et les femmes. Dans un contexte marqué par les effets considérables de la pandémie sur les échanges internationaux, le solde des paiements courants de la zone euro a quelque peu diminué en 2020, en partie du fait du recul des exportations touristiques. Néanmoins, un ample excédent subsiste, ce qui tient à un ajustement asymétrique entre pays au cours des dix dernières années (graphique 1.3, partie A) et à la faiblesse de l'investissement.

Graphique 1.3. L'excédent des paiements courants reste volumineux et le chômage a commencé à diminuer



Note : 1. Les soldes nationaux des paiements courants intègrent les soldes intra-UE.

Source : Eurostat (2021), « Statistiques de la balance des paiements (méthodologie MBP6) », Base de données d'Eurostat.

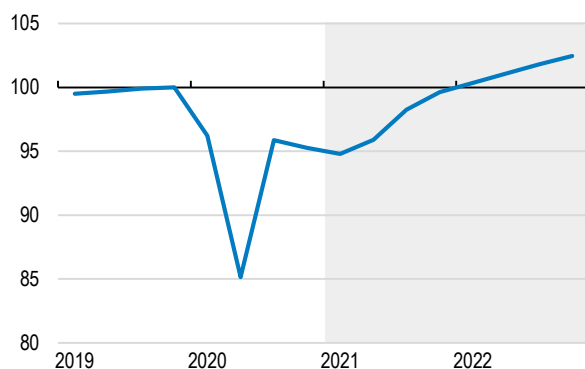
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275368>

La réaction européenne à la crise a été rapide et vigoureuse au regard de l'expérience passée, prenant notamment la forme de mesures de relance monétaire et budgétaire, de programmes d'allègement des exigences de fonds propres des banques, de dispositifs de garantie de prêt mis en place par la Banque européenne d'investissement, ainsi que de facilités de crédit assorties de conditions avantageuses destinées aux États membres (encadré 1.1).

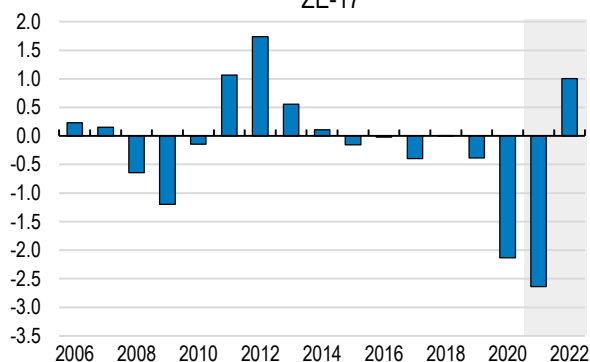
Après une contraction marquée en 2020 et une reprise différée au début de 2021, la croissance du PIB devrait s'accélérer nettement au second semestre de cette année, avant de se modérer en 2022, tout en restant vigoureuse (tableau 1.1 et graphique 1.4). Au cours du deuxième second semestre, la consommation privée devrait bénéficier de la levée des mesures de freinage et d'un rattrapage important de la demande. L'activité bénéficiera d'un coup de pouce supplémentaire du fait de l'ampleur de la relance budgétaire et de la vigueur du dynamisme des exportations. En 2022, la croissance continuera d'être stimulée par les exportations et la formation de capital, cette dernière reposant dans une large mesure sur l'investissement public. Toutefois, l'épargne des ménages, quoiqu'en repli, devrait rester supérieure à son niveau d'avant la pandémie, et le redressement de l'investissement privé ne sera que modéré. À la fin de 2022, le chômage devrait retrouver un niveau proche de celui auquel il s'établissait avant la pandémie. La poursuite de politiques budgétaires expansionnistes maintiendra la dette au sens de Maastricht au-dessus de 100 % du PIB au cours des années à venir.

Graphique 1.4. La reprise sera robuste

A. À la fin de 2022, le PIB sera encore inférieur à son niveau d'avant la crise
Indice (T4 2019=100), volume, ZE-17



B. Les politiques budgétaires ont eu une orientation expansionniste
Variation du solde primaire sous-jacent, en %, ZE-17



Note : Les données concernent les pays membres de l'Union européenne qui sont également membres de l'OCDE (22 pays).

Source : OCDE (2021), Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275387>

Les risques qui entourent les perspectives économiques sont multiples : des « effets de stigmatisme » à long terme pourraient se manifester, en raison de faillites, d'une dégradation de la dynamique du marché du travail ou si l'investissement se contractait durablement. Une augmentation des expositions non performantes pourrait entraîner une réduction du crédit bancaire, et une brusque résurgence durable de l'inflation pourrait contraindre les autorités monétaires à mettre fin rapidement à leur politique expansionniste, ce qui pourrait provoquer un resserrement des conditions financières. L'apparition de nouveaux variants du virus, résistants aux vaccins, pourrait saper les efforts déployés pour maîtriser l'épidémie par le biais des campagnes de vaccination en cours, et retarder la levée progressive des mesures d'endiguement. À l'inverse, une atténuation des contraintes qui limitent la production de vaccins et une montée en régime des campagnes de vaccination en cours, conjuguées à la mise en œuvre continue de stratégies de dépistage, de traçage et d'isolement destinées à circonscrire les épisodes de résurgence des infections par le virus, pourraient accélérer le redressement de l'activité. Une concrétisation rapide et efficace du plan de relance européen pourrait renforcer l'investissement et favoriser la mise en œuvre de réformes structurelles, aidant la zone euro à obtenir des gains de productivité plus importants (tableau 1.2).

Encadré 1.1. Les mesures monétaires, financières et budgétaires prises par l'Europe face à la crise liée au COVID-19

- La Banque centrale européenne (BCE) a étoffé son programme d'achat d'actifs en y consacrant 1 970 milliards EUR supplémentaires au total (soit 16.5 % du PIB de 2019 de la zone euro). Cela correspond pour l'essentiel au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*) de 1 850 milliards EUR, dont les achats nets devraient se poursuivre jusqu'à ce que la crise liée au COVID-19 soit considérée comme terminée, et au moins jusqu'en mars 2022. En mars 2020, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il envisagerait de réévaluer certaines des limites que la BCE s'est imposées dans la mesure nécessaire pour que son action soit proportionnée aux risques.
- Pour préserver le crédit bancaire et la liquidité, la BCE a annoncé de nouvelles opérations de refinancement à plus long terme non ciblées, rendu plus favorables les conditions de financement offertes dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), et assoupli les critères qu'elle applique pour déterminer quels sont les actifs admis en garantie.
- Les ratios de fonds propres et de liquidité des banques ont été temporairement revus à la baisse. Les normes de fonds propres ont également été assouplies temporairement par le biais de modifications apportées au règlement sur les exigences de fonds propres, ainsi que de l'instauration d'une certaine flexibilité en matière de traitement prudentiel des prêts non performants (PNP).
- Dans le cadre du train de mesures de relance par les marchés des capitaux ont été apportées des modifications ciblées aux règles qui s'appliquent à ces marchés – c'est-à-dire au règlement sur les prospectus, à la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et aux règles relatives à la titrisation – notamment pour permettre aux émetteurs de lever rapidement des fonds plus aisément et pour faciliter le recours à la titrisation, y compris celle des PNP, afin que les banques puissent accorder davantage de crédits.
- L'UE a activé la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), qui permet aux pays de s'écarter temporairement des objectifs budgétaires fixés par le PSC. D'après le paquet « Semestre européen » du printemps 2021, cette clause dérogatoire sera encore appliquée en 2022 et devrait être désactivée en 2023.
- Deux initiatives d'investissement en réaction au coronavirus (CRII et CRII+) ont accéléré la mise en œuvre de la politique de cohésion, notamment en réduisant le cofinancement national et en élargissant l'éventail des investissements pouvant en bénéficier.
- Des lignes de crédit fondées sur le mécanisme européen de stabilité (MES) ont été établies au titre d'un instrument de soutien dans le cadre de la crise pandémique ; elles permettront à chaque État d'emprunter jusqu'à concurrence de 2 % du PIB national (ce qui représente une enveloppe globale de 240 milliards EUR environ) pour financer des coûts directs et indirects en matière de soins de santé, de traitements et de prévention occasionnés par la crise liée au COVID-19. Ces prêts auront une échéance moyenne maximale de 10 ans et seront assortis de conditions favorables. Pour l'instant, aucun pays n'a sollicité le bénéfice de ce dispositif.
- Un nouvel instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) a été créé. Doté de 100 milliards EUR, SURE recouvre l'octroi de prêts à des conditions favorables aux États membres pour les aider à financer leurs dispositifs de chômage partiel et autres mesures de soutien aux travailleurs salariés et indépendants.
- Les mécanismes de garantie de la Banque européenne d'investissement (BEI) ont été étoffés. Un Fonds de garantie européen doté de 25 milliards EUR a notamment été créé en vue de

mobiliser jusqu'à 200 milliards EUR de financements (sous forme de dettes ou de fonds propres) pour les entreprises de toute l'Union européenne. Au moins 65 % de ces financements seront destinés à des petites et moyennes entreprises (PME).

- Le plan de relance « Next Generation EU » apportera aux États membres une aide globale de 750 milliards EUR – soit environ 5.5 % du PIB de 2019 de l'Union européenne à 27 (UE-27) – sous forme de subventions et de prêts, financés par l'émission de dettes par l'UE.
- L'Union européenne a également modifié à titre temporaire le régime des aides d'État pour permettre aux États membres d'apporter le soutien nécessaire aux entreprises.

Tableau 1.1. Indicateurs et prévisions macroéconomiquesZone euro¹, variation annuelle en pourcentage, en volume (aux prix de 2015)

	2018	2019	Prévisions		
			2020	2021	2022
Produit intérieur brut (PIB)	1.9	1.3	-6.7	4.3	4.4
Consommation privée	1.5	1.3	-8.0	2.5	6.0
Consommation publique	1.2	1.7	1.2	2.9	0.9
Formation brute de capital fixe	3.2	5.7	-8.5	5.7	5.6
Demande intérieure finale	1.8	2.5	-6.1	3.3	4.7
Variation des stocks ²	0.1	-0.5	-0.3	0.0	0.0
Demande intérieure totale	1.8	1.9	-6.4	3.4	4.7
Exportations de biens et services	3.5	2.5	-9.7	9.1	6.0
Importations de biens et services	3.6	3.8	-9.3	7.6	6.9
Solde extérieur ²	0.1	-0.5	-0.5	1.0	-0.1
Autres indicateurs (taux de croissance, sauf indication contraire)					
PIB potentiel	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
Écart de production ³	0.1	0.2	-7.3	-4.1	-0.7
Emploi	1.3	1.2	-0.9	0.2	0.9
Taux de chômage	8.2	7.5	7.9	8.2	7.9
Déflateur du PIB	1.4	1.7	1.6	0.9	1.3
Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)	1.8	1.2	0.3	1.8	1.3
IPCH sous-jacent	1.0	1.0	0.7	1.2	1.1
Taux d'épargne net des ménages ⁴	6.5	6.8	13.7	11.9	7.5
Solde des paiements courants ⁵	3.5	3.1	2.9	3.3	3.2
Solde budgétaire des administrations publiques ⁵	-0.5	-0.6	-7.2	-7.2	-3.7
Solde budgétaire sous-jacent des administrations publiques ³	-0.4	-0.6	-2.5	-5.1	-3.9
Solde budgétaire primaire sous-jacent des administrations publiques ³	1.2	0.8	-1.3	-3.9	-2.9
Dette brute des administrations publiques (au sens de Maastricht) ⁵	87.7	85.9	100.2	102.8	101.4
Dette nette des administrations publiques ⁵	63.2	63.3	76.3	79.4	78.4
Taux du marché monétaire à trois mois, moyenne	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5
Rendement des obligations d'État à dix ans, moyenne	1.1	0.4	0.0	0.0	0.0
Pour mémoire					
Dette brute des administrations publiques ⁵	102.4	103.5	121.9	124.6	123.2

Note : 1. Pays membres de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (soit 17 pays). 2. Contribution 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 (2021), « Perspectives économiques de l'OCDE, n° 109 » ; et Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections (base de données).

Tableau 1.2. Événements qui pourraient modifier sensiblement les perspectives

Événement	Conséquences possibles
Nouvelles vagues de l'épidémie de COVID-19 due à des variants du virus résistant aux vaccins.	Imposition de nouvelles mesures de confinement plus strictes et incertitude accrue, ce qui aurait des effets négatifs considérables sur la consommation et l'investissement privés. Augmentation du chômage et des faillites.
Vive augmentation des prêts non performants (PNP), dans un contexte d'aversion renforcée pour le risque.	Une dégradation sensible des bilans de banques pourrait compromettre la distribution de crédits à l'économie. Le besoin accru de soutien public des banques pourrait accentuer les pressions sur les finances publiques et entraîner une vive hausse des primes de risque souverain.
Lenteur dans la mise en œuvre du plan de relance de l'UE et levée prématurée du soutien budgétaire.	Une atonie persistante de l'investissement public ralentirait la reprise. Des tensions sur la dette souveraine pourraient réapparaître.
Large couverture vaccinale, conjuguée à la mise en œuvre continue de stratégies de dépistage, de traçage et d'isolement.	Circonscrire les épisodes de résurgence des infections par le virus peut permettre d'accélérer la levée progressive des mesures d'endiguement de la propagation du virus, favorisant du même coup un redressement plus rapide de l'activité.

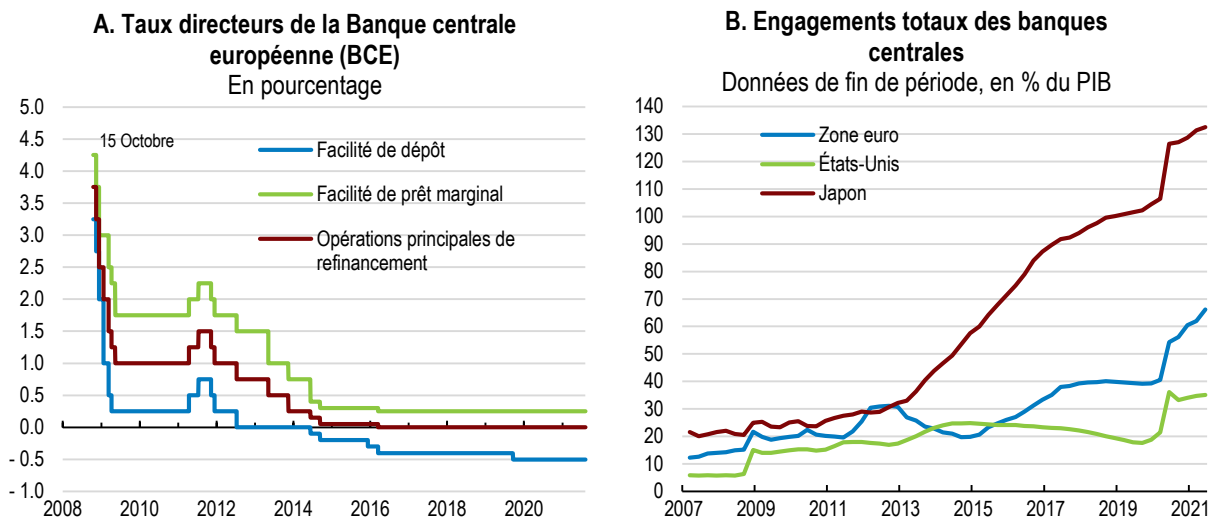
Préserver l'efficacité de la politique monétaire après en avoir évalué le cadre

La politique monétaire devrait rester accommodante

La Banque centrale européenne (BCE) est intervenue énergiquement pour soutenir l'économie dès le début de la crise liée au COVID-19, et l'orientation de sa politique monétaire est restée très accommodante depuis lors. Pour préserver le crédit bancaire et la liquidité, la BCE a annoncé un certain nombre de nouvelles mesures de politique monétaire, telles que de nouvelles opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) supplémentaires assorties de conditions très favorables, ainsi que des opérations de refinancement à plus long terme non ciblées, baptisées « opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO, *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*) », elle a abaissé à deux reprises le taux d'intérêt plancher appliqué dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), revu à la hausse le montant total que peuvent emprunter les contreparties dans le cadre des TLTRO III, et assoupli ses critères d'admission d'actifs en garantie. En outre, la BCE a étoffé l'enveloppe globale de son programme d'achat d'actifs en y consacrant 1 970 milliards EUR supplémentaires au total, soit près de 17 % du PIB de 2019 de la zone euro (graphique 1.5). Cela correspond pour l'essentiel au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*) de 1 850 milliards EUR. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé qu'il mettrait fin aux achats nets d'actifs au titre du PEPP dès lors qu'il estimerait que la crise liée au COVID-19 serait terminée, mais en tout état de cause pas avant la fin de mars 2022.

Graphique 1.5. Les taux directeurs de la BCE sont à un point bas historique, et les engagements inscrits à son bilan ont considérablement augmenté

Données de fin de période



Source : BCE (2021), « Financial Market Data: Official Interest Rates », Entrepôt de données statistiques (SDW, Statistical Data Warehouse), Banque centrale européenne ; Refinitiv (2021), Datastream Database ; et OCDE (2021), Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections (base de données).

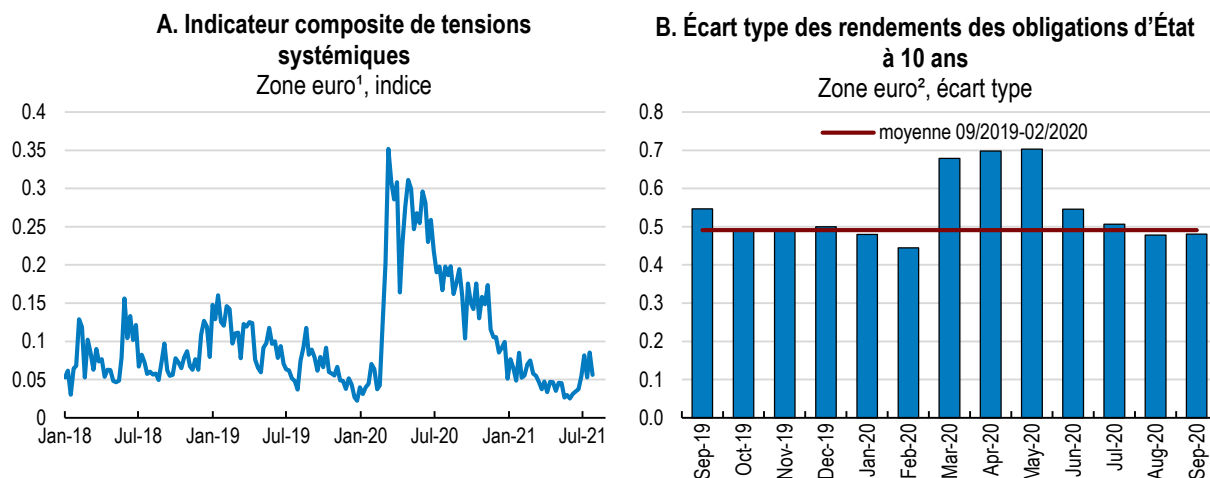
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275406>

La BCE a également doté son nouveau programme d'achat d'actifs de nouvelles caractéristiques importantes. Une dérogation aux critères d'admission en garantie applicable aux titres émis par l'État grec a été accordée pour les achats réalisés dans le cadre du PEPP, ce qui illustre la détermination bienvenue de la BCE de soutenir chacun des membres de la zone euro pendant la crise. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a également décidé d'élargir l'éventail d'actifs admissibles au titre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP, *Corporate Sector Purchase Programme*) aux billets de trésorerie du secteur non financier, et d'assouplir les critères d'admission d'actifs en garantie en ajustant les paramètres de risque du dispositif de garanties. Enfin, la BCE s'est engagée à réaliser ses achats d'actifs de manière flexible, en permettant des fluctuations dans la répartition des flux d'achats dans le temps, entre les catégories d'actifs et entre les pays. Cela correspond à un assouplissement temporaire des limites que s'est elle-même imposées la BCE au titre des précédents programmes. Toutes ces mesures sont bienvenues, étant donné qu'elles ont apporté le soutien nécessaire à l'économie, avec une souplesse et un ciblage adéquats.

Grâce aux interventions de la BCE, les tensions systémiques se sont atténuées dans la zone euro après le déclenchement de la pandémie en mars 2020, et les conditions financières s'y sont considérablement assouplies depuis lors (graphique 1.6, partie A). En outre, la fragmentation financière, mesurée par la dispersion des rendements des obligations souveraines, a nettement reflué (graphique 1.6, partie B).

Graphique 1.6. La réaction de la BCE à la pandémie a calmé les marchés de capitaux

Zona euro



Note : 1. Pays membres de la ZE19. CISS signifie Composite Indicator of Systemic Stress (0=No Stress,1=High Stress). Il agrège les symptômes de stress sur les marchés monétaires, obligataires, boursiers et des changes et est calculé à partir des corrélations variant dans le temps entre les rendements des actifs individuels. 2. Membres de la zone euro qui font également partie de l'OCDE, à l'exception de l'Estonie.

Source : Banque centrale européenne (BCE), Entrepôt de données statistiques (SDW, Statistical Data Warehouse) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275425>

Les mesures d'allègement des exigences de fonds propres et de conservation des fonds propres ont permis aux banques de la zone euro de se constituer un volant de sécurité de plus de 156 milliards EUR, et contribué à préserver les flux de crédits au premier semestre de 2020. Néanmoins, les récentes enquêtes sur la distribution du crédit bancaire laissent à penser que les critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages ont été durcis, en raison des inquiétudes des intermédiaires financiers au regard des risques de crédit découlant de la crise. Certaines estimations tendent à indiquer que les banques de la zone euro disposent d'un excédent de fonds propres leur permettant d'absorber les pertes sur prêts découlant de la crise liée au COVID-19 (FMI, 2020), mais une reprise plus lente pourrait se traduire par des déficits de fonds propres dans le secteur bancaire, dans la mesure où une atonie prolongée de l'activité économique accentuerait les problèmes généralisés de liquidités ou de solvabilité parmi les entreprises. Un démantèlement prématuré des mesures de soutien pourrait également contribuer à l'apparition de déficits de fonds propres.

L'opportunité du démantèlement progressif des mesures d'allègement des exigences de fonds propres devra être soigneusement évaluée tout au long de la phase de reprise au regard des éventuelles tensions subies par le système financier. Comme indiqué par la BCE, les restrictions imposées à l'échelle de l'ensemble du système en matière de versement de dividendes et de rachat d'actions devraient être levées en premier, les autorités de surveillance revenant parallèlement aux pratiques usuelles consistant à évaluer établissement par établissement les distributions de dividendes prévues par les banques. Les autres mesures de soutien au secteur financier devraient être maintenues jusqu'à ce que la reprise soit solide, sachant que les banques devraient reconstituer peu à peu leurs volants de fonds propres et de liquidités afin de rester en mesure de distribuer des crédits.

Les perspectives d'évolution de l'inflation sont incertaines. Si la dynamique des prix s'est détériorée en 2020 (l'appréciation de l'euro n'étant pas étrangère à cette évolution), l'inflation a enregistré une hausse inattendue au cours des premiers mois de 2021, alimentée entre autres facteurs par l'augmentation des prix de l'énergie et des produits alimentaires et par l'annulation d'une baisse d'impôt antérieure en Allemagne (graphique 1.7). Cela étant, les mesures de l'inflation sous-jacente, notamment la hausse des prix hors produits alimentaires et énergie, restent largement en deçà de l'objectif de 2 %, la progression

encore limitée des salaires jouant également un rôle à cet égard. Ces facteurs laissent entrevoir un ajustement temporaire de l'inflation, ou un retour à la trajectoire d'inflation plus élevée, quoique modérée, observée avant la pandémie. De ce fait, d'après les prévisions centrales, l'inflation devrait être bien en dessous de l'objectif de la BCE en 2022. La BCE doit certes rester très vigilante à l'égard d'une éventuelle montée des tensions sur les prix – en particulier si elle est découlée de l'évolution des salaires – mais la récente correction de l'inflation ne justifie pas encore un changement de politique monétaire.

Dans ce contexte, la BCE devrait conserver une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que l'inflation converge de façon robuste vers l'objectif de la BCE. La BCE devra donc faire preuve de circonspection pour faire la distinction entre des chocs temporaires sur les prix et des chocs plus durables, et elle pourrait à ce titre laisser temporairement l'inflation dépasser les 2 %, comme elle l'a admis. Cependant, si l'inflation sous-jacente devait durablement s'établir au-dessus de l'objectif de 2 %, la BCE pourrait envisager de commencer à limiter ses mesures de relance monétaire, par exemple en réduisant le rythme des achats au titre du programme d'achat d'actifs APP et en mettant fin aux achats nets effectués dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) après mars 2022.

Cela étant, même si le risque d'une dynamique désinflationniste a sérieusement diminué ces derniers trimestres, la BCE devrait tout de même se tenir prête à enclencher des mesures d'assouplissement monétaire supplémentaires en cas de tassement du taux de l'inflation. Beaucoup de risques continuent de peser sur les perspectives économiques, notamment à cause de l'apparition rapide de variants plus contagieux du coronavirus susceptibles de mettre à mal la reprise et de freiner l'inflation. Pour assouplir encore sa politique monétaire, la BCE pourrait notamment (i) prolonger le programme actuel d'achats d'actifs ; (ii) ajuster les paramètres essentiels des opérations de refinancement à plus long terme ; et (iii) renforcer ses indications prospectives.

Un accroissement sensible des acquisitions d'actifs souverains en réponse à une détérioration éventuelle des perspectives d'inflation se traduirait probablement par un prolongement de la suspension des limites que s'est elle-même imposées la BCE concernant le volume d'actifs qu'elle peut acheter. Une première règle pouvant devenir contraignante exige que la composition par pays émetteur du portefeuille d'obligations détenu par l'Eurosystème soit identique à la répartition du capital de la BCE entre les banques centrales nationales (BCN) – autrement dit, qu'elle corresponde à la clé de souscription au capital de la BCE. Une autre règle, généralement qualifiée de « limite de détention par émetteur », exige que le portefeuille d'obligations détenu par l'Eurosystème ne contienne pas plus de 33 % de l'encours des titres de dette admissibles émis par chaque pays. Il a été décidé ensuite de suspendre cette règle en ce qui concerne les achats réalisés dans le cadre du PEPP. La dernière contrainte que s'est elle-même imposée la BCE (la « limite de détention par émission »), suivant laquelle elle ne doit pas acquérir plus de 33 % (ou de 25 % dans des cas exceptionnels) de chaque émission, est destinée à réduire le risque que la détention par la banque centrale d'un portefeuille démesuré de titres ne puisse entraver le fonctionnement des marchés d'obligations d'État, et à éviter que la BCE ne détienne une minorité de blocage au titre de clauses d'action collective. La détention par la banque centrale d'un portefeuille démesuré d'obligations d'État peut notamment déboucher sur une réduction des volumes de transactions, une diminution de la volatilité des rendements, une dégradation de la liquidité du marché et une baisse du taux de rotation des titres (Potter et Smets, 2019).

Si nécessaire, la BCE pourrait envisager d'assouplir encore sa politique monétaire en ajustant les paramètres essentiels de ses opérations de refinancement à plus long terme, notamment PELTRO et TLTRO III. La dernière PELTRO est actuellement prévue pour décembre 2021. Si la situation économique l'exige, de nouvelles opérations devraient être envisagées en 2022. Le taux d'intérêt appliqué actuellement dans le cadre des PELTRO est inférieur de 25 points de base au taux moyen appliqué dans le cadre des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (qui s'établit pour l'heure à 0 %). La BCE pourrait assouplir encore sa politique monétaire en abaissant davantage ce taux d'intérêt. De même, une nouvelle réduction du taux d'intérêt appliqué dans le cadre des TLTRO III (qui peut aller pour l'heure jusqu'à 50 points de base en deçà du taux de la facilité de dépôt, qui s'établit aujourd'hui à -0.5 %) pourrait

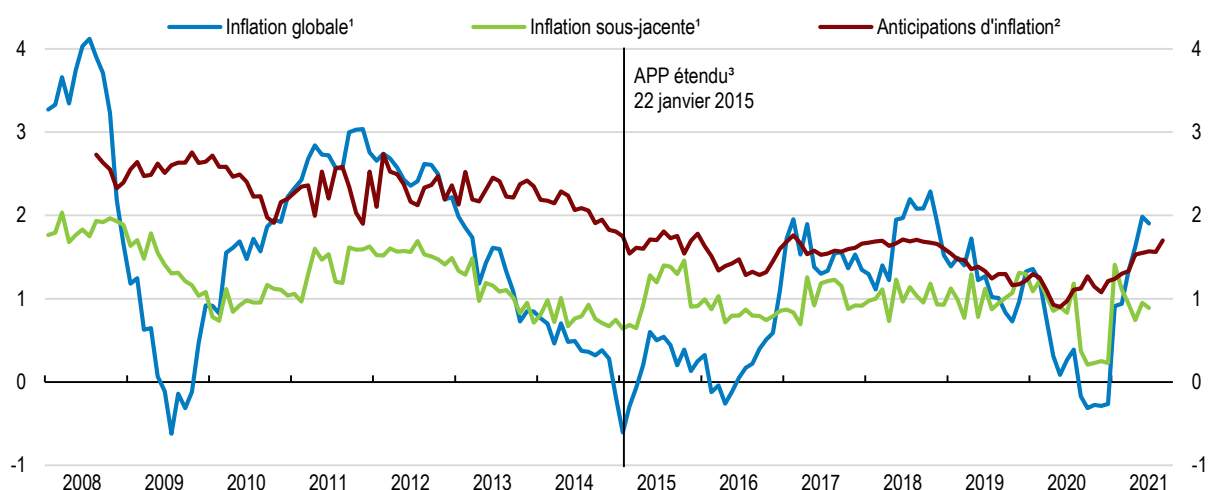
être envisagée, ainsi qu'une prolongation de leur échéance au-delà des 36 mois actuels (assortie de possibilités de remboursement anticipé pour les banques emprunteuses). Enfin, améliorer les indications prospectives, par exemple en rendant plus explicite le lien entre les nouvelles mesures de politique monétaire et certains indicateurs clés, comme le taux d'inflation, pourrait renforcer la prévisibilité des futures interventions (OCDE, 2018).

Il faudrait limiter les éventuels effets secondaires négatifs

Le solde des retombées positives et des effets secondaires négatifs des mesures non conventionnelles prises par la BCE – notamment de sa politique de taux d'intérêt négatifs et de ses programmes d'achat d'actifs – est demeuré positif jusqu'ici, mais ces effets secondaires négatifs pourraient s'accroître si ces dispositifs restent en place plus longtemps, ou à la suite de la mise en œuvre de nouvelles mesures d'assouplissement. La BCE doit donc être vigilante à l'égard des éventuels facteurs de fragilité financière, tout en adoptant régulièrement des mesures pour atténuer les éventuels effets secondaires de sa politique monétaire.

Graphique 1.7. L'inflation a rebondi en 2021

Glissement annuel, en pourcentage



Note : 1. Indices des prix à la consommation harmonisés ; l'inflation sous-jacente exclut l'énergie, les produits alimentaires, l'alcool et le tabac. 2. Inflation annuelle moyenne anticipée mesurée à partir 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 d'achats d'actifs (APP) étendu.

Source : Eurostat (2021), « Indices des prix à la consommation harmonisés », Base de données d'Eurostat ; et Thomson Reuters (2021), Base de données Refinitiv.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275444>

La politique de taux d'intérêt négatifs adoptée par la BCE en 2014 semble avoir porté ses fruits en incitant les banques à accorder des crédits avant la crise liée au COVID-19. Néanmoins, un environnement de taux d'intérêt négatifs pèse aussi sur les sources de revenus des intermédiaires financiers, en comprimant les marges d'intérêt des banques. Certains éléments indiquent que les taux d'intérêt négatifs ont contribué – en sus de la lourdeur des coûts découlant des structures d'entreprise – à la faiblesse des bénéfices des intermédiaires financiers dans la zone euro au regard des niveaux observés avant la crise financière mondiale, et par rapport aux résultats enregistrés par les banques d'autres économies avancées (graphique 1.8, partie B ; Altavilla *et al.*, 2017 ; BRI, 2018 ; OCDE, 2019 ; Brunnermeier et Koby, 2016 ; Borio *et al.* 2017 ; Stráský et Hwang, 2019).

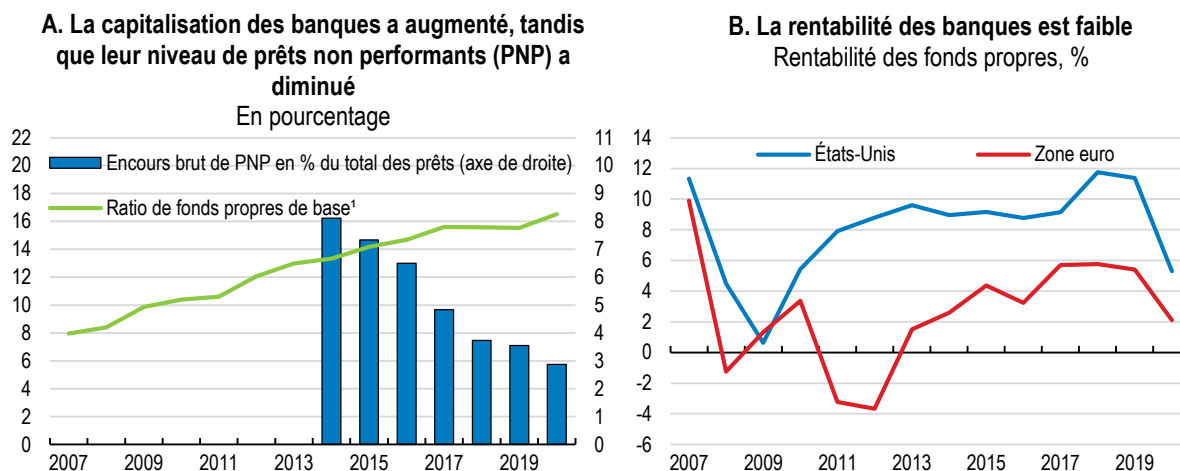
Si le volume de prêts non performants (PNP) demeure limité pour le moment, dans le contexte de l'augmentation attendue des pertes sur prêts en raison de la crise liée au COVID-19, les banques de la

zone euro ont déjà constitué d'amples provisions pour pertes sur ces créances. Selon de premières estimations correspondant au scénario du pire, jusqu'à 1 400 milliards EUR de PNP pourraient se faire jour du fait de la crise liée au COVID-19, même si la probabilité de ce scénario semble avoir diminué depuis 2020 (Enria, 2020). Les tests de résistance réalisés actuellement par l'Autorité bancaire européenne (ABE) et la BCE fourniront probablement des chiffres plus précis au cours des mois à venir. La rentabilité limitée des banques représente une source de préoccupation concernant la santé du système bancaire dans l'union monétaire, dans la mesure où une poursuite de la dégradation de la qualité du crédit est plus susceptible d'entraîner une érosion des fonds propres des banques si les marges d'intermédiation restent faibles.

Dans ce contexte, il est important que soient adoptées des mesures pour réduire les effets préjudiciables des taux d'intérêt négatifs sur les revenus des banques, comme la mise en place du système à deux paliers pour la rémunération des réserves excédentaires. Dans le cadre de ce système, les bénéfices des banques sont en partie abrités des conséquences des taux d'intérêt négatifs, étant donné qu'une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques n'est pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt. Dans la zone euro, la mise en place de ce système de rémunération des réserves à deux paliers a également eu pour effet positif de redistribuer les excédents de liquidité des pays dans lesquels les banques affichaient de tels excédents, comme l'Allemagne, la Belgique et les Pays-Bas, vers ceux où les banques disposaient de quotas exemptés (c'est-à-dire d'excédents de liquidité non soumis aux taux négatifs) inutilisés, comme l'Italie (Cœuré, 2019a). La possibilité de conserver un système de rémunération des réserves à deux paliers devrait être envisagée même une fois que la politique monétaire aura été normalisée, dans la mesure où il est susceptible de réduire la fragmentation financière sur certains segments du marché monétaire.

Graphique 1.8. Le niveau des prêts non performants reste bas pour le moment, mais les banques s'attendent à des pertes sur prêts

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



Note : 1. Fonds propres réglementaires de base / actifs pondérés en fonction des risques.

Source : FMI (2020), Indicateurs de solidité financière (base de données), Fonds monétaire international, Washington, D.C.

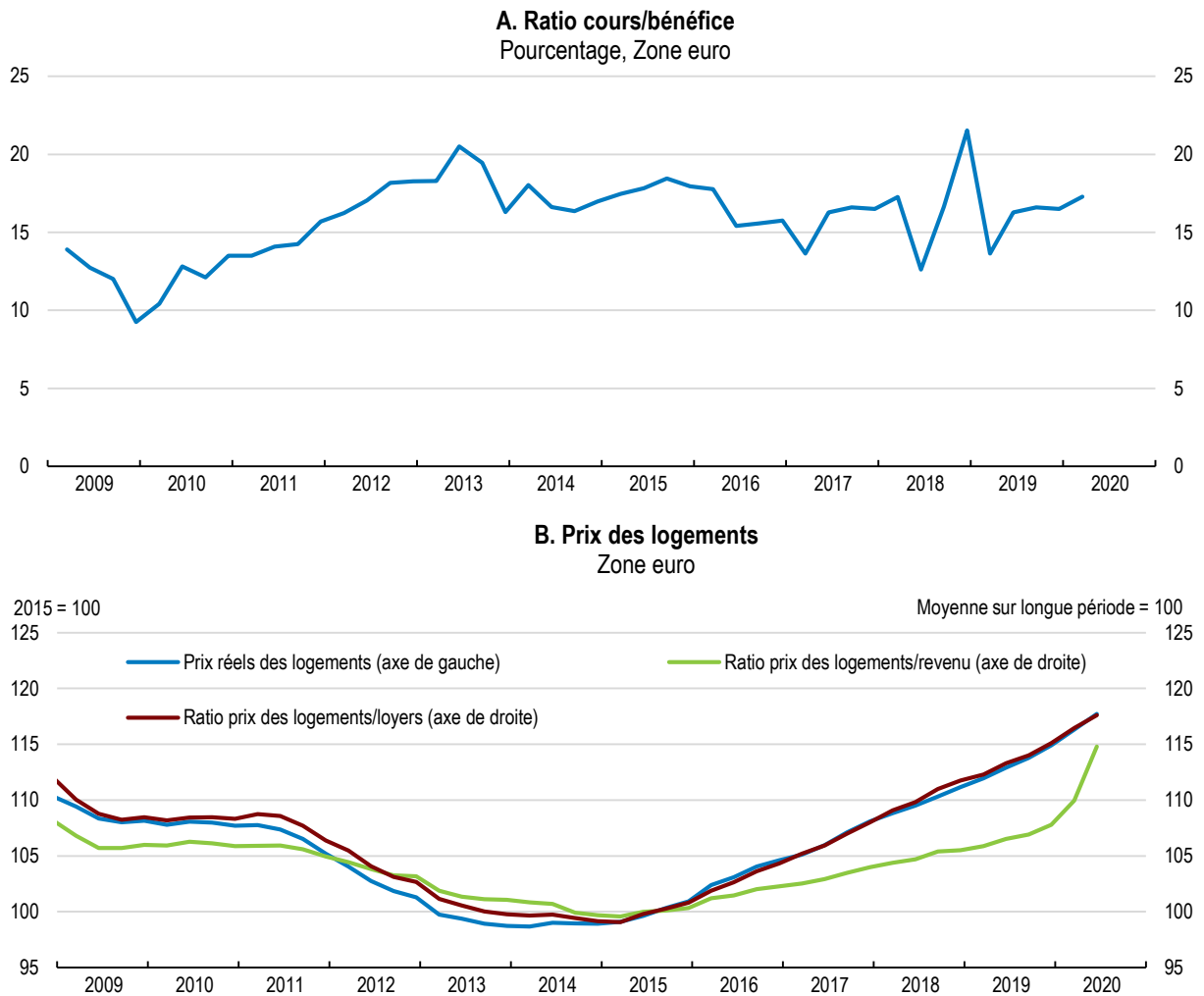
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275463>

Une période prolongée d'achats d'actifs par la banque centrale et de faibles coûts d'emprunt peuvent se traduire par une prise de risques excessive et une dynamique des prix des actifs intenable. En 2020, les cours des obligations et des actions ont nettement rebondi par rapport à leurs points bas d'avril, grâce à l'ampleur des liquidités disponibles sur les marchés de capitaux et de manière apparemment déconnectée des prévisions économiques alors relativement pessimistes. Jusqu'ici, même s'il semble clair que l'évolution des cours a été étayée par une amélioration de la perception des risques subordonnée à la

poursuite des politiques de soutien de l'économie, on ne décèle aucun signe manifeste de surévaluation systémique ou de déconnection des paramètres fondamentaux. Néanmoins, des poches de surévaluation potentielle peuvent exister sur certains segments de marché, tels que celui des obligations de société à haut rendement (BCE, 2020a). Les dynamiques des marchés d'actions et d'obligations et leurs liens avec les intermédiaires financiers et les investisseurs individuels devraient faire l'objet d'un suivi attentif, pour que l'on évite le risque qu'un retournement soudain des prix des actifs ne mette à mal le système financier. Il faudrait également surveiller les éventuels effets de la détention de vastes portefeuilles d'obligations souveraines par la BCE sur le fonctionnement de certains segments du marché monétaire et du marché de la dette publique.

Les prix de l'immobilier augmentent régulièrement depuis cinq ans, en particulier dans certains pays de la zone euro, comme les Pays-Bas, l'Allemagne et la France, alors que les émissions de prêts s'établissent à des points hauts historiques. Cette tendance s'est poursuivie depuis le début de la crise liée au COVID-19, les prix des logements ayant augmenté de 5.8 % dans la zone euro au premier trimestre de 2021, par rapport au même trimestre de 2020 (graphique 1.9). En principe, la crise liée au COVID-19 pourrait avoir un effet négatif sur les prix des logements urbains et des biens immobiliers à usage commercial, en particulier dans certaines régions ayant connu une croissance rapide au cours des dernières années. Une baisse de la demande de biens immobiliers dans les zones les plus prisées peut trouver son origine dans une diminution des revenus des acquéreurs potentiels (le niveau moyen du ratio prix des logements/revenu a sensiblement augmenté en 2020), dans une flexibilisation des modalités de travail (prenant par exemple la forme du télétravail) ayant provoqué une baisse de la demande de logements urbains, et dans une diminution des loyers commerciaux, en particulier en rapport avec les secteurs les plus durement touchés par la crise (commerce de détail, hôtellerie et restauration). Jusqu'ici, ces facteurs n'ont pas compensé les effets positifs de la baisse des taux d'intérêt sur la demande de logements. Si cela devait se produire dans l'avenir, il existe un risque de renversement de tendance (éventuellement brutal) en matière de valorisation des biens immobiliers, qui pourrait mettre en difficulté financière les propriétaires de logements et les intermédiaires financiers. Pour réduire au minimum le risque que les déséquilibres des prix des logements ne s'accroissent, il faudrait utiliser activement les cadres macroprudentiels sur les marchés concernés. Le Comité européen du risque systémique (CERS) a fourni des éléments appréciables aux pays de la zone euro confrontés à des facteurs de vulnérabilité dans le secteur immobilier pour qu'ils puissent renforcer de manière adéquate leurs dispositifs macroprudentiels (tableau 1.3).

Graphique 1.9. Les prix des logements ont sensiblement augmenté en 2020



Note : Pays membres de la zone euro qui sont également membres de l'OCDE (17 pays).

Source : Thomson Reuters, Refinitiv Database ; OCDE (2020), OECD Analytical House Price Indicators (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275482>

Tableau 1.3. Mesures monétaires et macroprudentielles prises depuis l'Étude de 2018

Principales recommandations de l'Étude de 2018	Mesures prises depuis 2018
Normaliser progressivement la politique monétaire	
<p>Conserver une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que l'inflation globale ait durablement renoué avec son objectif, mais réduire progressivement cette orientation expansionniste. S'engager à ne pas réduire le bilan de la BCE avant le premier relèvement des taux d'intérêt pour réduire au minimum le risque de fluctuations de marchés non souhaitées. Envisager de renforcer les indications prospectives sur les trajectoires des taux directeurs.</p>	<p>La Banque centrale européenne (BCE) a étoffé son programme d'achat d'actifs en y consacrant 1 970 milliards EUR supplémentaires au total (soit 16.5 % du PIB de 2019 de la zone euro). Cela correspond pour l'essentiel au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP, <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>) de 1 850 milliards EUR, dont les achats nets devraient se poursuivre jusqu'à ce que la crise liée au COVID-19 soit considérée comme terminée, et au moins jusqu'en mars 2022. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé que, dans le cas où des limites qu'elle s'est imposée pourraient freiner les initiatives que la BCE doit prendre afin d'accomplir sa mission, il envisagerait de les réévaluer dans la mesure nécessaire pour rendre son action proportionnée aux risques considérés.</p>
<p>Afin de limiter les effets secondaires de la politique monétaire accommodante sur le secteur du logement ainsi que sur d'autres, encourager l'adoption de mesures propices à la stabilité financière, telles que l'abaissement des critères de quotité de financement (ratio prêt/valeur du bien) ou de ratio prêt/revenu appliqués pour l'octroi des crédits, ou imposer des exigences de fonds propres supplémentaires.</p>	<p>En décembre 2018, le Conseil et le Parlement européen se sont accordés sur la modification du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR) et de la 4^e directive sur l'adéquation des fonds propres (CRD IV), dans le cadre d'une refonte plus générale des règles prudentielles et de résolution des défaillances applicables aux banques dans l'UE (« paquet bancaire »). Ce paquet bancaire prévoit diverses améliorations ciblées des dispositions macroprudentielles figurant dans le CRR et la CRD IV.</p> <p>Depuis 2018, la Commission a approuvé plusieurs mesures nationales adoptées en vertu de l'article 458 du CRR (dites « mesures nationales de flexibilité »), destinées à renforcer la résilience des établissements de crédit face à d'éventuelles corrections à la baisse des marchés de l'immobilier résidentiel (en Belgique, en Estonie et en Finlande) et face à des évolutions non viables du niveau d'endettement de grandes sociétés non financières vis-à-vis desquelles les établissements de crédit étaient fortement exposés (en France).</p> <p>Au printemps 2018, le Système statistique européen (SSE) a ouvert la voie à des travaux sur la mise en place d'une collecte de données permettant d'élaborer des indicateurs de l'immobilier commercial, qui n'existent pas encore au niveau européen. La première étape a résidé dans la création d'une Équipe spéciale sur les indicateurs de l'immobilier commercial, qui se réunit régulièrement depuis l'automne 2018. En mars 2019, le Comité européen du risque systémique (CERS) a recommandé à la Commission (Eurostat) de mettre en place un cadre minimal commun pour le marché physique de l'immobilier commercial, dans sa recommandation visant à combler les lacunes de données immobilières (CERS/2016/14, telle que modifiée par la recommandation CERS/2019/3).</p>
<p>Pour mieux apprécier la dynamique des prix de l'immobilier commercial, recueillir systématiquement des données granulaires et harmonisées sur les biens immobiliers commerciaux.</p>	

L'évaluation du cadre de politique monétaire

Après l'évaluation du cadre de sa politique monétaire engagée en janvier 2020, la Banque centrale européenne (BCE) vient de mettre à jour sa stratégie en la matière (encadré 1.2). Le nouveau cadre de la politique monétaire constitue un progrès à plusieurs égards, et il permettra à la BCE d'améliorer sa capacité à conduire une politique monétaire efficace dans les années qui viennent. Cette révision n'a que trop tardé puisque la stratégie de politique monétaire de la banque centrale, définie en 1998, n'avait pas été réexaminée depuis 2003. Durant toute cette période, l'économie de la zone euro a connu des mutations structurelles profondes, notamment un recul de la productivité et de la croissance tendancielle et un vieillissement de sa population, auxquels sont venues s'ajouter les séquelles de la crise financière. Toutefois, la panoplie d'outils à la disposition de la banque centrale s'est, elle aussi, étoffée. Comme l'a admis la BCE, dans le contexte d'une économie en mutation rapide, la zone euro aurait beaucoup à gagner de réexamens approfondis réguliers de son cadre de politique monétaire, à l'image de ce que prévoient la Banque du Canada et la Réserve fédérale des États-Unis.

Les principaux résultats de cette évaluation peuvent être regroupés en trois grands domaines : (i) une nouvelle formulation quantitative de l'objectif de stabilité des prix ; (ii) un inventaire de la panoplie d'outils disponibles pour atteindre cet objectif, y compris de la stratégie de communication ; et (iii) une analyse d'autres considérations intéressant la conduite de la politique monétaire, comme la stabilité financière, l'emploi et la durabilité environnementale.

Encadré 1.2. La nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE

Les principales composantes du nouveau cadre sont les suivantes :

- *Une nouvelle définition de l'objectif de stabilité des prix* : adoption d'un objectif d'inflation symétrique de 2 %, à moyen terme. Celui-ci remplacera l'ancienne formulation de l'objectif de stabilité des prix, notamment celui consistant à maintenir les taux d'inflation de la zone euro à un niveau « inférieur, mais proche de deux pour cent ». Les orientations à moyen terme demeurent inchangées.
- *Une évolution future de la mesure de l'indice des prix* : l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait rester la mesure des prix utilisée pour apprécier l'objectif de stabilité des prix. Cela étant, la BCE reconnaît que l'inclusion, dans l'IPCH, des coûts liés aux logements occupés par leur propriétaire donnerait une image plus fidèle du taux d'inflation intéressant les ménages, et elle va lancer un projet sur plusieurs années avec Eurostat pour s'assurer que cet élément soit pleinement pris en compte dans l'IPCH.
- *La prise en compte de considérations liées au changement climatique dans le cadre de la politique monétaire* : la BCE est déterminée à inclure des considérations relevant du changement climatique dans ses activités de politique monétaire, en ce qui concerne la diffusion d'informations, l'évaluation des risques, le cadre des garanties et les achats d'actifs du secteur des entreprises, selon une feuille de route précise. Pour ce faire, la BCE va développer ses capacités d'analyse en matière de modélisation macroéconomique, de statistiques et de politique monétaire en lien avec le changement climatique.
- *Amélioration de la communication*. La BCE est déterminée à améliorer sa communication dans le but d'améliorer les informations diffusées et leur accessibilité pour différents publics. La déclaration de politique monétaire relative aux décisions de politique monétaire de la BCE a été rationalisée et précisée. Sa structure a été adaptée, et l'accent mis sur un discours intégré permettant de motiver les décisions prises. La BCE a l'intention de faire des événements d'ouverture sur l'extérieur un élément structurel des interactions de l'Eurosystème avec le public. À l'avenir, ces événements comporteront tous un volet « écoute » et un volet « explication », afin que le public comprenne bien la stratégie de politique monétaire de la BCE et ses implications.
- *Instauration d'un cycle d'évaluation régulière du cadre de la politique monétaire*. La prochaine évaluation est prévue pour 2025.

Parmi les éléments supplémentaires, on peut citer : un inventaire des nouveaux instruments de politique monétaire adoptés par la banque centrale au cours de la dernière décennie, étant entendu qu'ils font désormais partie de la boîte à outils de la BCE, et l'introduction d'une évaluation de la proportionnalité faisant partie intégrante des décisions de politique monétaire. Cette évaluation devrait aussi comprendre une analyse des avantages et des effets secondaires possibles des mesures de politique monétaire.

Rendre l'objectif d'inflation symétrique

Aux termes de son mandat, la BCE est chargée de veiller à la stabilité des prix. Si ce mandat est clairement affirmé dans les traités de l'UE, la définition opérationnelle de la stabilité des prix est déléguée à la BCE. Dans le précédent cadre de la politique monétaire, la stabilité des prix était définie comme une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % en glissement annuel. De plus,

dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs visait à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à 2 %, mais proche de ce niveau, à moyen terme. Selon la nouvelle formulation, l'objectif d'inflation quantitatif est défini comme "un objectif d'inflation de deux pour cent à moyen terme". Cette formulation est la bienvenue : le nouvel objectif est simple, clair et facile à communiquer, et il devrait ainsi contribuer à ancrer plus solidement les anticipations d'inflation à long terme.

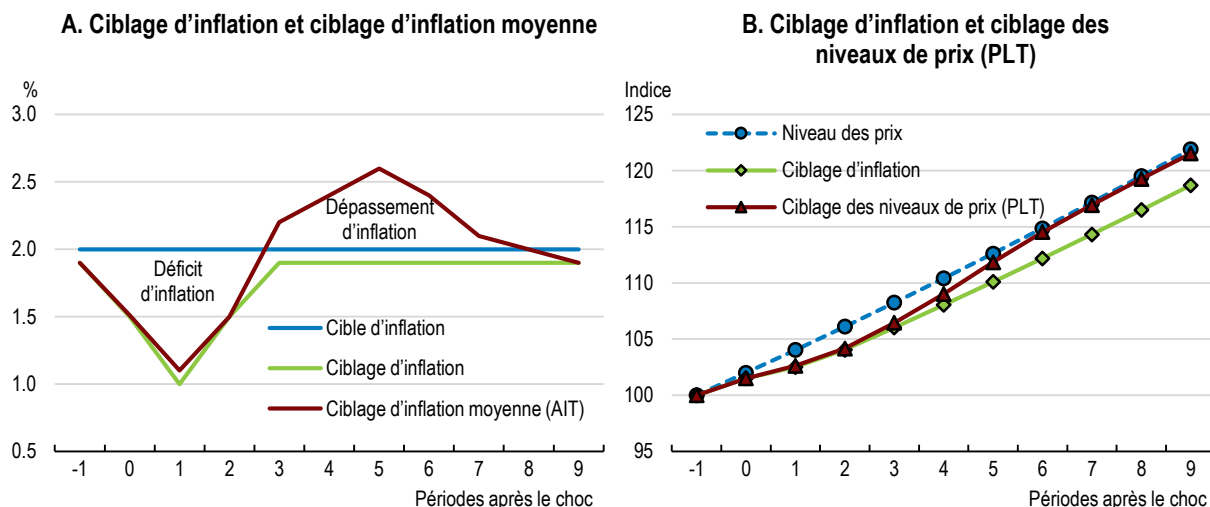
Cette nouvelle formulation de la stabilité des prix vise également à supprimer l'asymétrie de l'objectif précédent, souvent perçue comme impliquant des corrections plus fortes lorsque le taux d'inflation dépassait 2 % que lorsqu'il était inférieur à ce niveau. La BCE a parfois été critiquée pour avoir resserré trop vite sa politique monétaire lorsque l'inflation dépassait l'objectif fixé par le Conseil des gouverneurs (le dernier exemple étant la montée de l'inflation à l'été 2008, juste avant le pic de la crise financière mondiale), alors qu'elle desserre l'étau moins rapidement lorsque l'inflation se situe en deçà de l'objectif. L'abandon de l'expression « inférieur à 2 % » dans la définition de la stabilité des prix permet d'ancrer plus explicitement la symétrie dans la formulation de cet objectif.

Cela étant, si la nouvelle formulation confirme l'objectif d'inflation à moyen terme qui sous-tend les décisions de politique monétaire, elle ne donne pas de détails sur la manière dont cet objectif doit être atteint. Afin de lisser la réaction aux poussées d'inflation, la BCE aurait pu envisager de cibler son objectif d'inflation sur un taux moyen pendant une certaine durée (*Average Inflation Target*, AIT, ou cible d'inflation moyenne). Une variante de ce dispositif a été adoptée récemment par le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis (encadré 1.3), qui avait été précédée par la Banque de réserve d'Australie. Une banque centrale qui adopte un objectif d'inflation moyenne choisit une période sur laquelle elle mesure l'inflation dans le but d'atteindre, en moyenne sur cette période, l'objectif numérique fixé. Parce qu'il inclut l'inflation antérieure dans l'évaluation actuelle de la situation, ce cadre diffère de celui d'un objectif d'inflation conventionnel ; dans un dispositif de ciblage de l'inflation moyenne, en effet, les périodes antérieures d'inflation inférieure à l'objectif (le « passé ») donnent lieu à des mesures destinées à dépasser cet objectif (qualifiées de « stratégies de compensation ») afin que l'objectif soit atteint en moyenne à moyen terme (graphique 1.10).

Un autre cadre, tel que le ciblage du niveau des prix, dans lequel une banque centrale se fixe pour objectif de porter un indice des prix à un niveau spécifique, pourrait constituer une référence utile en termes de stratégie de compensation, mais celui-ci s'éloigne aussi plus nettement, et peut-être indûment, que le ciblage de l'inflation moyenne d'un cadre de ciblage flexible de l'inflation. Qu'il s'agisse du ciblage du niveau des prix ou de l'inflation moyenne, les deux stratégies portent la promesse d'une inflation supérieure ou inférieure à l'objectif dans l'avenir, peut-être dans une situation économique tout à fait différente, et dépendent de l'engagement des autorités monétaires à mettre en œuvre des mesures de compensation visant à obtenir une inflation temporairement supérieure après une période d'inflation trop faible. Les avantages d'une stratégie de compensation dépendraient donc de l'ampleur du caractère prospectif des anticipations d'inflation, et de la conviction des ménages et des entreprises de voir une hausse de l'inflation se matérialiser le moment venu. La crédibilité, l'engagement et la cohérence temporelle ont donc un rôle important à jouer dans une telle stratégie. En dernière analyse, bien que la nouvelle définition de la stabilité des prix aille dans le sens de l'engagement de la BCE à réagir de manière équivalente à des écarts à la hausse ou à la baisse par rapport à l'objectif d'inflation, elle ne parvient toutefois pas à préciser le rôle explicite des stratégies de compensation qui pourraient jouer un rôle dans la stabilisation des anticipations d'inflation autour de l'objectif à moyen terme. Une évaluation du rôle possible des stratégies de compensation pour la conduite de la politique monétaire dans la zone euro pourrait être incluse dans la prochaine évaluation du cadre de la politique monétaire prévu en 2025.

Graphique 1.10. Le ciblage de l'inflation moyenne et le ciblage des niveaux de prix impliquent des périodes d'inflation supérieure à l'objectif après un déficit d'inflation

Hypothèse de dynamique d'inflation après un choc



Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275501>

L'évaluation des instruments non conventionnels

La BCE a fait montre de sa capacité à innover en utilisant de nouveaux instruments de politique monétaire non conventionnels pendant la crise financière mondiale, et s'est montrée déterminée à poursuivre dans cette voie au lendemain de la pandémie de COVID-19. L'examen du cadre de la politique monétaire a permis d'évaluer et de répertorier l'efficacité de ces nouveaux outils. Cela étant, il n'a pas permis d'évoquer de nouveaux moyens de stimuler l'économie pendant les périodes marquées par la persistance d'une inflation faible. Quelques options pourraient mériter d'être étudiées dans de telles circonstances (pour un examen plus général, voir Praet, 2016).

Encadré 1.3. La révision du cadre de politique monétaire de la Réserve fédérale des États-Unis

Au début de 2019, le Comité de politique monétaire (FOMC, *Federal Open Market Committee*) de la Réserve fédérale a engagé une révision complète de son cadre de politique monétaire, recouvrant l'ensemble des stratégies, outils et pratiques de communication employés par la banque centrale pour s'acquitter de son mandat, qui est de promouvoir un niveau d'emploi maximum et la stabilité des prix. Cela étant, dans le cadre de cet exercice de révision, le mandat légal de la Réserve fédérale ainsi que l'objectif d'inflation à long terme de 2 %, formulé antérieurement par le FOMC, ont été considérés comme acquis.

Le processus de révision a été subdivisé en trois grands volets : (i) l'initiative « *Fed Listens* », qui a permis à la Réserve fédérale d'être à l'écoute, par des activités de sensibilisation et des consultations, d'un large éventail de personnes et de groupes dans tout le pays ; (ii) une grande conférence spécialisée, qui a rassemblé des décideurs publics et des universitaires et chercheurs ; et (iii) une série de cinq débats *ad hoc* dans le cadre de réunions consécutives du FOMC, auxquelles les analyses des chercheurs du Système fédéral de Réserve ont apporté un éclairage.

En août 2020, le FOMC a publié un des résultats clés de cet exercice de révision, à savoir une déclaration de consensus sur les objectifs à long terme et la stratégie de politique monétaire, qui modifie, pour la première fois depuis 2012, la manière dont le Comité décrit son action. Les principaux changements sont les suivants :

- L'adoption d'une « forme flexible » de ciblage de l'inflation moyenne, dans le cadre duquel l'objectif poursuivi est que « l'inflation s'établisse à 2 % en moyenne sur la durée ». La flexibilité conférée par rapport au cadre normal de ciblage de l'inflation moyenne découle du fait que les décisions sur la bonne politique monétaire à adopter continueront de se fonder sur des considérations très diverses et ne seront pas dictées par une quelconque formule ;
- La décision d'évaluer, aux fins de la politique monétaire, non plus les « écarts » (positifs ou négatifs) par rapport au plein emploi, mais les « déficits d'emploi » par rapport à ce niveau maximal. Cette modification implique qu'une amélioration de la situation du marché du travail, évaluée à partir d'un ensemble d'indicateurs plutôt que d'une estimation du taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU), n'enclenchera un resserrement monétaire que si elle s'accompagne de tensions importantes sur les prix ;
- La désignation explicite des questions de stabilité financière comme une composante importante du mandat de la Réserve fédérale.

Le FOMC a annoncé son intention de mener une révision périodique de sa stratégie de politique monétaire, de ses outils et de ses pratiques de communication environ tous les cinq ans.

Un contrôle de la courbe des rendements nécessiterait de la BCE qu'elle cible un taux à moyen ou à plus long terme et qu'elle s'engage à acheter autant d'obligations que nécessaire pour empêcher ce taux de monter au-dessus de l'objectif retenu. L'expérience de la Banque du Japon et de la Banque de réserve d'Australie semble indiquer que si cet engagement est pris avec suffisamment de crédibilité, le contrôle de la courbe des rendements peut permettre à la banque centrale de parvenir à la configuration de courbe qu'elle cible, peut-être en achetant effectivement moins d'actifs que dans le cadre d'un programme d'achat d'actifs (*Asset Purchase Programme*, APP) de longue durée. Quoi qu'il en soit, le déploiement d'un cadre de contrôle des courbes de rendement serait plus complexe dans la zone euro que dans d'autres juridictions, puisque la BCE devrait alors cibler 19 courbes de rendements souverains. Une autre solution pour la BCE serait de cibler la courbe de rendement des actifs libellés en euros et liés au plan de relance européen « *Next Generation EU* », ou bien une courbe de rendement de taux d'intérêt sans risque, telle que la courbe des taux des contrats d'échange de taux au jour le jour (OIS, *Overnight Index Swaps*), allant de pair avec un recours flexible à son programme d'achat d'actifs. En tout état de cause, un cadre de

contrôle de la courbe des rendements dans la zone euro sera probablement perçu différemment par rapport aux mesures comparables adoptées dans d'autres économies avancées, étant donné que la dynamique des rendements à long terme dans les pays de la zone euro est déterminée par des différences dans les primes de risque, plus souvent que dans les primes d'échéance ou les anticipations d'inflation.

Il y aurait lieu également d'envisager de nouvelles méthodes de politique monétaire pour soutenir directement la demande globale, et plus spécialement, la consommation. Par exemple, via des opérations de refinancement ad hoc ciblées sur le crédit à la consommation, de façon à lier les coûts de financement des banques à des objectifs de prêt dans certains segments précis du crédit à la consommation. Le fait de lier la rémunération des réserves bancaires à ces mêmes objectifs pourrait renforcer la transmission de la politique monétaire. Les opérations de refinancement ciblées sur le crédit à la consommation et le contrôle de la courbe des rendements sont potentiellement des moyens extrêmes (et controversés) par lesquels une autorité monétaire peut stimuler l'économie, et toute évaluation de ces outils devra prendre en compte un équilibre rigoureux des risques.

Définir des outils de communication nouveaux

L'évaluation du cadre de la politique monétaire a été l'occasion de formuler des lignes directrices pour l'amélioration de la stratégie de communication de la BCE. Les éléments de cette nouvelle stratégie portent pour l'essentiel sur une nouvelle déclaration de politique monétaire, une rationalisation et un recentrage du discours, et un ensemble d'événements d'ouverture sur l'extérieur qui vont devenir des éléments structurels des interactions de l'Eurosystème avec le public. La nouvelle stratégie de la communication de la BCE comporte donc quelques innovations positives importantes qui visent à atteindre un plus large public allant au-delà des acteurs des marchés financiers et des décideurs publics. Il sera ainsi possible de sensibiliser davantage tous les citoyens aux processus et décisions de politique monétaire, ce qui constitue un élément particulièrement important dans les pays où les décisions de politique monétaire sont régulièrement critiquées par le public.

D'autres options d'amélioration de la communication existaient, comme par exemple le fait de rendre public le point de vue de chacun des membres du Directoire, voire d'encourager ces derniers à publier leurs anticipations en matière de trajectoire de taux directeur (OCDE, 2018). L'expérience des banques centrales d'autres juridictions (la Réserve fédérale publiée, par exemple, l'estimation que fait chaque membre du FOMC du futur taux directeur qu'il conviendrait d'appliquer, sous la forme d'un « dot plot » ou graphique à points, dans le résumé de ses projections économiques) montre que des indications de trajectoire réussissent à harmoniser les anticipations diverses des marchés quant aux futurs taux d'intérêt. Même dans le contexte européen, mettre au jour la diversité des vues et des attentes en matière de politique monétaire peut être un moyen d'améliorer la transparence, la reddition de compte et l'efficacité de cette politique en contribuant à stabiliser les anticipations du secteur privé conformément à l'orientation souhaitée par les autorités monétaires. Parallèlement, pour être efficace, la communication sur la diversité des vues doit être systématique et cohérente afin d'éviter que des désaccords n'aboutissent à des rumeurs et malentendus, ce qui aurait pour effet de diluer les signaux envoyés. Une évolution dans ce sens nécessiterait quelques changements dans les pratiques de fonctionnement de la BCE, et il faudrait également veiller à protéger les membres du Conseil des gouverneurs des pressions nationales et à préserver leur indépendance.

Intégrer le changement climatique dans le cadre de politique monétaire

La politique monétaire pourrait devoir tenir compte des conséquences du changement climatique sur l'économie. Le changement climatique peut avoir des effets sur la situation macroéconomique de diverses manières ; des événements climatiques majeurs récurrents (les sécheresses, par exemple) peuvent jouer sur la dynamique d'inflation globale, notamment *via* des flambées temporaires des prix agricoles. Le réchauffement climatique peut durablement affecter les rendements agricoles et entraîner des

changements durables dans les prix relatifs, que la banque centrale pourrait plus difficilement ignorer (graphique 1.11). Les mesures prises par tous les acteurs concernés, y compris les pouvoirs publics, pour lutter contre le changement climatique, peuvent aussi avoir un impact sur le contexte macroéconomique et la dynamique des prix.

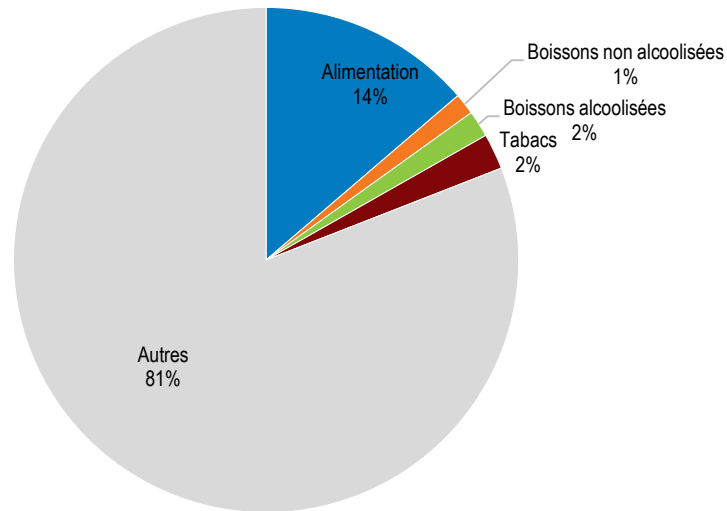
Après l'évaluation de son cadre de politique monétaire, la BCE s'est engagée à mettre en œuvre un ambitieux plan d'action en lien avec le climat afin de mieux intégrer dans ce cadre des considérations liées au changement climatique. Dans un premier temps, la BCE va améliorer ses capacités de modélisation analytique et macroéconomique et élaborer des indicateurs statistiques pour mieux comprendre l'impact macroéconomique du changement climatique et des politiques de transition vers une économie sobre en carbone. Ensuite, la BCE adaptera la conception du cadre opérationnel de sa politique monétaire du point de vue de la diffusion d'informations, de l'évaluation des risques, des achats d'actifs du secteur des entreprises et du cadre des garanties. Plus précisément, la BCE va mettre en place des obligations de diffusion d'informations pour les actifs du secteur privé qui constitueront un nouveau critère d'éligibilité ou serviront de base à un traitement différencié des garanties et achats d'actifs, et elle commencera en 2022 à mener des tests de résistance du bilan de l'Eurosystème sous l'angle du climat afin d'évaluer son exposition au changement climatique. Enfin, la BCE tiendra compte des risques liés au changement climatique lors de l'examen des cadres d'évaluation et de contrôle des risques pour les actifs mobilisés en tant que garanties par des contreparties à des opérations de crédit, et elle prendra ces mêmes risques en compte dans ses procédures de diligence concernant ses achats d'actifs du secteur privé devant être inclus dans ses portefeuilles de politique monétaire. Ce plan d'action va s'appuyer sur une feuille de route détaillée dans laquelle les objectifs de mesures à prendre en lien avec le climat devront être définis d'ici 2024.

L'établissement d'une communication d'informations en lien avec le climat plus normalisée et de portée plus large de la part des émetteurs d'actifs pouvant être admis en garantie des achats d'actifs de la BCE et des emprunteurs bancaires peut ouvrir la voie à un assouplissement quantitatif « vert ». Pour ce faire, on pourrait donner explicitement la priorité aux actifs verts dans le cadre de l'APP, rééquilibrer le portefeuille existant en affectant une pondération plus ou moins élevée aux entreprises selon leur intensité carbone, ou encore exclure des programmes les obligations émises par des entreprises ou des secteurs à forte intensité de carbone. On pourrait aussi envisager de lancer des facilités de financement à long terme destinées à diriger l'offre de crédit vers des activités qui contribuent à la transition écologique (via des « TLRTO vertes »).

L'efficacité d'un assouplissement quantitatif vert pourrait toutefois être limitée, car selon certaines études récentes, on peine à prouver que l'émission d'obligations vertes irait de pair avec une réduction des émissions de carbone (Ehlers *et al.*, 2020). Ce résultat s'explique peut-être par les incertitudes qui entourent la définition d'une activité verte. Certains chercheurs suggèrent qu'une priorité plus explicite donnée aux obligations vertes dans le programme d'achat d'actifs de la BCE ne pourrait réduire les émissions qu'à la condition que les obligations vertes et les autres ne soient pas parfaitement substituables, pour que les investisseurs ne puissent pas profiter d'arbitrages entre des titres émis par les secteurs « verts » et d'autres titres émis par les secteurs à plus forte empreinte environnementale (Ferrari et Nispi Landi, 2020). Du point de vue de son application, le verdissement de l'assouplissement quantitatif nécessiterait également d'être réglementé en conséquence, en incitant les investisseurs à donner la préférence à des obligations vertes.

Graphique 1.11. Les produits issus de l'agriculture représentent près de 20 % de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de la zone euro

Principales sous-composantes de l'IPCH de la zone euro, 2020



Note : La rubrique « Alimentation » englobe les produits alimentaires transformés et non transformés.

Source : Eurostat.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275520>

Un assouplissement quantitatif vert impliquerait de repenser quelque peu le rôle de la banque centrale dans l'économie et risquerait de produire des effets secondaires potentiellement indésirables. En effet, les banques centrales sont dirigées par des fonctionnaires, indépendants de toute influence politique, et sont chargées de contrôler le respect d'un objectif macroéconomique (l'inflation). La redéfinition du rôle d'une autorité monétaire pour cibler certains objectifs sociaux ou sectoriels précis risquerait d'élargir le champ d'action des banques centrales à des domaines traditionnellement réservés à de hauts responsables élus (c'est le cas de la politique budgétaire, par exemple). Il y aurait là un risque de conditionner l'action de l'autorité monétaire au processus politique que nécessiterait la définition de nouveaux objectifs de ce type.

Par ailleurs, une action publique reposant sur des prêts bonifiés risque de ne pas être une option optimale, d'un point de vue économique, pour le développement de l'économie verte. Les expériences de politiques industrielles conduites grâce à des prêts bonifiés, dans les juridictions où elles ont eu lieu, comme en Chine, par exemple, sont allées de pair avec l'augmentation d'un certain nombre de facteurs de vulnérabilité dans les secteurs ciblés, en termes de surcapacités, de surendettement, de dépendance excessive au crédit et de faible rentabilité. Du fait de l'horizon à plus long terme des projets sous-jacents, l'investissement vert aurait sans doute davantage à gagner du développement des financements par capitaux propres.

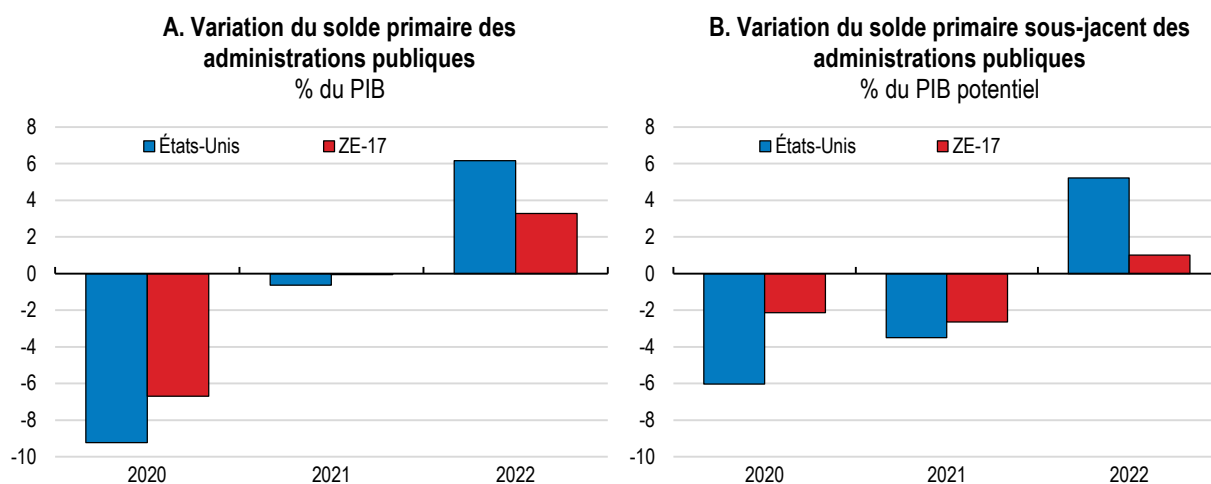
Compte tenu de ce qui précède, l'inclusion de considérations liées au climat dans la conduite de la politique monétaire devrait, dans l'idéal, se limiter aux risques tangibles pesant sur le secteur financier et le mécanisme de transmission de la politique monétaire. En revanche, la BCE devrait résister à la tentation d'utiliser la politique monétaire comme instrument de financement direct de la (nécessaire) transition vers une économie à faible bilan carbone. Dans ce contexte, un éventuel « biais vert » dans la conduite de la politique monétaire devra s'appuyer sur une cartographie rigoureuse, contraignante et numériquement quantifiable des conséquences de cette orientation écologique sur les actifs éventuellement soumis à ce biais. La BCE a affiché sa détermination à cette fin. Cela étant, une quantification aussi précise est très complexe et a été difficile à cerner jusqu'ici, et elle constitue l'un des principales difficultés auxquelles se heurte le plan de la BCE consistant à inclure des considérations climatiques dans sa stratégie de politique monétaire.

L'UE soit évaluer son cadre de gouvernance budgétaire pour en améliorer le fonctionnement

La crise liée au COVID-19 sera lourde de conséquences sur les soldes budgétaires, mais des mesures de soutien restent nécessaires

La réaction des autorités budgétaires à la pandémie de coronavirus a été vigoureuse. Les gouvernements européens ont pleinement exploité la flexibilité inhérente au Pacte de stabilité et de croissance (PSC) pour soutenir leurs économies, qui ont également bénéficié de l'ajustement temporaire du régime des aides d'État. L'UE a activé la clause dérogatoire générale du PSC, ce qui a permis aux pays de s'écarter temporairement des objectifs fixés par celui-ci. Un large éventail de mesures de relance budgétaire ont été mises en place, notamment des mesures destinées à développer les capacités médicales et des dispositifs de soutien aux salariés et aux entreprises. Les dispositifs de subventions salariales et de chômage partiel ont été renforcés dans la plupart des pays européens, ce dont il faut se féliciter, et des aides ont parfois été proposées aux travailleurs indépendants. Les entreprises ont bénéficié de certaines mesures fiscales, notamment de reports de paiement d'impôts et de cotisations de sécurité sociale. Dans la zone euro considérée dans son ensemble, les mesures ayant un impact direct sur le solde budgétaire auraient représenté en 2020 un effort de relance discrétionnaire estimé à environ 2 points de PIB, ce qui est conséquent au regard du passé, mais plus modeste que dans d'autres économies avancées comme les États-Unis (graphique 1.12). Il convient cependant de noter que les stabilisateurs automatiques (dont on estime qu'ils ont représenté aux alentours de 4 points de PIB en 2020) sont nettement plus importants dans la zone euro qu'aux États-Unis, de même que l'ampleur des mesures d'apport de liquidités, qui ne sont pas prises en compte dans le chiffrage des déficits.

Graphique 1.12. La riposte budgétaire à la crise a été massive



Source : OCDE (2021), Perspectives économiques de l'OCDE 109 : Statistiques et projections (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275539>

L'impact de la récession économique sur les finances publiques, venant s'ajouter aux dispositifs budgétaires mis en place à titre de contre-feux, sera de grande ampleur (graphiques 1.13 et 1.14). La dette dans la zone euro considérée dans son ensemble devrait atteindre le niveau historique de près de 103 % du PIB en 2021. La possibilité que soit appelée une certaine fraction des garanties accordées au secteur des entreprises risque de creuser un peu plus les déficits budgétaires à court terme. La stabilité des sources de financement et le coût historiquement faible de l'emprunt vont sans doute aller dans le sens de la viabilité de la dette à court terme. Cependant, après la pandémie, une baisse possible de la croissance de la production potentielle et la recrudescence des tensions sur les risques de crédit - si elles

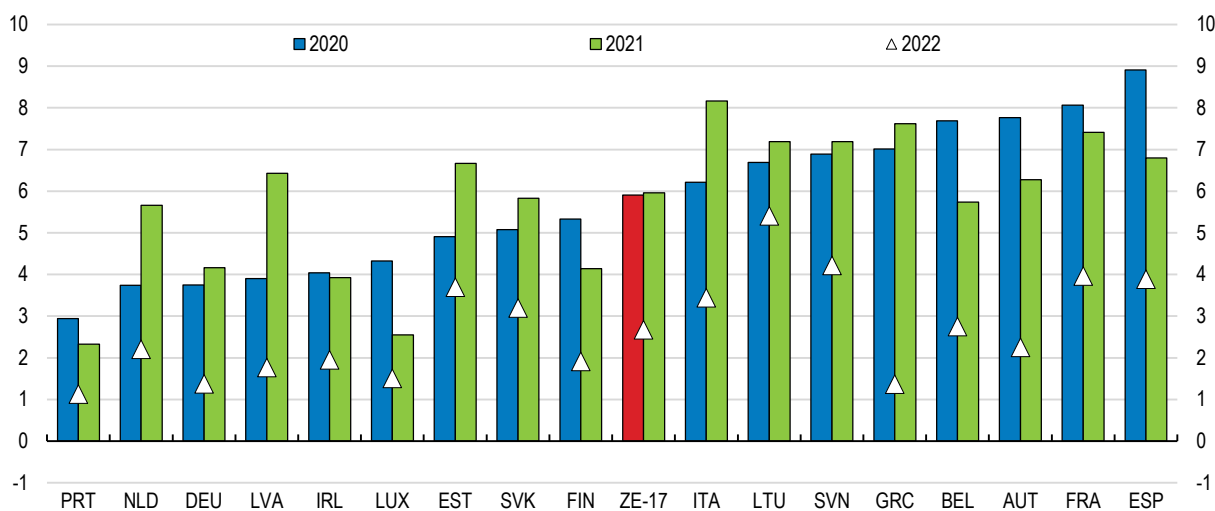
se matérialisent - pourraient mettre à mal la pérennité à moyen terme des finances publiques dans certains pays de la zone euro.

En dépit de ces difficultés, il est important que la politique budgétaire continue de soutenir l'activité économique de la zone euro jusqu'à ce que la reprise soit fermement engagée. Le soutien budgétaire devrait être fonction de l'état de l'économie et de nouvelles mesures être mises en œuvre, rapidement et intégralement, si nécessaire. L'engagement explicite de ne pas réduire le soutien budgétaire jusqu'à ce que la crise sanitaire soit terminée et que la reprise soit fermement engagée dans la zone euro a étayé la confiance économique, rendant plus prévisible l'orientation future de la politique budgétaire et réduisant le risque d'un resserrement prématuré, erreur qui avait été commise après la crise financière mondiale.

Pendant la reprise, le soutien budgétaire devrait être plus ciblé, tandis que l'investissement public devra être axé en priorité sur des projets productifs. Les États membres devraient se focaliser sur les réformes qui favoriseront l'investissement privé et renforceront les capacités productives de la zone euro. Le plan de relance « Next Generation EU » devra être mis en œuvre de manière ambitieuse et efficace. Les aides d'urgence accordées aux entreprises devraient être remplacées graduellement par un soutien à celles présentant de bonnes perspectives de viabilité après la pandémie, tout en facilitant la sortie du marché des entreprises non viables. Il est difficile de savoir si une entreprise est viable ; dans certains cas, une analyse de sa rentabilité moyenne avant la crise ou de ses ratios financiers peut aider à le déterminer. S'agissant de petites entreprises, les banques peuvent être associées à cette évaluation. Parallèlement, la suppression progressive des dispositifs de maintien dans l'emploi devrait s'accompagner d'un renforcement des dispositifs de développement des compétences et d'activation, de manière à faciliter la réallocation des emplois. Une fois que la reprise sera fermement engagée, les États membres de la zone euro devraient s'attaquer au problème posé par la montée des niveaux d'endettement public, en mettant en œuvre des stratégies budgétaires viables à moyen terme, mettant l'accent sur l'amélioration de la qualité des finances publiques.

Graphique 1.13. Les déficits resteront à un niveau élevé en 2021

Déficits primaires, en pourcentage du PIB

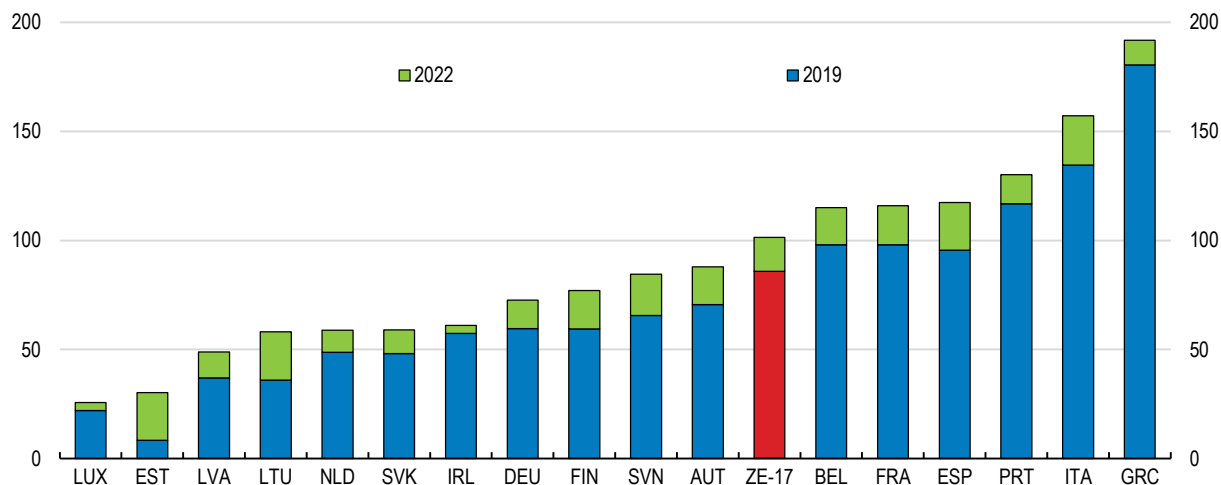


Source : OCDE (2021), Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275558>

Graphique 1.14. La dette publique a considérablement augmenté en 2020 et restera élevée dans les années à venir

Définition de Maastricht, en pourcentage du PIB



Source : OCDE (2021), Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275577>

De meilleures règles budgétaires européennes rendront les politiques budgétaires plus efficaces

Réviser les normes budgétaires pour les rendre moins complexes, garantir la viabilité des finances publiques et éviter les effets procycliques

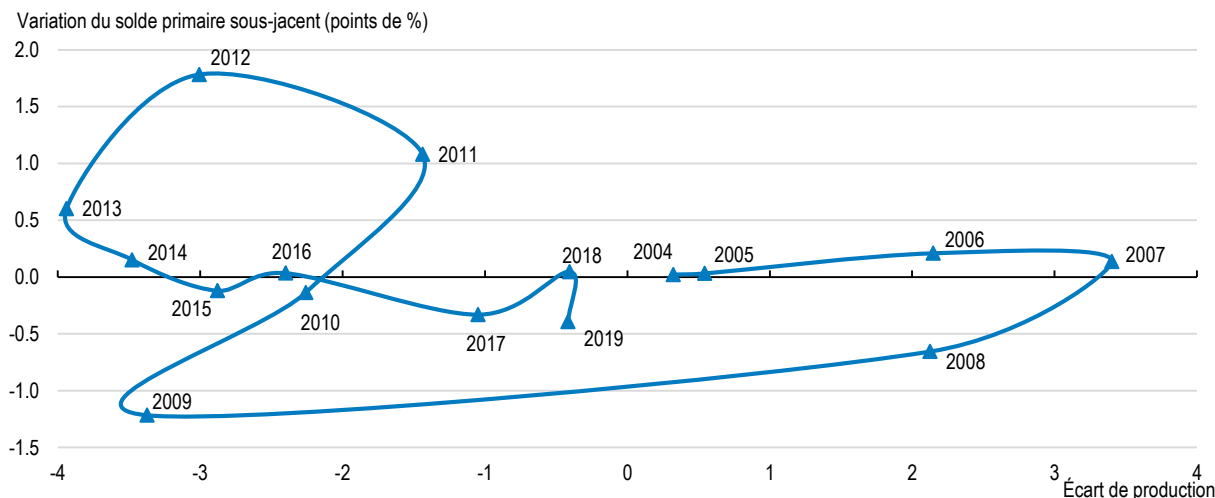
Dans le passé, le cadre budgétaire européen a montré ses limites, et il y a des raisons de penser que son application pourrait se heurter à de nouvelles difficultés après la crise actuelle. Pendant et après la crise financière mondiale, les règles budgétaires européennes n'ont pas permis d'éviter la mise en œuvre de politiques procycliques (graphiques 1.15 et 1.16). L'expérience acquise avec le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) illustre les difficultés auxquelles on se heurte lorsque l'on aborde à la fois les questions de viabilité et de cyclicité dans un cadre strict fondé sur des règles. Pour éviter que les politiques budgétaires ne soient procycliques, le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance repose sur un ensemble de règles à partir desquelles sont définis des objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) spécifiques aux différents pays, qui sont des soldes corrigés des variations cycliques, déduction faite des mesures ponctuelles. Le principal problème des soldes budgétaires corrigés des variations cycliques tient au fait que des méthodes d'estimation différentes peuvent donner des résultats différents, et que les prévisions et les résultats effectifs peuvent être grandement entachés d'erreurs et faire l'objet d'importantes révisions.

Le Pacte de stabilité et de croissance a évolué en deux décennies au gré de couches de réformes successives, destinées à permettre une meilleure prise en compte des conditions économiques. En conséquence, la complexité du cadre n'a fait que croître au fil du temps, du fait de la prolifération des objectifs chiffrés, des procédures, des dispositions relatives aux événements inattendus et des indicateurs de conformité (OCDE, 2014 ; OCDE, 2016). La procédure de contrôle des déséquilibres budgétaires est devenue de plus en plus complexe et controversée, suscitant un mécontentement parmi les États membres et affaiblissant sa capacité à assurer une dynamique budgétaire viable et prévisible. En outre, par le passé, les épisodes d'assainissement ont souvent eu lieu au détriment de l'investissement public, et le cadre européen de politique budgétaire n'a pas permis de favoriser la constitution de marges de

manœuvre budgétaires suffisantes en période de conjoncture favorable (graphique 1.17 ; Comité budgétaire européen, 2019 ; Eyraud, et *al.*, 2017).

Graphique 1.15. L'orientation budgétaire dans la zone euro a souvent été procyclique ou neutre, plus rarement contracyclique

En pourcentage du PIB potentiel



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

Source : OCDE (2020), Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275596>

Enfin, la pandémie soulève un problème supplémentaire concernant l'application du cadre budgétaire actuel. La crise liée au COVID-19 a entraîné une dégradation marquée des soldes budgétaires dans la zone euro et, au cours des années à venir, le respect de la règle de réduction de la dette exigerait des efforts d'assainissement considérables de la part de nombreux pays de la zone, ce qui risquerait d'avoir des répercussions négatives sur la reprise. Ainsi, un pays affichant un ratio dette/PIB de 130 % serait tenu - dans l'hypothèse où cette règle resterait valable - de faire diminuer ce ratio de 3.5 points de pourcentage par an, en moyenne, au cours des prochaines années. Dans l'hypothèse d'une croissance nominale à 3 %, cela nécessiterait un budget globalement à l'équilibre et par conséquent, un vaste effort d'assainissement qui risquerait de faire replonger le pays dans la récession. Qui plus est, l'Europe va faire face à d'importants besoins d'investissements dans un avenir proche, qui devront être soutenus en partie par des dépenses publiques, ainsi que par une amélioration de la qualité des finances publiques ; rien que pour satisfaire aux objectifs environnementaux, les investissements supplémentaires à consentir ont ainsi été estimés à 470 milliards EUR par an environ au cours de la prochaine décennie, soit 3½ pour cent du PIB de l'UE (Commission européenne, 2020).

Encadré 1.4. Les règles numériques et leur choix

Les règles budgétaires sont généralement définies en fonction de leur aptitude à corriger les biais de la politique budgétaire, garantissant ainsi la viabilité des finances publiques et la stabilisation économique (dans le respect des règles ou *via* des clauses dérogatoires ad hoc), et de leur capacité à le faire efficacement, selon des modalités opérationnelles simples permettant d'offrir un guidage de l'action publique, une bonne résilience et une facilité de suivi et de mise en œuvre (Kopits et Symansky, 1998). À l'aune de ces critères, des règles différentes auront des résultats différents, mais il est peu probable qu'une seule et même règle budgétaire permette de tous les satisfaire en même temps et, dans la pratique, les différentes règles budgétaires vont de pair avec des arbitrages différents (Lledo *et al.*, 2018).

Les règles de solde global imposent un plafond de déficit global, exprimé en termes nominaux ou en pourcentage du PIB. Les règles de ce type sont simples et faciles à communiquer, parce qu'elles reposent sur des agrégats budgétaires bien connus. De plus, elles permettent souvent d'assurer efficacement la viabilité de la dette, dans la mesure où le solde budgétaire global est étroitement lié à la dynamique de la dette. En revanche, elles laissent généralement à désirer en termes de stabilisation économique, ce qui peut se traduire par une orientation budgétaire procyclique (Lledo *et al.*, 2018).

Au contraire, les règles de solde corrigé des variations cycliques fixent des limites au solde global, mais corrigent les effets des fluctuations conjoncturelles sur les recettes et les dépenses (Fedelino, *et al.*, 2009). Les règles de solde corrigé des variations cycliques sont censées être plus efficaces en termes de stabilisation que les règles budgétaires nominales traditionnelles. Cela étant, elles peuvent être difficiles à suivre et à mettre en œuvre, compte tenu de la difficulté de la tâche consistant à estimer l'écart de production. Comme les règles de solde corrigé des variations cycliques, les règles de solde structurel permettent d'ajuster le solde global, en faisant non seulement abstraction des recettes et des dépenses liées à la conjoncture, mais aussi des mesures ponctuelles. Leurs modalités de calcul et de suivi sont souvent plus compliquées que celles des règles de solde corrigé des variations cycliques (Bornhorst *et al.*, 2011).

Les règles de solde sur l'ensemble du cycle économique sont axées sur le même agrégat que les règles de solde budgétaire, mais dans leur cas, les plafonds à respecter ne s'appliquent pas sur une base annuelle, mais en moyenne sur plusieurs années, ce qui permet de couvrir les différentes phases du cycle économique (FMI, 2009). Les règles de ce type sont assez efficaces en termes de stabilisation (Caceres et Ruiz-Arranz, 2010), mais leur plus grande souplesse s'accompagne souvent d'une complexité accrue et d'une plus grande difficulté à effectuer un suivi en temps réel. Cela s'explique par le fait que les pics et les creux conjoncturels, ainsi que la distance qui les sépare, ne sont par définition pas connus avant l'achèvement du cycle.

Les règles de dépenses fixent une limite pour un grand agrégat de dépenses (comme les dépenses totales, primaires ou courantes, dont sont parfois exclus certains postes). Ces limites peuvent s'appliquer à des dépenses nominales ou réelles, et sont généralement définies en valeur absolue ou exprimées sous forme de taux de croissance. Dans le cas de règles de dépenses nettes, des dépenses supplémentaires sont possibles, à condition qu'elles soient financées par des mesures discrétionnaires en matière de recettes. Les règles de dépenses sont généralement plus faciles à comprendre, à suivre et à appliquer que la plupart des autres, parce qu'elles ciblent une des parties du budget sur lesquelles le gouvernement exerce le contrôle le plus direct (Lledo *et al.*, 2018 ; Ayuso-i-Casals, 2012 ; Manescu et Bova, 2020). Les règles de dépenses peuvent faciliter la stabilisation macroéconomique, en permettant aux stabilisateurs automatiques, situés pour l'essentiel du côté des recettes, de jouer en période de choc négatif (Ayuso-i-Casals, 2012). On peut obtenir un effet contracyclique encore plus fort en excluant les postes de dépenses sensibles à la conjoncture, comme les prestations de chômage. Cela étant, les règles de dépenses ont tendance à introduire dans la composition des dépenses un

biais en faveur d'éléments qui sont politiquement plus difficiles à réduire, et peuvent donc avoir pour effet d'abaisser le niveau de l'investissement public (à moins que ce dernier ne soit exclu de la règle, ce qui rend le système plus complexe et risque de créer des incitations à la créativité comptable). De plus, le calibrage de l'objectif de dépenses peut aussi reposer sur des variables difficiles à mesurer et, pour être efficaces, les règles de dépenses doivent être liées à un point d'ancrage budgétaire à long terme à long terme, comme le ratio dette/PIB.

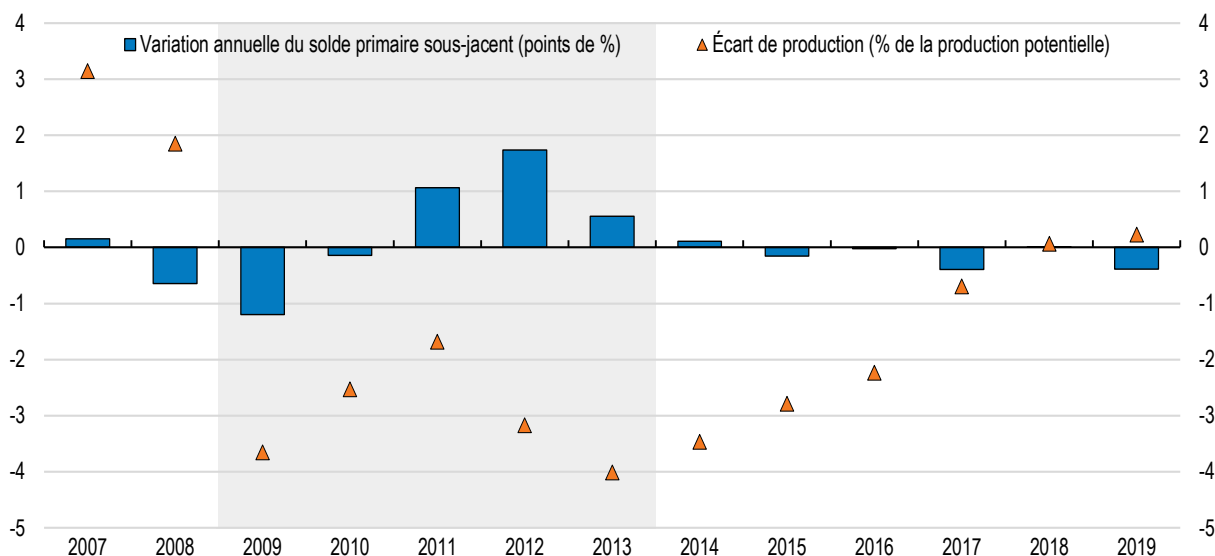
Dans ce contexte, il faut que l'UE évalue son cadre budgétaire afin de mieux assurer la viabilité des finances publiques, ainsi que de garantir une orientation contracyclique suffisante des politiques budgétaires et une meilleure appropriation des règles.

Choisir une meilleure valeur de référence

Certains des problèmes soulevés par l'actuel cadre budgétaire européen, notamment sa complexité excessive, pourraient être résolus par une modification de la valeur de référence qui sous-tend le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Différentes règles chiffrées possédant des caractéristiques diverses peuvent être envisagées à cet effet (encadré 1.4). Cependant, en dernier ressort, trouver la valeur de référence adéquate nécessitera d'opérer des arbitrages entre différents objectifs possibles (par exemple entre stabilisation et simplicité), et il faudra tenir compte des circonstances économiques ainsi que des préférences des pays (Lledo *et al.*, 2018).

Graphique 1.16. La politique budgétaire s'est resserrée trop tôt après la crise financière mondiale

Zone euro



Source : OCDE (2021), Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et projections (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275615>

Parmi les différentes solutions possibles, les règles de dépenses ancrées à des objectifs d'endettement ont fait l'objet d'études approfondies et devraient être attentivement examinées en vue de la réforme du cadre budgétaire européen (encadré 1.5 ; OCDE, 2018 ; Comité budgétaire européen, 2018 ; FMI, 2020 ; et Benassy-Quéré et al., 2018, tableau 1.4). Les règles de dépenses se caractérisent également par un bilan positif en termes de réduction du biais en faveur du déficit dans certains pays européens (encadré 1.6). Cela étant, un ciblage pur et simple de la dépense publique ne corrige en rien une tendance structurelle aux déficits excessifs, puisqu'un ralentissement de la croissance des dépenses peut néanmoins coïncider avec une dégradation du solde budgétaire, si le gouvernement pratique des baisses

d'impôts. Concrètement, une règle de dépenses devrait se caractériser par un plafonnement du taux de croissance des dépenses hors mesures discrétionnaires en matière de recettes. En principe, les règles de dépenses devraient reposer sur une base aussi large et être aussi simples que possible. Le recours à des agrégats exhaustifs réduit le risque de contournement des plafonds par une augmentation de dépenses non incluses dans les agrégats ciblés.

Une dose de spécificité nationale est nécessaire

La situation budgétaire et les besoins de financement des pays de la zone euro sont très divers et il ne faut pas imaginer qu'une règle unique puisse convenir à tous les pays européens. Aussi, on pourrait intégrer dans la règle budgétaire générale un ajustement spécifique à chaque pays – sans perdre de vue la nécessité de garantir la prévisibilité, la transparence et l'égalité de traitement entre pays – afin de prendre en compte le fait que les efforts d'assainissement nécessaires varient selon les membres de la zone euro. S'agissant du chiffrage spécifique de cet ajustement, le Comité budgétaire européen propose une différenciation par pays *ex ante* des stratégies de réduction de la dette, à partir d'une série de variables macroéconomiques clés (ratio de la dette effective, taux de croissance et taux d'intérêt débiteurs), ou bien un rythme d'ajustement modulé au cas par cas, à partir d'une appréciation exhaustive de la situation économique (Comité budgétaire européen, 2020). Ces propositions pourraient être étudiées.

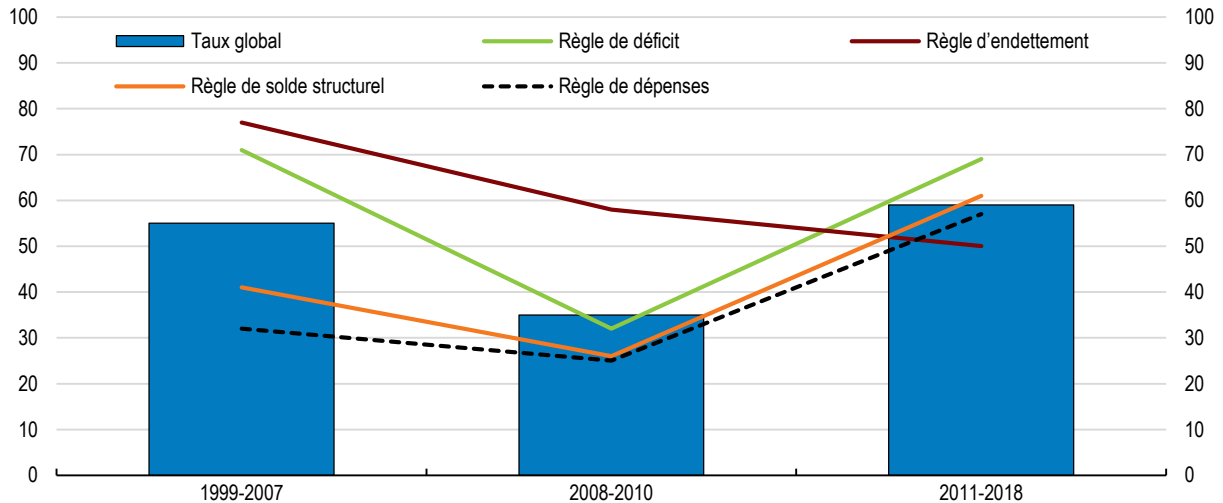
Encadré 1.5. Évaluation analytique des règles de dépenses

Les modèles et simulations théoriques n'ont souvent qu'une utilité pratique limitée pour l'évaluation des règles budgétaires, parce que leur cadre est souvent stylisé et parce qu'ils reposent largement sur des hypothèses restrictives. Ainsi, dans la grande majorité des modèles d'équilibre général dynamique stochastique (EGDS), la viabilité de la dette est uniquement considérée comme une contrainte à respecter, et les problèmes d'engagement des pouvoirs publics et les incohérences temporelles sont laissés de côté (Mbaye et Ture, 2018).

Malgré ces limites indéniables, les simulations et les exercices d'analyse portant sur les règles de dépenses publiés laissent à penser qu'elles sont efficaces. Évaluant les résultats budgétaires des pays de la zone euro entre 1999 et 2009, Hauptmeier *et al.* (2012) montrent que sur cette période, une règle de dépenses dans tous les pays de l'UE aurait permis une réduction des ratios de dépenses primaires comprise entre 2 et 3½ points de pourcentage en 2009. Ducoudré *et al.*, (2018) ont procédé à une simulation de la politique budgétaire qui aurait résulté de l'application de la règle proposée par Bénassy-Quéré *et al.* (2018) pour la France entre 1997 et 2017. Dans la plupart des scénarios envisagés, la règle de dépenses aurait permis d'obtenir de meilleurs résultats, en termes de réduction de la dette et d'action contracyclique, que la politique effectivement adoptée. Brück et Zwiener (2006) ont analysé l'efficacité des règles de déficit et de dépenses du point de vue de la stabilisation du cycle économique en Allemagne. Les résultats montrent que d'une manière générale, le critère de déficit du Pacte de stabilité et de croissance aboutit à une stabilisation conjoncturelle plus limitée qu'une règle de dépenses. Enfin, Andrieu *et al.* (2015) ont comparé les performances de la règle de dépenses et celles de la règle de solde budgétaire structurel si elles avaient été mises en œuvre en Italie et en France. Dans ce scénario, la dette publique aurait été nettement plus faible avec une règle de dépenses.

Graphique 1.17. Les règles budgétaires européennes ont été peu respectées

Taux de conformité moyen aux règles budgétaires de l'UE, ZE-19



Note : Le taux de conformité global correspond à la proportion de cas où la totalité des règles est respectée pour l'ensemble des périodes et des pays.

Source : Comité budgétaire européen (2019).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275634>

Une meilleure appropriation des règles et une approche globale de la viabilité budgétaire pourraient justifier des réformes plus ambitieuses

Jusqu'à maintenant, le cadre budgétaire européen a été essentiellement guidé par des préoccupations de viabilité, et en particulier par la crainte qu'une crise de la dette dans un pays n'exerce des pressions injustifiées sur la politique monétaire commune ou ne crée de l'instabilité financière dans la zone euro (Blanchard *et al.*, 2020). Les préoccupations relatives à la viabilité budgétaire et à la stabilité financière conservent toute leur légitimité, qui s'est même renforcée compte tenu de l'impact de la crise provoquée par la pandémie sur la dette publique et les bilans des banques. Pourtant, la viabilité de la dette devrait être évaluée dans une perspective à plus long terme, alors que les paramètres budgétaires européens actuels tendent à être principalement déterminés par des objectifs à court terme.

Au regard de ces enjeux, les domaines prioritaires à examiner concernant le cadre budgétaire européen pourraient s'articuler autour de trois axes :

- Assurer une meilleure appropriation des règles par la sphère politique et par les citoyens. Sans cette appropriation, la viabilité des finances publiques ne pourra pas être assurée durablement, comme le montre le niveau médiocre du respect des règles européennes actuelles. À cette fin, les règles et les modalités de leur mise en œuvre devraient correspondre aux besoins des citoyens et à leur perception de l'équité intragénérationnelle et intergénérationnelle. Or, l'imposition d'objectifs numériques stricts en période difficile peut nuire à l'adhésion des responsables politiques et des citoyens aux politiques budgétaires nationales.
- Maintenir la capacité de la politique budgétaire à lisser le cycle économique. De nombreux pays ont tendance à s'abstenir d'utiliser pleinement leurs marges de manœuvre budgétaires lorsque leur économie entre en récession, tandis que d'autres ne se constituent pas des marges de sécurité budgétaires suffisantes lorsque leur économie est florissante. Cela rend plus difficile une coordination efficace des orientations budgétaires en cas de choc, et fait peser une charge excessive sur la politique monétaire.

- Préserver la capacité à investir pour l'avenir. Ce point est essentiel pour la croissance, car l'investissement public exerce un fort effet d'attraction sur l'investissement privé en période de grandes mutations, comme c'est actuellement le cas avec la transformation numérique et le changement climatique qui se profilent. À long terme, la croissance est le principal déterminant de la viabilité budgétaire.

Dans ce contexte, des réformes différentes et plus ambitieuses du cadre budgétaire actuel pourraient être envisagées. Il faudrait laisser aux pays une marge de manœuvre suffisante pour décider de la meilleure manière d'adapter leur cadre budgétaire national, tout en respectant les principes fixés au niveau européen en matière de viabilité budgétaire et d'action contracyclique. En lieu et place de règles budgétaires complexes et excessivement normatives, la réforme du cadre budgétaire européen pourrait mettre l'accent sur des orientations plus qualitatives afin de promouvoir le triple objectif décrit plus haut. On pourrait, pour commencer, s'inspirer utilement des travaux récents menés par le Comité budgétaire européen sur la différenciation des stratégies de réduction de la dette entre pays, fondés sur une appréciation exhaustive de la situation économique (Comité budgétaire européen, 2020).

Dans une telle configuration, les cadres budgétaires et les objectifs budgétaires à moyen terme au niveau national devraient toujours être contrôlés et évalués au niveau de l'UE. L'accent devrait être mis sur la cohérence entre les dispositions nationales et les principes européens de viabilité, d'orientation contracyclique et de qualité des finances publiques. En plus d'établir de nouveaux principes sur lesquels les pays devraient aligner leurs politiques budgétaires nationales, l'UE devrait aussi définir de manière plus précise le champ d'action et les moyens des institutions budgétaires indépendantes, en élaborant de nouvelles orientations sur leur mode de fonctionnement. Parallèlement à la montée en puissance des règles budgétaires nationales, le rôle joué par ces institutions indépendantes (voir la partie ci-après) devrait également se renforcer. Pour qu'il soit possible d'améliorer efficacement la gestion des finances publiques, les deux objectifs consistant à fixer des principes de haut niveau et à garantir une surveillance adéquate par des institutions indépendantes devraient être placés sur un pied d'égalité.

Encadré 1.6. Règles de dépenses inscrites dans les cadres budgétaires nationaux de pays de l'UE : l'exemple des Pays-Bas et de la Suède

Pays-Bas

Au Pays-Bas, le cadre budgétaire est construit autour de plafonds de dépenses pluriannuels. Le processus budgétaire se déroule en plusieurs étapes et commence avant les élections générales. Un conseil budgétaire indépendant, le Bureau central de planification (CPB, *Centraal Planbureau*), fournit des projections macroéconomiques à moyen terme et évalue les conséquences budgétaires des programmes des différents partis politiques. Un groupe consultatif national non partisan, le *Studiegroep Begrotingsruimte* (SBR) formule ensuite des recommandations (non contraignantes mais ayant un certain poids) concernant la politique budgétaire. Après les élections, le cœur du dispositif va dépendre de l'accord de coalition entre les partis politiques. Ainsi, l'accord de coalition définit des plafonds de dépenses en termes réels pour trois grands domaines budgétaires (administration centrale, sécurité sociale et santé) et fixe des valeurs de référence pour les recettes, en termes d'évolution souhaitée de la base et des taux d'imposition. En vertu du principe tendanciel de la règle, les recettes peuvent fluctuer pendant le cycle, mais le plafond des dépenses doit, lui, être respecté. Si les dépenses sont supérieures aux prévisions, les ministères doivent proposer des actions correctives. Tout allègement fiscal supplémentaire doit être compensé par des hausses d'impôt, et réciproquement.

Ce cadre a montré son efficacité en termes de performance budgétaire. L'introduction de la règle en 1994 a été suivie d'une réduction sensible des dépenses et des ratios d'endettement, jusqu'à la crise de 2008. De fait, le ratio d'endettement a été quasiment divisé par deux entre 1993 et 2007, revenant à 42 % du PIB, et les dépenses ont également baissé, diminuant de 10 % pour s'établir à 42 % du PIB, même si le plafond de dépenses a été dépassé au début des années 2000 et juste avant la crise financière mondiale (Vierke et Masselink, 2017). Après la crise financière mondiale et la crise de la zone euro, le ratio d'endettement a augmenté de plus de 25 points de PIB entre 2017 et 2014, en partie sous l'effet d'interventions du secteur financier. Globalement, le succès de la règle de dépenses néerlandaise est lié à la large assise du plafond de dépenses, qui a permis de suivre et de contrôler une grande partie de l'activité des administrations publiques, au rôle des institutions indépendantes (comme le CPB et le SBR) et aux accords des coalitions sur les plafonds fixés, qui ont amélioré l'acceptation politique et favorisé le respect des règles (Mbaye et Ture, 2018).

Suède

La règle de dépenses inscrite dans le cadre budgétaire suédois est définie en termes nominaux pour l'année en cours et les trois suivantes, et prévoit une marge de sécurité budgétaire destinée à faire face à des dépenses conjoncturelles imprévues. Cette règle de dépenses est complétée par un objectif d'excédent budgétaire des administrations publiques qui doit atteindre 1/3 pour cent du PIB en moyenne sur l'ensemble du cycle. Le respect de l'objectif fixé pour l'excédent est contrôlé grâce à plusieurs indicateurs, mais il n'y a pas de sanction formelle ou de mécanismes de correction lorsque des écarts ont été constatés. Un conseil budgétaire indépendant vérifie a posteriori que les finances publiques sont viables à long terme et sont conformes à l'objectif d'excédent, au plafond de dépenses et à la position conjoncturelle de l'économie.

Dans l'ensemble, la règle de dépenses suédoise a permis de maintenir la discipline budgétaire tout en évitant les orientations procycliques (Mbaye et Ture, 2018). La dette de la Suède, autrefois l'une des plus élevées d'Europe, est ainsi devenue l'une des plus faibles entre 1998 et 2019, avec un ratio d'endettement revenu de quelque 70 % à environ 40 %. Sur la même période, le ratio d'endettement de l'UE est passé d'environ 60 % à 80 %. Parmi les facteurs qui ont fait le succès de la règle budgétaire suédoise, on peut citer le vaste champ d'application des règles, qui va au-delà de l'administration centrale ; la conception judicieuse d'une règle de dépenses assortie d'un objectif d'excédent sur la

durée du cycle qui a permis de laisser jouer pleinement les stabilisateurs automatiques et offert une souplesse suffisante pour prendre des mesures discrétionnaires ; l'existence d'institutions budgétaires indépendantes et enfin, un large consensus politique et public en faveur de la discipline budgétaire, qui a assuré le respect des règles même en l'absence de mécanismes formels de mise en œuvre (Andersson et Jonung, 2019 ; Mbaye et Ture, 2018).

Améliorer la responsabilité budgétaire grâce à des institutions indépendantes, des cadres budgétaires à moyen terme mieux conçus et des incitations positives

Des règles budgétaires peuvent favoriser une meilleure gestion des finances publiques, mais ne peuvent en elles-mêmes se substituer à un engagement politique à l'égard d'une politique budgétaire prudente. Les raisons qui sous-tendent le biais en faveur du déficit et les mesures procycliques sont parfaitement connues : les décideurs politiques ont généralement tendance à se préoccuper au premier chef des conséquences à court terme de leurs mesures discrétionnaires, et ils ne sont pas suffisamment attentifs à leurs conséquences à moyen et long terme (Kumar et Ter-Minassian, 2007). En outre, des conflits entre objectifs d'ordre politique et redistributif peuvent aboutir au « problème de la mise en commun » (c'est-à-dire à la tendance fondamentale des assemblées ou groupes politiques à employer les ressources disponibles à des fins de redistribution sans prendre en considération la situation globale des finances publiques). Le choix d'une valeur de référence, arrêtée au niveau national ou supranational, nécessite toujours que le processus budgétaire soit arrimé à des mécanismes institutionnels et procéduraux robustes, afin d'aider les autorités à tenir leur engagement à respecter les objectifs budgétaires. Des dispositions procédurales solides permettent de définir les attributions et interactions entre les participants au processus budgétaire et de fixer les résultats à obtenir et les objectifs, dans un souci d'amélioration de la transparence, de la reddition de compte et de la gestion des finances publiques. En règle générale, les cadres procéduraux de ce type exigent des pouvoirs publics qu'ils s'engagent en faveur d'une stratégie budgétaire contrôlable, habituellement sur une période pluriannuelle, et qu'ils rendent compte régulièrement de ses résultats et des changements stratégiques opérés.

Les cadres en vigueur en Australie et en Nouvelle-Zélande donnent une grande importance aux procédures, et l'expérience de ces pays laisse penser que des procédures rigoureuses peuvent jouer un rôle déterminant dans la définition d'une dynamique budgétaire prudente. Il faut également des institutions budgétaires indépendantes et une adhésion politique générale à l'objectif de viabilité des finances publiques. Une telle adhésion est bel et bien un fait établi dans ces pays, dans la mesure où toute décision budgétaire imprudente est généralement sanctionnée sur le plan politique et où leurs auteurs risquent alors leur réputation vis-à-vis des assemblées élues ou des électeurs.

La possibilité d'enclencher une dynamique budgétaire viable dans le contexte des différents engagements nationaux envers la prudence budgétaire pourrait dépendre d'un renforcement des dispositions qui dissuadent les États d'utiliser à mauvais escient la latitude dont ils disposent en matière de politique budgétaire discrétionnaire. La Directive 2011/85/UE du Conseil sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres ainsi que le Règlement (UE) n° 473/2013 (qui fait partie du train de mesures législatives connu sous le nom de « Two-Pack ») ont mis en place des dispositions importantes pour renforcer la surveillance budgétaire, notamment *via* des institutions budgétaires indépendantes et des cadres budgétaires nationaux dans les pays de la zone euro. Cependant, des améliorations restent possibles dans deux directions :

- Promouvoir la transparence des processus budgétaires nationaux et améliorer les cadres budgétaires nationaux à moyen terme. Souvent, la publication des programmes de stabilité et de convergence n'est pas propice à un débat national plus large sur l'orientation à moyen terme de la politique budgétaire. De la même façon, les contenus des programmes de stabilité et de convergence ne sont bien souvent pas mis en œuvre comme envisagé, signe de la faiblesse du

lien entre les budgets annuels et ces programmes. D'une manière générale, les programmes de stabilité et de convergence s'appuient sur des cadres budgétaires à moyen terme nationaux qui diffèrent fortement d'un pays à l'autre en termes d'engagement politique, d'horizon de planification, de champ d'application et de définition détaillée, de formulation d'objectifs et de caractère contraignant (Sherwood, 2015). Pour faire en sorte que les cadres budgétaires à moyen terme nationaux soient mieux à même de garantir la transparence et une gestion prudente à moyen terme, les réformes devraient avoir pour effet d'encourager la convergence vers les meilleures pratiques en matière de planification budgétaire à moyen terme et d'accroître leur visibilité dans le débat public national, ainsi que d'accentuer leur caractère contraignant.

- Donner un plus grand rôle aux conseils budgétaires : certains éléments laissent à penser que les conseils budgétaires réduisent la propension à l'optimisme des prévisions budgétaires et qu'ils en améliorent la précision. Il semble également qu'ils favorisent le respect des règles d'équilibre budgétaire et de dépenses, en partie parce qu'ils influent sur la précision des plans budgétaires (Beetsma *et al.*, 2018). En dernier ressort, l'efficacité des conseils budgétaires repose sur l'engagement des pouvoirs publics à les associer aux processus budgétaires nationaux, sur leur indépendance et sur le mandat officiel qui leur est confié. Le règlement n° 473/2013 (inclus dans le « two-pack ») a rendu obligatoire la constitution de conseils budgétaires, mais dans la zone euro, ces organismes ne jouissent pas tous du même degré d'indépendance, et la plupart d'entre eux ne chiffrent pas le coût des mesures budgétaires à court et moyen terme. Les conseils budgétaires devraient voir leur indépendance renforcée, si nécessaire, en Europe, et pourraient avoir pour mission de produire ou de valider les évaluations du coût des mesures de politique budgétaire. Il faudrait pour cela renforcer considérablement leur actuelle configuration institutionnelle et opérationnelle.

Enfin, le cadre budgétaire européen est devenu au fil du temps de plus en plus normatif, si bien que s'y conformer pleinement revient souvent, pour les pays, à abandonner leur marge discrétionnaire en matière de décisions budgétaires, ce qui a suscité des plaintes justifiées sur le manque d'appropriation des règles. Dans la mesure où le recours à des sanctions formelles ou informelles (pressions par les pairs par exemple) dans un cadre fortement normatif a montré par le passé son incapacité à accroître l'adhésion politique des membres de l'UE envers des politiques budgétaires prudentes, le système actuel de mise en œuvre des règles budgétaires fondé sur des incitations négatives devrait être assorti d'un ensemble d'incitations positives récompensant le respect d'objectifs budgétaires plus prudents. Cela pourrait prendre la forme, par exemple, d'un accès accru aux fonds d'investissement communs de l'UE, ou à une éventuelle future capacité de stabilisation commune. Si de telles incitations sont suffisamment puissantes pour contrer celles qui alimentent le biais en faveur du déficit, elles pourraient servir de base à un engagement politique plus fort envers des politiques budgétaires plus prudentes, même dans des cadres moins normatifs.

Tableau 1.4. Réformer le cadre budgétaire européen

Principales recommandations de l'Étude de 2018	Mesures prises depuis 2018
À mesure que l'expansion économique se poursuit, les pays de la zone euro devraient faire en sorte que leur situation budgétaire s'améliore, en réduisant progressivement leurs ratios d'endettement.	En 2020, la situation économique a connu une dégradation spectaculaire à cause des effets de la pandémie de COVID-19, qui ont nécessité une réponse vigoureuse de la part des autorités budgétaires. Les mesures budgétaires nécessaires adoptées par les États membres pour faire face à la crise ont fait considérablement augmenter la dette publique. L'adoption de mesures budgétaires de soutien a été facilitée par l'activation, dès mars 2020, de la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance qui permet aux États membres de déroger temporairement aux obligations budgétaires normales prévues par le Pacte, à condition que cela ne compromette pas leur viabilité budgétaire à moyen terme.
Au final, les pays devront suivre un objectif de dépenses garantissant un ratio dette/PIB viable.	La Commission a lancé une consultation publique sur le cadre de gouvernance économique afin de permettre à toutes les parties prenantes de donner leur avis sur le fonctionnement de la surveillance tel qu'elle s'est exercée à ce jour et sur les manières possibles d'améliorer l'efficacité de ce cadre du point de vue de ses principaux objectifs.
Le Comité budgétaire européen pourrait déterminer quelle est l'orientation de la politique budgétaire souhaitable pour chaque pays compte tenu de l'orientation considérée comme optimale à l'échelle européenne.	Le Comité budgétaire européen évalue l'orientation budgétaire prospective appropriée pour la zone euro dans son ensemble à partir d'un jugement économique, et peut donner des conseils à la Commission sur des orientations budgétaires appropriées dans les pays, dans le respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance. Les recommandations du Conseil dans le cadre du Semestre européen, l'évaluation des programmes de stabilité et de convergence ou la procédure de déficit excessif contribuent à la définition de recommandations spécifiques par pays concernant la politique budgétaire jugée appropriée.

Tirer pleinement parti des instruments budgétaires communs liés à la crise, et contribuer à la réflexion sur l'architecture économique future de l'UE

Pour soutenir les pays de l'Union européenne particulièrement affectés par la pandémie, les États membres de l'UE ont accepté de prendre un certain nombre de nouvelles mesures de financement temporaires, qui ont renforcé leur capacité à faire face à la crise et à entretenir la reprise. Au nombre de ces mesures figurent certains nouveaux outils de soutien financier, comme SURE, ainsi qu'un vaste plan de relance (« Next Generation EU ») adossé au prochain budget à long terme de l'UE pour la période 2021-2027. Le soutien financier apporté aux pays de la zone euro recouvre aussi la possibilité de bénéficier à des conditions avantageuses de lignes de crédit fondées sur le Mécanisme européen de stabilité (MES), assorties d'une conditionnalité limitée à l'utilisation des fonds. Next Generation EU disposera d'un budget important (750 milliards EUR, soit environ 5.5 % du PIB de l'UE en 2019), bien adapté au soutien de la reprise dans les années à venir (M. Verwey *et al.*, 2020).

La mise en place d'instruments temporaires donnant lieu à des transferts budgétaires pour soutenir les pays membres de l'UE les plus affectés par la crise constitue une avancée remarquable en matière de réaction à la crise. À ce stade, l'UE devrait se consacrer à la mise en application des mesures de relance, dont la préparation des plans de relance et de résilience et la ratification par les parlements nationaux des décisions prises en matière de ressources propres. Comme indiqué dans l'*Étude économique* de l'UE, une mise en œuvre ambitieuse et efficace du plan Next Generation EU constitue une priorité essentielle pour que l'efficacité des nouveaux instruments soit maximale.

Une fois que l'ensemble des mesures seront pleinement opérationnelles, la réaction économique globale de l'Europe à la pandémie de COVID-19 pourrait utilement nourrir le débat sur les mesures devant être prises pour parachever l'architecture de l'UEM, notamment la création éventuelle de nouveaux instruments budgétaires. Dans ce contexte, si le budget de l'UE devait être utilisé pour un quelconque instrument spécifique à la zone euro, un mécanisme adéquat devrait être mis en place pour protéger financièrement

les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro. Lors de la conception de ces nouveaux instruments budgétaires, il faudrait tenir compte des éventuels problèmes d'aléa moral qu'ils pourraient poser en réduisant les incitations à mener des politiques économiques saines au niveau national. De nombreuses propositions ont été faites par le passé pour équiper les pays de la zone euro d'un mécanisme budgétaire permanent (voir à ce sujet Benassy-Quéré et Weder di Mauro, 2020). Parmi elles, plusieurs études (Carnot *et al.*, 2017 ; Claveres et Stráský, 2018 ; Arnold *et al.*, 2018) indiquent qu'un régime de réassurance chômage pourrait contribuer sensiblement au lissage de l'activité dans les pays de la zone euro en cas de choc de grande ampleur. Des simulations indiquent qu'un fonds de réassurance chômage devrait disposer d'une capacité d'emprunt équivalant à environ 2.5 % du PIB de la zone euro pour fonctionner correctement.

D'autres options pourraient aussi être étudiées. Un « Fonds pour la croissance » européen pourrait prendre la forme d'un fonds de réserve de stabilisation lié au budget de l'UE, et permettrait de soutenir l'investissement et les réformes structurelles dans les pays, en cas de choc de grande ampleur. Le principal objet de ce fonds devrait être de soutenir l'investissement dans les pays touchés par une crise, de manière à éviter qu'elle ne soit suivie d'une divergence entre les États membres, mais il pourrait également être activé pour engager par anticipation des dépenses favorisant une croissance durable ou bénéficiant aux biens publics européens, comme celles axées sur le verdissement de l'économie, au moyen d'une dette commune adossée aux futures ressources budgétaires de l'UE ou de la zone euro.

Le plan de relance européen soutiendra le rôle international de l'euro

Un euro plus présent à l'échelle mondiale bénéficierait à l'économie de l'union monétaire

Une plus large utilisation de l'euro à l'échelle internationale peut présenter nombre d'avantages pour l'économie de la zone euro. Elle peut réduire le coût des transactions internationales des entreprises européennes, diminuant le besoin de couverture contre le risque de change. Les petites entreprises, qui n'ont généralement qu'un accès limité aux instruments financiers de couverture, en tireraient particulièrement bénéfice. Un recours accru à l'euro comme monnaie de libellé des instruments financiers peut également profiter aux épargnants européens et aux investisseurs internationaux, améliorant potentiellement le choix de produits de placement s'offrant à eux à l'échelle mondiale. Les emprunteurs européens tireraient parti d'une plus forte demande de titres de dette libellés en euro, et donc d'une baisse de leurs coûts de financement, ce qui constitue un point important compte tenu de l'augmentation des besoins de financement souverains au cours des prochaines années. Enfin, l'utilisation de l'euro dans les échanges avec les partenaires commerciaux non européens réduirait la transmission des variations du taux de change, limitant ainsi la réaction des prix à l'importation à ces fluctuations (et donc l'inflation).

Cependant, bien que l'euro soit la deuxième monnaie de réserve internationale après le dollar américain (à la fin de 2019, 20 % environ de l'ensemble des réserves ventilées étaient en euro, soit une proportion supérieure à la part de la zone euro dans le PIB mondial), le poids relatif des réserves de change en euro a baissé depuis la crise financière mondiale (graphique 1.18, partie A). Cette diminution tient à un bond des émissions de titres de dette en dollar par les entités d'économies de marché émergentes jusqu'à la crise du COVID-19 (graphique 1.18, parties B et C). De son côté, la dette internationale libellée en euro est restée cantonnée aux économies développées et aux pays européens (BCE, 2020b). En outre, seule la moitié environ des exportations et importations de biens et services de la zone euro sont facturées dans la monnaie unique (graphique 1.18, partie D).

Le rôle de l'euro en tant que monnaie de réserve mondiale sera étayé temporairement par un accroissement de l'offre d'actifs libellés en euro émanant de l'UE liés au plan de relance « Next Generation EU ». Parmi les autres conditions préalables importantes devant être réunies pour promouvoir le rôle international de l'euro au cours des années à venir figurent une reprise vigoureuse et une résilience économique renforcée, reposant sur une architecture financière saine ainsi que des marchés financiers

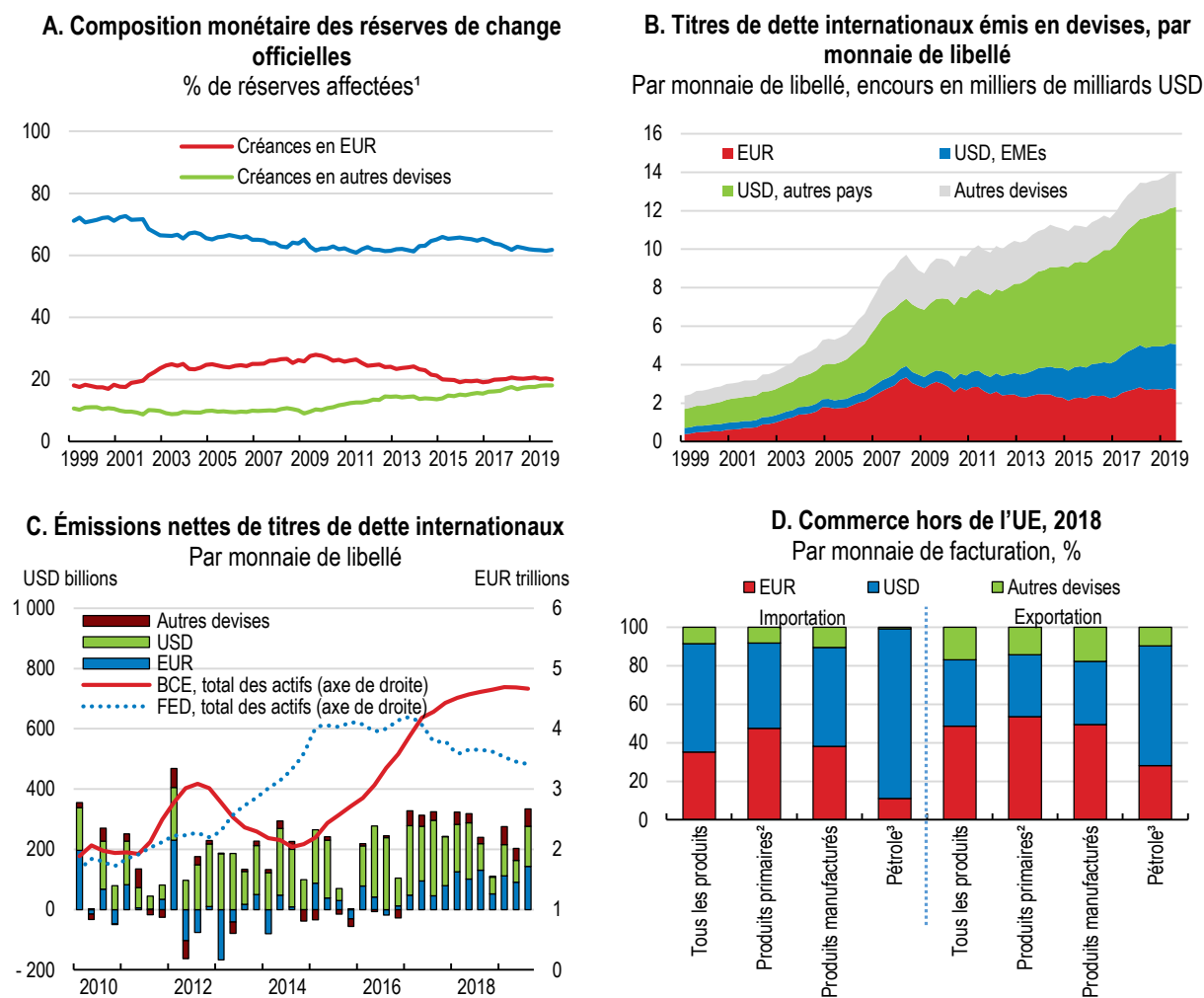
en euros profonds, liquides et fonctionnant bien. Renforcer l'Union économique et monétaire, achever l'union bancaire et progresser vers une Union des marchés de capitaux (UMC) complète sont autant d'éléments essentiels pour avancer sur la voie d'un renforcement du rôle international de l'euro.

Un accroissement temporaire de l'offre d'actifs libellés en euro émanant de l'UE contribuera à soutenir l'euro en tant que monnaie de réserve mondiale

L'UE en tant qu'entité émet une quantité limitée de dette en euro. En 2019, l'encours des titres de dette émis par l'UE atteignait environ 52 milliards EUR et les émissions émanant de la Banque européenne d'investissement s'établissaient à 435 milliards EUR, tandis que celles des États membres de la zone euro dépassaient les 9 000 milliards EUR. Le marché des obligations libellées en euro est ainsi très fragmenté, se caractérisant par une multiplicité de courbes de rendements et de profils de risque, ainsi que par une profondeur hétérogène. Promouvoir une utilisation accrue de l'euro à l'échelle mondiale nécessiterait une plus grande homogénéité des rendements de référence et une plus forte liquidité des marchés pour l'ensemble des échéances. Les titres du trésor des États-Unis remplissent ces fonctions, ce qui permet au dollar d'être un vecteur de stabilité et de sécurité en période de tensions financières mondiales, lui conférant ce que les travaux publiés sur la question qualifient de « responsabilité exorbitante » (Gourinchas *et al.* 2010 ; Caballero *et al.* 2015).

Dans ce contexte, les nouvelles émissions de titres de dette à l'échelle de l'UE dans le cadre des programmes Next Generation EU et SURE permettront d'accroître l'offre d'actifs européens, et renforceront ce faisant le rôle international de l'euro, quoique de manière temporaire. Les emprunts de l'UE destinés à soutenir la reprise, qui se traduiront par l'émission de 800 milliards EUR d'obligations européennes communes, devraient remodeler les marchés obligataires européens de manière spectaculaire. Les obligations émises par l'UE dans le cadre des programmes mis en place pour lutter contre la crise du COVID-19 permettront aussi une nette amélioration du fonctionnement des marchés financiers européens, en créant potentiellement une référence pour les marchés de capitaux en Europe et en accroissant de plus de moitié l'offre totale d'actifs sûrs libellés en euro (notés au moins AA+/AA1) d'ici à 2026, sur la base de l'encours actuel.

Graphique 1.18. Le rôle international de l'euro a diminué depuis la crise



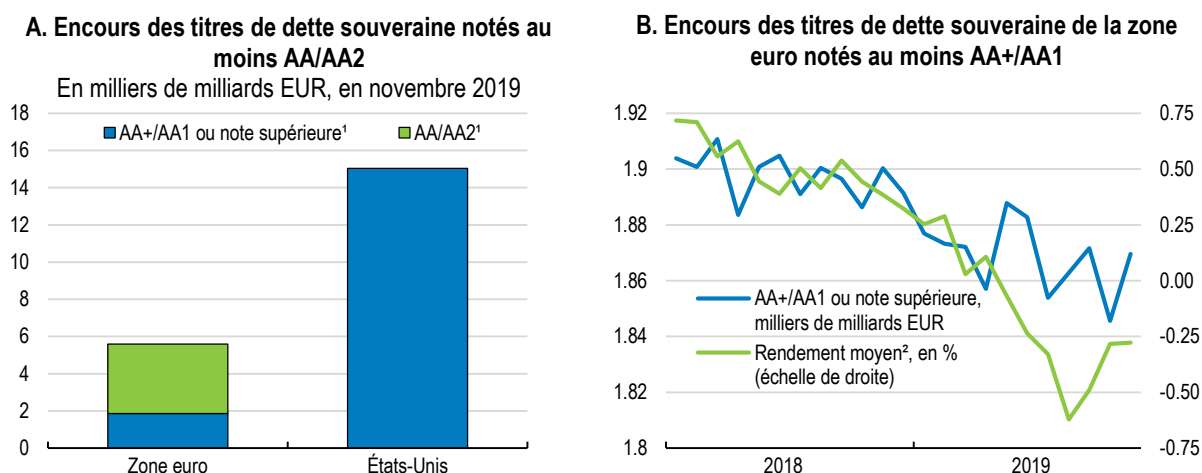
Note : 1. Les réserves en or sont exclues du total. 2. Hors pétrole, produits pétroliers et matériaux liés. 3. Pétrole, produits pétroliers et matériaux liés.

Source : Statistiques de la BRI sur les titres de dette internationaux. FMI, base de données des Statistiques financières internationales ; Refinitive ; Eurostat.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275653>

L'augmentation de l'offre d'actifs européens en euro dans l'union monétaire pourrait aussi réduire les pressions à la baisse exercées sur les rendements (actuellement négatifs) des placements sûrs en euro, lesquelles pèsent depuis des années sur les marges des banques et autres intermédiaires européens des marchés financiers (graphique 1.19). Néanmoins, dans la perspective de l'instauration éventuelle d'un actif européen sûr, les émissions de titres de dette de l'UE ne peuvent pas être a priori limitées dans le temps, sous peine d'entraîner à terme une réduction de la liquidité.

Graphique 1.19. L'offre d'actifs sans risque en euro a diminué dans le passé



Note : 1. Les obligations souveraines notées au moins AA+/AA1 comprennent les titres émis par les pays suivants : Allemagne, Finlande, Autriche, Luxembourg et Pays-Bas. Les obligations souveraines notées au moins AA+/AA1 comprennent les titres émis par les pays suivants : Allemagne, Finlande, Autriche, Luxembourg et Pays-Bas. Les obligations notées AA/AA2 (une note inférieure) comprennent les titres émis par la France. 2. Le rendement moyen est calculé comme la moyenne pondérée des rendements des obligations souveraines d'échéance 10 ans de l'Allemagne, de la Finlande, de l'Autriche, du Luxembourg et des Pays-Bas. Les pondérations renvoient à la part relative de l'encours des obligations dans le total de ces pays.

Source : BCE (2020), Entrepôt de données statistiques ; Refinitiv ; base de données Datastream.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275672>

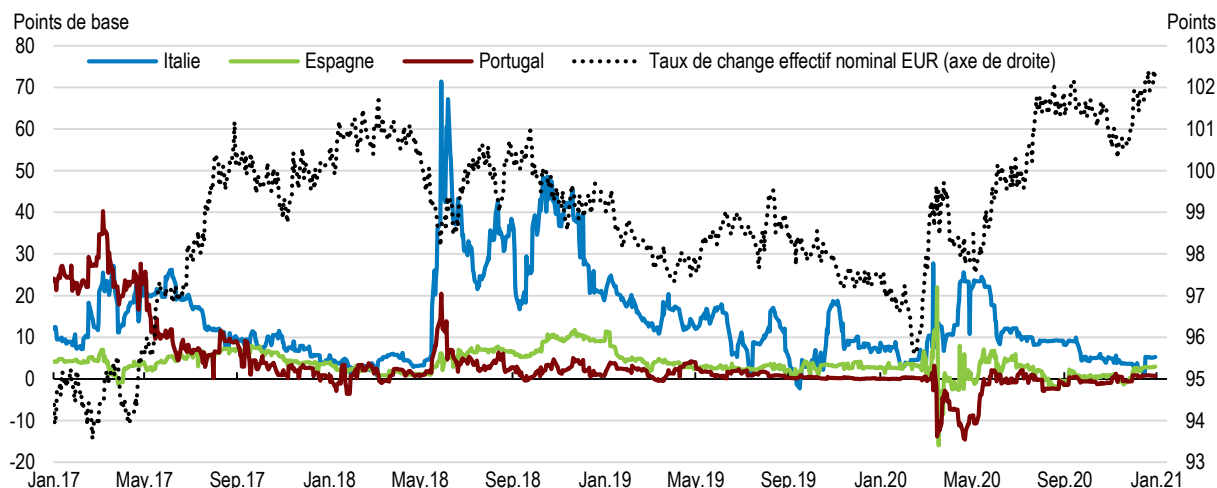
Renforcer l'architecture de la zone euro améliorerait la confiance dans l'euro et encouragerait son utilisation à l'échelle internationale

Une monnaie mondiale repose sur une économie stable et résiliente, ainsi que sur des marchés financiers liquides. Le cadre institutionnel et économique européen est relativement stable, et l'indépendance de la BCE, de même que son engagement à préserver la stabilité des prix, constituent un facteur favorable. Cependant, l'architecture économique de la zone euro présente des carences susceptibles d'entamer la confiance des investisseurs à l'égard de l'euro. L'évolution de la position internationale de l'euro ces dernières années est en partie imputable à la fragilité dont le cadre économique de la zone euro a souffert au lendemain de la crise financière mondiale. Cette fragilité a atteint un sommet lors de la crise des dettes souveraines dans la région, l'augmentation des primes de risque s'étant alors doublée d'une envolée du risque de redénomination pour les actifs souverains des pays concernés. Cette hausse du risque de redénomination témoignait des craintes des marchés quant à l'avenir de l'union monétaire. Les mesures de ce risque ont cependant nettement diminué et sont restées basses depuis la crise de la dette souveraine (graphique 1.20).

Bien que le cadre de gouvernance de la zone euro ait réalisé quelques progrès (dont la création de l'Union bancaire et l'instauration du MES), le dispositif visant à aider les membres de la zone euro à surmonter les chocs économiques reste insuffisant. En outre, l'absence d'un système commun d'assurance des dépôts accroît la vulnérabilité des banques de la zone euro aux problèmes de la région. Les marchés européens des capitaux demeurent fragmentés pays par pays en raison de multiples obstacles juridiques et institutionnels. Dans ce contexte, réformer l'architecture de l'union monétaire pour accroître la résilience de la zone euro face aux chocs et créer une véritable union financière est essentiel au renforcement de la confiance des investisseurs dans l'euro et à l'affermissement du rôle de l'euro sur les marchés internationaux. En définitive, mener à bien les réformes indispensables visant à améliorer le fonctionnement du système économique de la zone euro permettrait de consolider le rôle de l'euro comme monnaie de réserve.

Graphique 1.20. Le risque de redénomination a diminué depuis la crise financière mondiale et est resté faible

Écart entre les CDS à 5 ans sur la base des définitions de l'ISDA de 2014 et 2003



Note : Les lignes pleines représentent l'écart entre les contrats d'échange sur le risque de défaillance (CDS) à 5 ans sur la base des définitions des événements de crédit par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) et 2014 et 2003. Seuls les CDS fondés sur les définitions ISDA 2014 intègrent une référence explicite à la redénomination comme événement de crédit, ce qui n'était pas le cas de la version précédente (2003). L'écart entre les deux types de contrat, pour un même émetteur, peut servir d'estimation du risque de redénomination. Toutes les monnaies sont exprimées en unité monétaire par rapport à l'euro.

Source : Refinitiv; et base de données de la BCE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275691>

Une convergence conjoncturelle accrue soutiendrait la zone euro

Au lendemain de la crise financière mondiale, l'ampleur des disparités en termes de cycle conjoncturel entre les pays de la zone euro s'est traduite par une divergence des trajectoires économiques des économies les plus touchées. Aujourd'hui, la pandémie de COVID-19 affecte également de manière différente ces pays, et le risque existe que de telles différences exacerbent les divergences actuelles des trajectoires économiques, ou en créent de nouvelles. Dans ce contexte, le chapitre thématique de la présente étude porte sur les politiques visant à promouvoir une convergence conjoncturelle de l'union monétaire afin de garantir qu'aucun pays ne soit exclu de la phase de reprise.

Les divergences conjoncturelles au sein de la zone euro ont de profondes racines, au nombre desquelles figure l'hétérogénéité des structures économiques des États membres, qui accroît les probabilités de chocs asymétriques. Néanmoins, une comparaison avec d'autres unions monétaires de taille comparable (telles que les États-Unis) semble indiquer que la polarisation industrielle à elle seule ne suffit pas à expliquer la divergence relativement forte des cycles économiques entre les pays de la zone euro. La divergence conjoncturelle au sein de l'union monétaire est en grande partie attribuable aux cadres politiques et institutionnels propres à la zone euro.

Un renforcement de l'intégration budgétaire est indispensable à la réduction des divergences conjoncturelles

L'intégration budgétaire demeure l'une des plus importantes lacunes de la zone euro (tableau 1.5). La mise en place d'instruments budgétaires communs permettrait une stabilisation du cycle économique et une convergence conjoncturelle au sein de l'union monétaire. Par le passé, de nombreuses propositions visant à doter la zone euro d'une capacité budgétaire commune ont été formulées (pour un passage en revue de ces propositions, voir Benassy-Quéré et Weder di Mauro, 2020). De précédentes études de

l'OCDE mettaient en avant un dispositif européen de réassurance chômage qui viendrait compléter les régimes nationaux existants, et permettrait aux pays de la zone euro qui en ont besoin de bénéficier de transferts non discrétionnaires à court terme (OCDE, 2018). D'après les résultats d'une simulation, un régime de réassurance chômage en place dans la zone euro aurait pu réduire l'écart type de la croissance de son PIB de 0.4 % au cours de la crise financière mondiale (Claveres et Stráský, 2018). Dans ce contexte, la zone euro devrait envisager de mettre en place un mécanisme commun de stabilisation budgétaire sous la forme d'un régime de réassurance chômage.

Tableau 1.5. Renforcer la résilience grâce à la création d'une capacité budgétaire commune

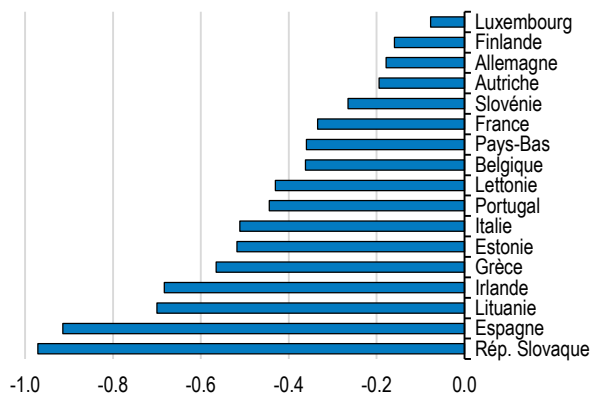
Principales recommandations de l'Étude de 2018	Mesures prises depuis 2018
Établir un mécanisme commun de stabilisation budgétaire, par exemple grâce à un système européen de réassurance chômage qui serait autorisé à emprunter sur les marchés de capitaux.	<p>Depuis le début de la pandémie, la création d'un certain nombre de nouveaux instruments temporaires destinés à l'UE et à la zone euro a été décidée sur une brève période, contribuant à la stabilisation macroéconomique au sein de l'UE.</p> <p>Ces instruments incluent notamment la Facilité pour la reprise et la résilience, qui accordera 312.5 milliards EUR de subventions et jusqu'à 360 milliards EUR de prêts aux États membres, les fonds étant orientés vers les pays les plus affectés par les retombées économiques de la pandémie.</p> <p>D'autres instruments à l'échelle de l'UE soutiennent les efforts de stabilisation des États membres. Ainsi, l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) contribue, par le biais de prêts bon marché, à l'instauration d'un filet de sécurité pour les travailleurs salariés et indépendants.</p>
Subordonner l'accès au mécanisme commun de stabilisation budgétaire au respect des règles budgétaires par le passé.	<p>Les nouveaux instruments mis en place à l'échelle de l'UE depuis le début de la pandémie soutiennent les efforts de stabilisation des États membres. Leur accès n'est pas subordonné au respect antérieur des règles budgétaires. Compte tenu de la dégradation spectaculaire de la situation économique, ces instruments sont nécessaires, notamment pour les États membres de l'UE fortement endettés qui n'ont pas toujours respecté les exigences liées aux règles budgétaires par le passé. Nombre de ces pays figurent aussi parmi les plus affectés par la pandémie.</p>

Une meilleure résilience des marchés du travail réduirait les disparités en matière de cycles économiques

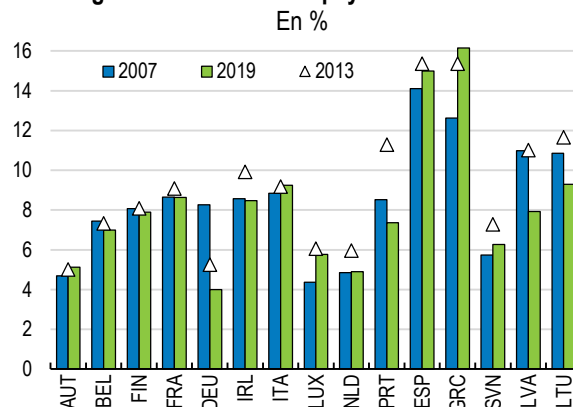
La législation et les politiques du travail déterminent en grande partie la manière dont fonctionnent les marchés de l'emploi, amplifiant ou atténuant les chocs économiques et donc, affectant la dynamique des cycles économiques. Les marchés du travail de la zone euro s'inscrivent dans des cadres institutionnels très différents, définis à l'échelle nationale. En conséquence, leurs réactions à des chocs similaires ont été très variables par le passé (graphique 1.21). Les migrations professionnelles transfrontalières peuvent être efficaces pour réduire les différences entre les marchés du travail nationaux, mais la mobilité professionnelle au sein de la zone euro reste limitée et elle risque de diminuer encore sous l'effet de la pandémie de COVID-19.

Graphique 1.21. Les marchés du travail de la zone euro ont eu des réactions différentes aux chocs

A. Coefficients de la Loi d'Okun¹



B. Le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation a augmenté dans certains pays de la zone euro



Note: 1. Coefficients issus de l'estimation d'une version de l'écart de la loi d'Okun selon la formule $(y - y^*) = \beta(u - u^*)$, où y^* et u^* représentent le logarithme du niveau de production naturel et le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation, $y - y^*$ renvoie à l'écart de production pour l'ensemble de l'économie et $u - u^*$ désigne le chômage conjoncturel. La période d'estimation couvre les années 1999 à 2018, selon une fréquence annuelle.

Source : OCDE (2020), Perspectives économiques : statistiques et projections (base de données).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275710>

Une meilleure résilience des marchés de l'emploi peut réduire les divergences des cycles économiques, renforçant la capacité des pays de la zone euro à absorber les chocs économiques et accélérant la reprise. Si les politiques du marché du travail relèvent principalement de la responsabilité des États membres, l'UE peut prêter son concours aux autorités nationales dans les efforts qu'elles déploient en octroyant des financements, en mettant en avant les meilleures pratiques ou en dispensant des conseils sur les actions à mener, dans le cadre du Semestre européen.

À cet effet, les pays de la zone euro devraient accroître leurs efforts de renforcement de la résilience des marchés de l'emploi de la région selon deux axes. Le premier consiste à déterminer comment renforcer les mesures permettant de préserver les emplois viables, comme les dispositifs de maintien dans l'emploi, en période de fléchissement marqué de l'activité. Dans les premières phases de la crise du COVID-19, de nombreux gouvernements de la zone euro ont modifié leur dispositif existant afin d'en maximiser l'utilisation. À l'avenir, le principal défi sera de parvenir au juste équilibre entre l'intégration, dans les dispositifs de maintien dans l'emploi, des travailleurs dont les postes sont menacés mais qui devraient rester viables à long terme, et l'affectation rapide et sans heurt à d'autres postes des travailleurs dont l'emploi n'est pas viable. Dans ce contexte, les politiques de mobilité professionnelle et les programmes de formation devraient être élargis aux travailleurs couverts par un dispositif de maintien dans l'emploi.

Le deuxième axe pour accroître la résilience des marchés du travail consiste à faciliter l'orientation des travailleurs vers de nouveaux emplois par l'acquisition de compétences et l'incitation à la reprise d'activité (activation). Les données de l'OCDE laissent à penser que les politiques actives du marché du travail (PAMT) réduisent le chômage global et ont des effets positifs sur le rythme de retour à l'emploi des demandeurs d'emploi. Les pouvoirs publics devraient, entre autres, intensifier les mesures d'activation au moyen d'une augmentation structurelle des dépenses et de l'efficacité de ces mesures dans les pays de la zone euro où elles sont actuellement insuffisamment développées ou inefficaces. Face à la crise actuelle, les services publics de l'emploi doivent fortement augmenter leurs capacités et se concentrer davantage sur les catégories de travailleurs et de secteurs économiques les plus affectés (l'hôtellerie et la restauration, le transport).

Enfin, la mobilité transfrontalière de la main-d'œuvre peut atténuer efficacement les disparités entre les marchés du travail nationaux, réduisant la probabilité que s'installe un chômage de longue durée et donc, le risque d'hystérèse consécutif à un choc économique. Néanmoins, la mobilité professionnelle au sein de la zone euro est limitée et risque de diminuer encore sous l'effet de la pandémie de COVID-19, au moins durant un certain temps. Afin de soutenir la mobilité professionnelle dans la durée, les cadres politiques et institutionnels devraient faciliter la reconnaissance des qualifications professionnelles et des diplômes entre juridictions, et achever la mise en œuvre de l'échange électronique d'informations sur la sécurité sociale.

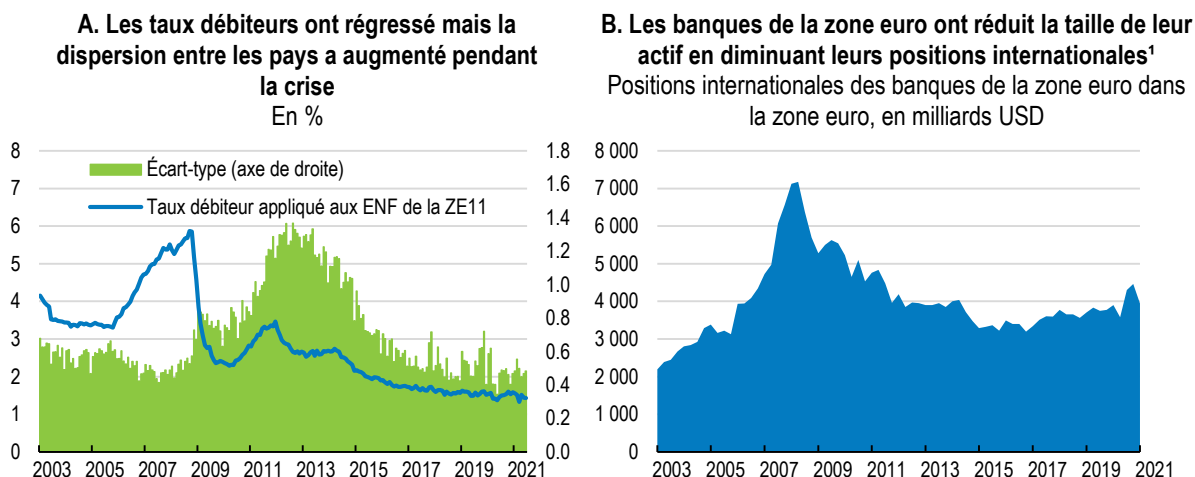
Tableau 1.6. Réduire la fragmentation financière pour accroître le partage privé des risques

Principales recommandations de l'Étude de 2018	Mesures prises depuis 2018
<p>Mettre en œuvre sans tarder le Plan d'action de l'ECOFIN sur les prêts non performants ; faciliter la création de sociétés de gestion de portefeuille.</p>	<p>Le Plan d'action de l'ECOFIN relatif aux prêts non performants en Europe a été presque entièrement mis en application. La Commission poursuit ses travaux pour le mener à bien. L'ABE et la BCE ont également réalisé la plupart des tâches qui leur incombaient dans le cadre de ce Plan d'action. Dans le cadre de ses mesures visant à traiter le problème des prêts non performants (mars 2018), la Commission a publié un plan détaillé (non contraignant) pour la création de sociétés nationales de gestion de portefeuille (SGP). Ce plan aide les États membres à déterminer la manière dont ils peuvent établir des SGP nationales, s'ils le jugent utile, en parfaite conformité avec les règles bancaires et les règles sur les aides d'État européennes.</p>
<p>En mettant à profit les avancées sur le front de la réduction des risques, établir un système commun d'assurance de dépôts préfinancé, dont les contributions seraient calculées en proportion des risques pris par les banques.</p> <p>Pour assurer une résolution ordonnée des banques, utiliser le Mécanisme européen de stabilité en tant que filet de sécurité budgétairement neutre pour le Fonds de résolution unique qui puisse être déployé rapidement.</p>	<p>Les discussions relatives au modèle hybride de système européen d'assurance des dépôts (SEAD) se poursuivent au sein du groupe de travail <i>ad hoc</i> du Conseil.</p> <p>Tous les sujets en suspens liés au filet de sécurité commun ont été clos. L'amendement du Traité sur le MES, y compris le filet de sécurité commun, et l'amendement de l'Accord intergouvernemental sur le FRU ont été signés en janvier 2021, à la suite de l'accord politique de la fin novembre 2020 sur l'introduction précoce du filet de sécurité commun. Les États membres ont entamé le processus de ratification, qui devrait s'achever d'ici à la fin de 2021.</p> <p>Dans le cadre du Groupe de travail de haut niveau sur le système européen d'assurance des dépôts (SEAD), deux mesures potentielles ont été envisagées : (i) une réforme du traitement réglementaire des expositions des banques aux actifs souverains ; et (ii) la prise en compte de leurs portefeuilles d'obligations souveraines dans la détermination des cotisations fondées sur les risques à un futur SEAD. Des divergences de vue de longue date perdurent concernant les deux.</p>
<p>Favoriser la diversification des expositions des banques aux emprunteurs souverains, y compris en envisageant la mise en place d'exigences de fonds propres au titre de la concentration de ces expositions avec, en parallèle, l'introduction d'un actif européen sûr.</p>	<p>La Directive (UE) 2019/1023 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes a été adoptée en 2019 et devra être mise en œuvre par les États membre d'ici à juillet 2021 ou, en cas de demande de délai supplémentaire, d'ici à juillet 2022. Les règles adoptées dans le cadre des législations nationales transposant cette Directive garantiront que les entreprises en difficulté mais viables puissent recourir aux restructurations dans le but d'éviter des procédures d'insolvabilité, et que les entrepreneurs honnêtes insolvables puissent obtenir une remise de dette au terme d'un délai de trois ans au maximum.</p>

Un marché des capitaux unique plus efficace et des banques plus solides peuvent réduire le risque de fragmentation financière

Lors de la crise financière mondiale, le marché unique des capitaux s'est dissous et les marchés de capitaux ont connu une segmentation pays par pays, ce qui s'est traduit par une hétérogénéité des conditions financières au sein de la zone euro (graphique 1.22). Les pays où les turbulences financières étaient particulièrement fortes ont alors subi une crise du crédit qui a amplifié la contraction économique et entravé la reprise. Trois éléments ont caractérisé l'expérience passée de fragmentation des marchés financiers de la zone euro : la présence de banques fragiles ; la faiblesse et l'instabilité des liens financiers transnationaux ; et le sous-développement généralisé des financements de marché, qui n'ont pu compenser le reflux du crédit bancaire.

Graphique 1.22. La fragmentation financière a été l'une des raisons de la divergence des cycles économiques lors de la dernière crise



Note : 1. Positions internationales des banques de la zone euro dans la zone euro.

Source : Entrepôt de données statistiques de la BCE ; et statistiques bancaires internationales de la BRI.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934275729>

Pour assurer une meilleure résilience du marché financier commun européen, il convient de renforcer les intermédiaires européens. Dans le contexte actuel, il est ainsi nécessaire de soutenir les banques européennes face à la possible nouvelle vague de prêts non performants. Les organes réglementaires et les autorités financières devraient renforcer le cadre européen de gestion des prêts non performants en l'articulant autour de trois piliers : la conception de meilleures procédures d'insolvabilité et de saisie des biens fournis en garantie, l'amélioration des politiques réglementaires et le développement de marchés secondaires des actifs compromis (tableau 1.6). Pour renforcer les banques européennes, il faudra également achever l'union bancaire, en traitant toutes les questions en suspens, selon une approche globale et avec le même niveau d'ambition.

Enfin, l'amélioration de la résilience de l'octroi de crédit à l'économie réelle en période de récession requiert de réduire la dépendance des marchés financiers européens à l'égard des banques, afin d'éviter que des difficultés bancaires ne donnent lieu à une fragmentation financière. La crise du COVID-19 crée une nouvelle urgence en la matière. Malgré d'importants efforts pour développer une union des marchés de capitaux (UMC), l'instauration d'un marché des capitaux véritablement européen requiert encore des avancées dans un certain nombre de domaines prioritaires, au premier rang desquels le développement de la titrisation et des marchés d'actions. Ces deux objectifs pourraient être atteints grâce à une convergence des cadres juridiques nationaux en matière de réglementation des marchés financiers, de contrôle et de procédures d'insolvabilité.

Recommandations

PRINCIPALES CONCLUSIONS (propres aux Principaux éclairages sur l'action publique)	RECOMMANDATIONS (principales recommandations en gras)
Conserver une politique monétaire accommodante	
<p>L'inflation est restée nettement inférieure à l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE) depuis longtemps et les risques sont orientés de manière prédominante à la baisse au-delà d'un horizon à court terme.</p>	<p>Conserver une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que l'inflation converge nettement vers l'objectif fixé par la BCE.</p>
<p>Les caractéristiques structurelles de l'économie de la zone euro à prendre en compte pour la conduite de la politique monétaire évoluent sans cesse au fil du temps, tandis que l'inflation est inférieure depuis un certain temps à l'objectif visé. La BCE a récemment procédé à une évaluation de son cadre de politique monétaire et une nouvelle évaluation est prévue pour 2025.</p>	<p>Au cours de sa prochaine évaluation, la BCE pourrait envisager de passer à un ciblage de l'inflation moyenne au cas où l'objectif d'inflation ne serait pas atteint.</p>
<p>L'allègement des exigences de fonds propres et les mesures de conservation prises face à la pandémie ont soutenu l'octroi de crédit, mais la persistance des turbulences économiques augmentera le risque de faillite des emprunteurs.</p>	<p>La levée des mesures financières liées à la pandémie devrait être progressive. Les volants de fonds propres et de liquidité devraient être reconstitués peu à peu.</p>
<p>La BCE s'est montrée innovante dans l'utilisation de nouveaux instruments de politique monétaire non conventionnels au cours de la crise financière mondiale et de la pandémie de COVID-19, et a fait preuve de détermination en assouplissant ses propres limites lorsque la situation le nécessitait.</p>	<p>Faire le point sur l'efficacité des nouveaux outils récemment adoptés et sur la suspension des limites que la BCE s'était imposées à elle-même concernant son programme d'achats d'actifs, et les prolonger si besoin.</p>
Améliorer les dispositions budgétaires européennes	
<p>Le cadre budgétaire européen est particulièrement complexe et, par le passé, il n'a pas empêché la mise en œuvre de politiques procycliques dans la zone euro. L'UE a activé la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance pendant la pandémie. Après la crise, réappliquer les règles budgétaires dans leur configuration actuelle sera encore plus difficile.</p>	<p>Évaluer le cadre budgétaire afin de mieux assurer la viabilité des finances publiques, ainsi que de garantir une orientation contracyclique suffisante des politiques budgétaires et une meilleure appropriation des règles.</p> <p>Améliorer l'élaboration des politiques budgétaires en renforçant le rôle des institutions budgétaires indépendantes, en améliorant les cadres budgétaires à moyen terme et en envisageant de recourir à des incitations positives.</p>
<p>Face à la crise, l'UE a récemment adopté des instruments budgétaires communs, sous la forme du plan de relance Next Generation EU et de l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE). Toutefois, ces mesures ne sont temporaires et pourraient ne pas être renouvelées.</p>	<p>Mettre en œuvre rapidement les plans nationaux pour la reprise et la résilience, afin d'engager des réformes structurelles et de réaliser des investissements fondés sur de solides analyses coûts-avantages.</p> <p>Évaluer rigoureusement l'impact économique de SURE et de « Next Generation EU », étant donné qu'ils pourraient utilement nourrir le débat sur l'achèvement de l'architecture de l'Union économique et monétaire (UEM).</p>
<p>La complexité du cadre budgétaire n'a fait que croître au fil du temps, du fait de la prolifération des objectifs chiffrés, des procédures, des dispositions relatives aux événements inattendus et des indicateurs de conformité. Les règles de dépenses ancrées à un objectif de ratio d'endettement tendent à être plus simples et plus faciles à contrôler et limitent le risque de politiques budgétaires procycliques.</p>	<p>Envisager, par exemple, d'adopter une règle de dépenses ancrée à un objectif de ratio d'endettement.</p>
Renforcer la position de l'euro en tant que monnaie de réserve	
<p>La position de l'euro en tant que monnaie de réserve internationale repose sur la résilience économique de la zone euro et sur une offre stable d'obligations libellées en euro.</p>	<p>Renforcer la résilience économique de la zone euro en achevant l'union bancaire et l'union des marchés des capitaux.</p>

Références

- Altavilla, C., M. Boucinha et J. Peydró (2017), « Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment », *ECB Working Paper Series*, n° 2105, octobre.
- Andersson, F. N.G. et L. Jonung (2019), « The Swedish fiscal framework – The most successful in Europe? », *Department of Economics Working Paper*, n° 2019:6, Lund University, Lund.
- Andrle, M., et al. (2015), « Reforming Fiscal Governance in the European Union », *IMF Staff Discussion Note*, n° 15/09, Fonds monétaire international, Washington, D.C.
- BCE (2020a), *Financial Stability Review*, novembre 2020, Banque centrale européenne, Frankfurt.
- BCE (2020b), « The international role of the euro, June 2019 », Banque centrale européenne, 2020.
- Beetsma, R. M. et al. (2018), « Independent Fiscal Councils: Recent Trends and Performance », *document de travail du FMI*, n° 16/68, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Blanchard, O, A Leandro et A Zettelmeyer (2020), « Revisiting the EU fiscal framework in an era of low interest rates », document non publié.
- Borio, C., L. Gambacorta et B. Hofmann (2017), « The influence of monetary policy on bank profitability », *International Finance*, vol. 20, n° 1, pp 48–63.
- Bornhorst, F. et al. (2011), « When and how to Adjust Beyond the Business Cycle?: A Guide to Structural Fiscal Balances », Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Brück, T. et R. Zwiener (2006), « Fiscal policy rules for stabilisation and growth: A simulation analysis of deficit and expenditure targets in a monetary union », *Journal of Policy Modeling*, vol. 28, n° 4, pp. 357-369.
- BRI (2018), « Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates », *Committee of Global Financial System working paper*, n° 61, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Brunnermeier, M. K., et Y. Koby (2016), « The reversal interest rate: An effective lower bound on monetary policy », *document non publié*, Princeton University.
- Caballero, R. J., E. Farhi et P.-O. Gourinchas (2015), « Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB », *NBER Working Paper*, n° 21670.
- Caceres, C. et M. Ruiz-Arranz (2010), « What Fiscal Rule Would Work Best for the UK? » in *United Kingdom: Selected Issues Paper, IMF Country Report*, n° 10/337, Fonds monétaire international, Washington, D.C.
- Casals, J. A. et al. (2012), « National Expenditure Rules – Why, How and When », Direction générale des affaires économiques et financières, Commission européenne, Bruxelles.
- Claveres, G. et J. Stráský (2018), « Stabilising the Euro Area through unemployment benefits re-insurance scheme », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1497, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/6ab5edd0-en>.
- Cœuré, B. (2019a), « A tale of two money markets: fragmentation or concentration », dans *Allocution prononcée lors de l'atelier organisé par la BCE sur les marchés monétaires, la mise en oeuvre de la politique monétaire et les bilans des banques centrales*, vol. 12.
- Comité budgétaire européen (2019), *2019 Annual Report of the European Fiscal Board*, Bruxelles.
- Comité budgétaire européen (2018), *2018 Annual Report of the European Fiscal Board*, Bruxelles.
- Comité budgétaire européen (2020), *2020 Annual Report of the European Fiscal Board*, Bruxelles.
- Commission européenne (2020), Identifying Europe's recovery needs, SWD(2020) 98 final.
- Dell'Ariccia, M. G., O. J. Blanchard et M. P. Mauro (2010), « Rethinking macroeconomic policy », Staff Position Note, n° 2010/03, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Ducoudré, B. et al. (2018), « Simulation of a Fiscal Public Expenditure Rule Dependent on the Level of

- Public Debt », *Focus du CAE*, n° 23-2018, Conseil d'Analyse Economique, Paris.
- Ehlers, T., B. Mojon et F. Packer (2020), « Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level », *BIS Quarterly Review*, n° 31, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Enria (2020), Entretien conduit par M. Andrea Enria, Président du Conseil de surveillance prudentielle de la BCE, pour RTÉ Morning Ireland, le 24 septembre 2020.
- Eyraud, L., V. Gaspar et M. T. Poghosyan (2017), « Fiscal politics in the Euro area », *Document de travail du FMI*, n° 17/18, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Fedelino, A., M. Horton et A. Ivanova (2009), « Computing cyclically-adjusted balances and automatic stabilizers », Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Ferrari, A. et V. N. Landi (2020), « Whatever it takes to save the planet? Central banks and unconventional green policy », *ECB working paper*, n° 2500, Banque centrale européenne, Frankfurt.
- FMI (2020), « Euro Area Policies: Staff Report for the 2020 Article IV Consultation », *IMF Country Report*, Fonds monétaire international, n° 20/324, Washington DC.
- FMI (2009), « Fiscal Rules — Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances », Fonds monétaire international, Washington, D.C.
- Gourinchas, P. O., N. Govillot et H. Rey (2010), « Exorbitant privilege and exorbitant duty », *Bank of Japan Discussion Paper*, n° 2010-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies (IMES), Tokyo.
- Hauptmeier, S., A. J. Sanchez-Fuentes et L. Schuknecht (2011), « Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area », *Journal of Policy Modeling*, vol. 33, n° 4, pp. 597-617.
- Holzmann (2019), « ECB needs to lower inflation target in policy review: Holzmann », Entretien avec Reuters, Washington D.C.
- Kopits, G. et S. A. Symansky (1998), « Fiscal Policy Rules », *Occasional paper*, n° 162, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Kumar, M. et T. Ter-Minassian (2007), « 4 Addressing the Procyclical Bias » in *Promoting Fiscal Discipline*, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Lledo, V. D. et al. (2018), « How to Select Fiscal Rules; A Primer », *Working paper*, n° 2018/001, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- Manescu, C. B. et E. Bova (2020), « National Expenditure Rules in the EU: an Analysis of Effectiveness and Compliance », *European Economy Discussion Papers*, n° 124.
- Mbaye, S. et H. E. Ture (2018), « What Makes Fiscal Rules Effective: Lessons from Case Studies », *Document de travail du FMI*, Fonds monétaire international, Washington. D.C.
- OCDE (2020), « Issue Note 1: The effectiveness of monetary policy in the current environment », Working Party No. 3 on Policies for the Promotion of Better International Payments Equilibrium, ECO/CPE/WP3(2020)2.
- OCDE (2019), *Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2019 Numéro 1*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/0a0e3904-fr>.
- OCDE (2018), *Études économiques de l'OCDE : Zone Euro 2018*, Éditions OCDE, Paris, https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2018-fr.
- OCDE (2016), *Études économiques de l'OCDE : Zone Euro 2016*, Éditions OCDE, Paris, https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2016-fr.
- OCDE (2014), *Études économiques de l'OCDE : Zone Euro 2014*, Éditions OCDE, Paris, https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2014-fr.
- OCDE (2010), *Les dépenses fiscales dans les pays de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.
- Potter, S. M. et F. Smets (2019), « Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis »,

- CGFS Papers, n° 63, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Praet, P. (2016), Entretien avec La Repubblica, Banque centrale européenne, 5 mai 2016.
- Reserve Bank of Australia (s.d), Inflation Target, <https://www.rba.gov.au/inflation/inflation-target.html>.
- Sherwood, M. (2015), « *Medium-term budgetary frameworks in the EU member states* », Direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN), Commission européenne, Bruxelles.
- Stráský, J. et H. Hwang (2019), « Negative interest rates in the euro area: does it hurt banks? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1574, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/d3227540-en>.
- Vierke, H. et M. Masselink (2017), « The Dutch budgetary framework and the European fiscal rules », Direction générale des affaires économiques et financières, Commission européenne, Bruxelles.



Extrait de :
OECD Economic Surveys: Euro Area 2021

Accéder à cette publication :
<https://doi.org/10.1787/214e9f0a-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2021), « Principaux éclairages sur l'action publique », dans *OECD Economic Surveys: Euro Area 2021*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/feab1502-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, ainsi que les données et cartes 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. Des extraits de publications sont susceptibles de faire l'objet d'avertissements supplémentaires, qui sont inclus dans la version complète de la publication, disponible sous le lien fourni à cet effet.

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes :
<http://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.