

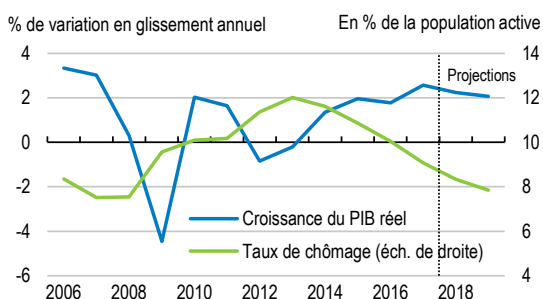
Résumé

- *L'économie est en expansion, soutenue par des politiques macroéconomiques accommodantes.*
- *Un meilleur partage des risques est nécessaire pour une union monétaire résiliente et durable*

La zone euro est en croissance...

L'économie de la zone euro connaît une croissance solide. L'économie de la zone euro est en phase de croissance depuis 2014 (graphique A), à la faveur d'une politique monétaire très accommodante, d'une politique budgétaire modérément expansionniste et du redressement de l'économie mondiale. La croissance du PIB devrait ralentir quelque peu, mais rester forte à l'aune de ce que l'on a observé ces dernières années.

Graphique A. L'économie est en expansion



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

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746520>

... mais il faudrait qu'elle remédie à ses fragilités qui persistent

Garantir la viabilité de l'union monétaire à terme nécessite une poursuite des réformes.

L'amélioration de la situation économique se traduit également par une adhésion plus forte des citoyens à la monnaie unique. Toutefois, d'autres réformes de l'architecture de l'union monétaire sont nécessaires pour en assurer la résilience face aux crises et en garantir la viabilité à long terme. En particulier, il conviendrait de progresser rapidement sur la voie de l'union bancaire, y compris sur la voie de la réduction et du partage des risques. Un instrument de stabilisation budgétaire pour la zone euro qui viendrait en complément des politiques budgétaires nationales permettrait d'absorber les chocs, qu'ils soient spécifiques à des États membres ou se produisent à l'échelle de la zone euro. Enfin, les réformes visant à

instaurer une véritable union des marchés financiers devraient être poursuivies.

La politique monétaire doit rester accommodante

Si elle est restée jusqu'à maintenant accommodante, la politique monétaire devra être progressivement normalisée.

La politique monétaire a permis de soutenir largement la reprise. Pourtant, l'inflation globale reste bien inférieure à l'objectif et les responsables de la politique monétaire devraient se montrer déterminés à maintenir une orientation accommodante aussi longtemps qu'il le faudra pour remettre l'inflation sur la trajectoire visée. Dans le même temps, la BCE devrait se préparer à une normalisation progressive à mesure que l'inflation devrait se rapprocher progressivement de l'objectif. Pour éviter le risque de mouvements non souhaités sur les marchés financiers pendant le processus de normalisation, la BCE pourrait renforcer son guidage des anticipations concernant les trajectoires de taux directeurs attendues et s'engager à ne commencer à réduire la taille de son bilan qu'une fois le premier relèvement des taux effectué, et à le faire progressivement ensuite. Pour minimiser les effets éventuels d'une politique monétaire accommodante, en particulier dans les pays connaissant une forte expansion économique, il conviendrait de mettre en œuvre des outils macroprudentiels pour protéger le système financier d'une surexposition à des risques systémiques, par exemple du risque de bulles spéculatives sur l'immobilier financées par le crédit, tandis que d'autres mesures devraient par ailleurs éviter l'accumulation de déséquilibres importants. Pour faciliter le recours à des instruments de politique macroprudentielle, il serait utile d'améliorer la collecte de données plus fines et harmonisées, en particulier sur les biens immobiliers commerciaux.

La résolution des prêts non performants stimulerait le crédit et l'investissement.

Une résolution rapide des prêts non performants est essentielle pour faciliter de nouvelles activités de prêt bancaire dans les pays sortis de la crise et améliorer la transmission de la politique

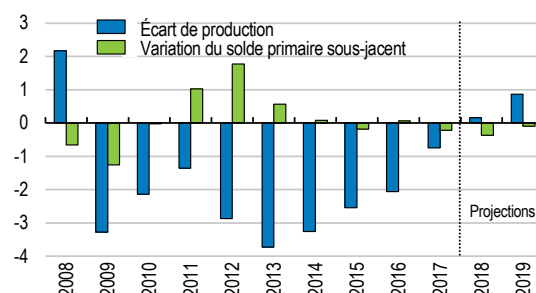
monétaire dans la zone euro. Les politiques adoptées en réponse au problème des prêts non performants peuvent se décliner autour de plusieurs axes, notamment : un renforcement de la surveillance pour empêcher l'accumulation de créances douteuses à l'avenir, le développement de marchés secondaires pour les actifs en difficulté, un meilleur alignement des régimes d'insolvabilité et de recouvrement de créances et une poursuite de la restructuration du système bancaire. Le Plan d'action du Conseil pour la lutte contre les prêts non performants en Europe (2017) et le train de mesures concrètes proposées en la matière par la Commission européenne (2018) sont autant d'initiatives dont il faut se féliciter, et qui devraient être rapidement mises en œuvre. En particulier, la création de structures nationales de défaillance pourrait être facilitée et pourrait aider les systèmes bancaires aux prises avec d'importants volumes de prêts non performants à trouver des solutions pour certains types d'actifs en difficulté.

La reprise devrait être mise à profit pour améliorer les situations budgétaires

Le cadre budgétaire européen doit permettre de garantir que les situations budgétaires s'améliorent lors de période de conjoncture favorable. Dans le passé, les conjonctures favorables n'ont pas été toujours suffisamment mises à profit pour améliorer les situations budgétaires et la crise a conduit à des ratios de dette publique élevés. L'orientation globalement neutre de la politique budgétaire attendue en 2018 est appropriée, mais à mesure que la croissance des économies nationales se développe et que les écarts de production s'amenuisent, les pays très endettés devraient faire en sorte que leur ratio dette/PIB diminue fortement en œuvrant encore davantage à améliorer leur situation budgétaire (graphique B). Cela exige, entre autres, de sensibiliser davantage les autorités nationales, notamment grâce à un rôle accru des conseils budgétaires, au fait qu'il est souhaitable de procéder à un assainissement budgétaire en période de conjoncture favorable, conjugué à de

solides politiques économiques. En outre, il convient de mettre au point également des incitations plus fortes en révisant certains aspects de l'actuel cadre budgétaire européen, comme l'a récemment proposé le Comité budgétaire européen.

Graphique B. L'orientation de la politique budgétaire dans la zone euro devrait rester globalement neutre



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

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933746539>

Si un ajustement du cadre actuel constitue une option intéressante pour améliorer les soldes budgétaires lorsque les conditions sont favorables, il est aussi susceptible de rendre plus complexe encore le cadre budgétaire européen, qui comprend déjà de multiples objectifs chiffrés, procédures et dispositions relatives à des événements inattendus. Simplifier les règles, tout en préservant la flexibilité nécessaire pour tenir compte de l'appréciation globale de la situation économique, permettrait un meilleur fonctionnement de ces règles. Au final, les pays pourraient envisager de suivre un objectif de dépenses qui garantit un ratio d'endettement viable.

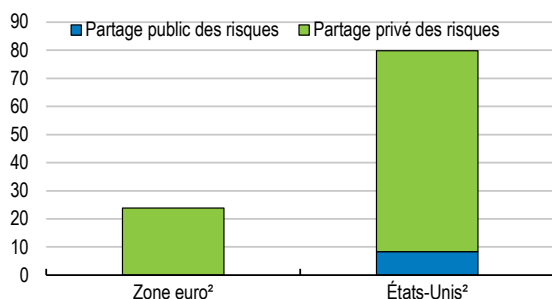
Un meilleur partage des risques est indispensable à l'instauration d'une union monétaire résiliente et durable

Dans une union monétaire, le partage des risques est important. Étant donné que la politique monétaire ne devrait réagir qu'à des chocs à l'échelle de la zone euro et que de temps à autre, elle pourrait être bridée par l'existence d'une valeur pour ses taux d'intérêt,

il est nécessaire de pouvoir disposer d'autres leviers d'action publique pour gérer les chocs de grande ampleur ou asymétriques. Dans la zone euro, l'inachèvement de l'union bancaire et la fragmentation des marchés financiers font obstacle à des niveaux plus élevés de partage privé des risques grâce un éventail plus large de possibilités d'épargne et d'investissement ; actuellement, le partage public des risques par le biais de transferts budgétaires n'existe quasiment pas (graphique C).

Graphique C. Il y a peu de partage transfrontalier des risques dans la zone euro

Ampleur de l'amortissement d'un choc asymétrique sur le PIB attribuable au partage transfrontalier des risques¹, en %



1. Le partage public des risques désigne la redistribution budgétaire transfrontalière, alors que le partage privé des risques fait référence à l'effet de lissage des revenus des facteurs (capital et travail) et des marchés du crédit au niveau transfrontalier.

2. Voir le graphique 22 pour les détails.

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

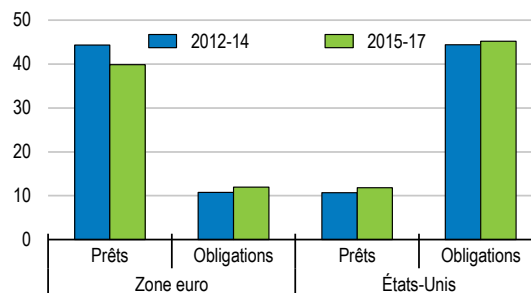
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746558>

Les réformes bancaires doivent avoir pour effet de supprimer le lien potentiellement dommageable entre les banques et leurs emprunteurs souverains. L'union bancaire demeure inachevée. Étant donné que dans la zone euro, l'intermédiation financière reste de façon prédominante du ressort des banques (graphique D), des progrès dans ce domaine sont indispensables pour parvenir à un meilleur partage privé des risques. Le Fonds de résolution doit pouvoir être étayé par des ressources financières mobilisables rapidement pour asseoir sa crédibilité en cas de nouveau choc systémique de grande ampleur, un rôle que

pourrait jouer, dans le respect du principe de neutralité budgétaire, le Fonds monétaire européen, ainsi que l'a récemment proposé la Commission européenne. Mettant à profit ces avancées sur le front de la réduction des risques, il faudrait trouver rapidement un accord sur un système commun d'assurance des dépôts pour achever l'union bancaire. Pour distendre davantage le lien potentiellement dommageable entre les banques et les émetteurs souverains, on pourrait introduire, entre autres politiques, des exigences de fonds propres qui augmenteraient proportionnellement au degré de concentration des dettes souveraines dans les portefeuilles des banques, ce qui pourrait inciter les banques à diversifier leurs avoirs en titres souverains (graphique E). Plusieurs actions publiques s'imposent, notamment l'introduction progressive d'exigences de fonds propres supplémentaires pour la détention de créances souveraines excessives sur un seul pays et l'introduction d'un actif européen « sans risque », et celles-ci devraient être envisagées en parallèle.

Graphique D. L'intermédiation financière est majoritairement du ressort des banques

Encours de prêts et d'obligations d'entreprises non financières en % du PIB, moyenne de la période



Source : Eurostat, Banque centrale européenne, US Bureau of Economic Analysis, Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale, et Securities Industry and Financial Markets Association.

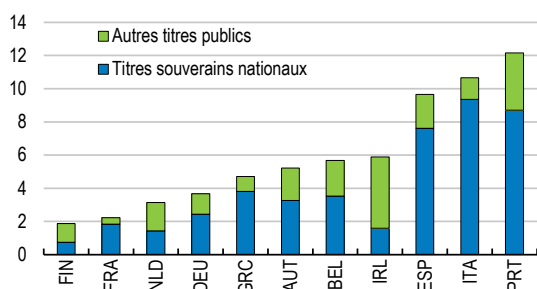
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746577>

Le partage public de risques aiderait à résister à d'importants chocs négatifs. Il est probable que dans la zone euro également, la plus grosse partie du partage de risques viendra du partage privé qui permet aux ménages et aux entreprises d'accéder à un large éventail de possibilités de

placement et d'emprunt. Cela étant, il est possible qu'après un choc négatif de grande ampleur, le partage privé des risques ne suffise pas toujours, et il a même reculé en période de crise. C'est donc à juste titre que le Rapport des cinq présidents préconise la création d'un mécanisme budgétaire d'absorption des chocs au niveau de la zone euro qui vienne en complément des politiques budgétaires nationales, et la Commission européenne a soumis une proposition intéressante à cet égard en mai 2018.

Graphique E. La proportion de titres souverains nationaux dans les portefeuilles des banques est élevée

Avoirs en titres émis par des administrations publiques de la zone euro ¹ en % du total des actifs, mars 2018



1. Les titres souverains nationaux correspondent à des titres émis par l'État d'origine autres que des actions détenus par des institutions monétaires et financières (hors banques centrales). Les autres titres publics correspondent aux titres émis par d'autres États de la zone euro détenus par des institutions financières monétaires.

Source : BCE (2018), *Statistical Data Warehouse*, Banque centrale européenne.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933746596>

Une fonction de stabilisation budgétaire serait un moyen d'assurer un partage public des risques. La mise en place d'un régime de réassurance chômage pour la zone euro, qui pourrait être activé en cas de chocs négatifs de grande ampleur, constitue une piste pour assurer une telle fonction de stabilisation budgétaire. Il devrait être financé par tous les pays de la zone euro, mais au fil du temps, les coûts de financement seraient alourdis pour les pays qui bénéficieraient de manière répétée de versements du fonds. Cela permettrait d'amoinrir le risque de transferts permanents et constituerait pour chaque pays une incitation

budgétaire à mener ses propres politiques de stabilisation. Il s'agirait en outre d'un instrument qui pourrait contribuer à renforcer la confiance dans le projet de la zone euro parce qu'il atténuerait l'impact négatif des crises et apporterait une aide directe aux citoyens. Pour renforcer encore les incitations budgétaires offertes aux pays, il faudrait que l'accès à cette capacité de stabilisation soit accordé sous réserve du respect des règles budgétaires avant le choc.

Des marchés de capitaux plus intégrés peuvent faciliter le partage privé des risques. Une meilleure intégration des marchés de capitaux de la zone euro permettrait de diversifier davantage les sources de financement et d'accroître considérablement l'investissement transnational. Des avancées dans l'harmonisation des régimes d'insolvabilité permettraient de lever un obstacle important à l'intermédiation financière transnationale en réduisant l'insécurité juridique et en facilitant une restructuration efficace des entreprises viables ainsi que la résolution des problèmes de prêts non performants. Le problème du traitement fiscal tendant à privilégier les financements par endettement plutôt que par fonds propres devrait être appréhendé dans le contexte de la proposition d'Assiette Commune Consolidée pour l'Impôt sur les Sociétés, ce qui permettrait en outre de mettre fin à ce biais en faveur de l'endettement. La rapidité de l'innovation financière dans le secteur financier non bancaire et la sortie du Royaume-Uni de l'UE sont également des facteurs qui plaident en faveur d'un renforcement de la convergence des régimes de surveillance.

PRINCIPALES CONCLUSIONS	PRINCIPALES RECOMMANDATIONS
Normalisation progressive de la politique monétaire	
<p>L'inflation reste bien inférieure à l'objectif consistant à être proche, mais en dessous, de 2%. Toutefois, comme elle devrait selon les prévisions revenir progressivement au niveau visé, les indications prospectives de la BCE indiquant une normalisation très progressive de sa politique monétaire.</p> <p>Les prix de l'immobilier commercial et des logements augmentent fortement dans certaines zones, ce qui pourrait faire naître des craintes pour la stabilité financière en cas de bulle spéculative immobilière.</p>	<p>Conservier une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que l'inflation globale ait durablement renoué avec son objectif, mais réduire graduellement le soutien.</p> <p>S'engager à ne pas réduire le bilan de la BCE avant le premier relèvement des taux pour minimiser tout risque de mouvements de marchés non souhaités.</p> <p>Envisager de renforcer les indications prospectives sur les trajectoires des taux directeurs.</p> <p>Afin de limiter les effets secondaires de la politique monétaire accommodante sur l'immobilier et sur d'autres secteurs, encourager l'instauration de mesures favorisant la stabilité financière, notamment l'abaissement des critères de quotité de financement ou de ratio prêt/revenu, ou imposer des exigences de fonds propres supplémentaires.</p> <p>Pour mieux apprécier la dynamique des prix de l'immobilier commercial, recueillir systématiquement des données plus fines et harmonisées sur les biens immobiliers commerciaux.</p>
Réformer le cadre budgétaire européen	
<p>Dans le passé, la politique budgétaire n'a pas été suffisamment resserrée lorsque la conjoncture était favorable dans de nombreux pays, ce qui a réduit la marge de manœuvre permettant de soutenir l'économie en période défavorable du fait du niveau élevé de la dette publique dans plusieurs pays.</p> <p>Le cadre budgétaire souffre d'un manque d'adhésion qui tient à sa complexité et au fait qu'il repose de manière trop importante sur des concepts non observables (comme le solde structurel budgétaire par exemple).</p> <p>Les règles budgétaires ne tiennent pas suffisamment compte de ce que devrait être une orientation budgétaire appropriée pour la zone euro dans son ensemble.</p>	<p>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.</p> <p>Au final, les pays devraient suivre un objectif de dépenses qui garantit d'un ratio dette/PIB viable.</p> <p>Le Comité budgétaire européen pourrait évaluer quelle est l'orientation de la politique budgétaire souhaitable pour chaque pays compte tenu de l'orientation considérée comme optimale à l'échelle européenne.</p>
Réduire la fragmentation financière pour développer le partage privé des risques	
<p>Le niveau des prêts non performants reste très élevé dans certains pays, ce qui nuit à la hausse du crédit et à l'investissement. Une approche globale est de rigueur, notamment le développement continu d'un marché secondaire. Les structures de défaillance peuvent constituer un instrument utile pour résoudre le problème des prêts non performants.</p> <p>Les financements bancaires restent fragmentés entre les pays. Les différences de coûts de financement sont le reflet de la situation budgétaire des pays concernés et des liens entre les banques et leurs emprunteurs souverains.</p> <p>Les différences et les lacunes des régimes nationaux d'insolvabilité ont un impact sur les activités de prêt des banques, ce qui rend plus difficile l'évaluation des risques de crédit par les investisseurs et complique la résolution des prêts non performants.</p>	<p>Mettre rapidement en œuvre le plan d'action d'ECOFIN pour la lutte contre les prêts non performants en Europe ; faciliter la création de structures de défaillance.</p> <p>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 la résolution en douceur des défaillances de banques, utiliser le Mécanisme européen de stabilité comme un dispositif de soutien, budgétairement neutre, pour un déploiement rapide du Fonds de résolution unique.</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 « sans risque ».</p> <p>Avancer dans l'harmonisation des procédures d'insolvabilité grâce à des normes européennes minimales facilitant les restructurations le plus en amont possible, réduisant le délai effectif d'exécution, et à des procédures de liquidation plus efficaces. .</p>
Renforcer la résilience grâce à la création d'une capacité budgétaire commune	
<p>Le partage privé des risques pourrait ne pas suffire en cas de chocs négatifs de grande ampleur et de retombées transnationales des politiques budgétaires et autres.</p> <p>Les transferts permanents entre pays pourraient amoindrir le soutien apporté à un mécanisme de stabilisation budgétaire.</p>	<p>Établir une capacité de stabilisation budgétaire commune, par exemple grâce à un système européen de réassurance chômage qui serait autorisé à emprunter sur les marchés des capitaux.</p> <p>Subordonner l'accès à la capacité de stabilisation budgétaire commune au respect, par le passé, des règles budgétaires.</p>



Extrait de :

OECD Economic Surveys: Euro Area 2018

Accéder à cette publication :

https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2018-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2018), « Résumé », dans *OECD Economic Surveys: Euro Area 2018*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2018-2-fr

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

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

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