COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 2.6.2014
SWD(2014) 401 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

Évaluation des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité 2014 pour la ZONE EURO

accompagnant le document:

Recommandation de RECOMMANDATION DU CONSEIL

sur la mise en œuvre des grandes orientations de politiques économiques des États membres dont la monnaie est l'euro

{COM(2014) 401 final}

TABLE DES MATIÈRES

Résumé 3
1. Introduction 5
2. Évaluation des défis et de l'agenda politique de la zone euro 5
2.1. Politique de réforme structurelle 5
2.2. Politique budgétaire 12
2.3 Politique concernant le secteur financier 16

RÉSUMÉ

On observe désormais des signes de reprise durable dans la zone euro. En effet, même si elle est encore fragile, la reprise se confirme et s'étend progressivement à l'ensemble de l'UE. La croissance est redevenue positive dans une grande majorité d'États membres l'an dernier, et les perspectives se sont améliorées même dans les pays les plus vulnérables. La croissance du PIB réel devrait augmenter progressivement dans la zone euro en 2014 puis s'accélérer en 2015. La situation commence à se redresser sur le marché de l'emploi et le chômage devrait continuer à refluer, quoique très progressivement, dans la plupart des États membres. La situation budgétaire de l'ensemble de la zone euro continue également de s'améliorer: les efforts substantiels d'assainissement déployés dans des conditions économiques difficiles ces dernières années portent maintenant leurs fruits.

Toutefois, la crise s'est soldée par des dettes publiques et privées élevées, donnant lieu à un mouvement de désendettement dans un contexte de très faible inflation, par des possibilités très réduites d'investissement productif dans un système financier en voie de rétablissement et encore fragmenté, et par des niveaux de chômage inacceptables, autant de défis à relever pour que cette reprise fragile laisse place à une croissance vigoureuse et durable créatrice d'emplois. Face à ces défis, en raison de leur forte interdépendance et des retombées importantes qui peuvent en découler, les États membres de la zone euro restent investis d'une responsabilité particulière, consistant à prendre des mesures ambitieuses et coordonnées dans les domaines les plus importants pour le bon fonctionnement de l'UEM.

Les États membres de la zone euro comme les institutions de l'Union ont accompli des progrès significatifs dans la mise en œuvre des recommandations de 2013 concernant la zone euro. Les États membres, en particulier les plus vulnérables, ont poursuivi l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles, tandis que des mesures substantielles ont été adoptées au niveau de l'Union pour approfondir l'UEM, notamment en ce qui concerne l'Union bancaire et l'application d'un cadre de gouvernance économique et budgétaire renforcé. Toutefois, la mise en œuvre de certaines recommandations visant l'ensemble de la zone et différents États membres qui en font partie est encore incomplète, et des difficultés subsistent. Les États membres de la zone euro doivent mener une action ambitieuse et coordonnée dans un certain nombre de domaines:

- Politique de réforme structurelle: le rééquilibrage se poursuit dans la zone euro, mais de manière asymétrique, et l'ajustement des excédents de comptes courants n'a pas progressé. Le désendettement du secteur privé est loin d'être terminé dans de nombreux pays de la zone. Le chômage reste important, atteignant même des niveaux insupportablement élevés dans certains de ces États membres. Compte tenu du degré élevé d'interdépendance des pays de la zone euro, une action ambitieuse de réforme structurelle reste nécessaire pour assurer le bon fonctionnement de l'UEM, promouvoir la convergence et limiter davantage les risques qui pèsent sur la stabilité, le potentiel de croissance future et la cohésion

sociale dans la zone euro, en tenant compte des retombées potentielles importantes de ces réformes.

- Politique budgétaire: grâce aux efforts substantiels accomplis ces dernières années, l'assainissement budgétaire peut se poursuivre de manière plus progressive. Toutefois, l'effort doit être poursuivi pour réduire les niveaux d'endettement élevés et se rapprocher des objectifs à moyen terme. Il est essentiel de rendre l'ajustement aussi propice que possible à la croissance, ce qui implique une combinaison de mesures de dépenses et de recettes plus favorable à la croissance et une plus grande efficience des dépenses. Les États membres de la zone euro ont une responsabilité particulière à cet égard, compte tenu de la nécessité d'assurer à la zone euro une orientation politique globale appropriée et des retombées potentiellement importantes en termes de viabilité des finances publiques.

- Secteur financier: l'accès aux sources de financement reste difficile dans de nombreux États de la zone euro, en particulier pour les PME, et cela risque de compromettre la reprise économique et le bon fonctionnement de l'UEM. Le risque d'un déficit de financement pour l'investissement productif reste important, alors que les pressions en faveur du désendettement restent fortes et que le marché demeure fragmenté, ce qui entrave le bon fonctionnement de l'UEM. Outre la création de l'union bancaire, une série d'initiatives doivent être prises en faveur du financement de l'économie à long terme. La poursuite de l'assainissement des bilans bancaires et du renforcement des réserves de fonds propres, le cas échéant, contribuera au rétablissement de l'offre de crédit.

1. INTRODUCTION

La reprise économique de la zone euro, qui a débuté au deuxième trimestre de 2013, devrait continuer à s'étendre et à se consolider, avec une participation de plus en plus équilibrée des différents moteurs de croissance. Elle demeure cependant fragile, comme cela est généralement le cas après une crise financière grave. Dans ces circonstances, la zone euro se trouve désormais confrontée à des défis d'une autre nature. Il y a quelques années encore, les principaux défis consistaient à asseoir la crédibilité budgétaire dans un contexte marqué par la flambée des déficits et par la progression rapide de la dette publique, à mettre fin à la spirale négative entre les titres de la dette souveraine et le secteur bancaire et à résoudre les problèmes de l'économie réelle, caractérisée par des déficits courants non soutenables, une baisse de compétitivité préoccupante, la progression de la dette privée et les prix élevés de l'immobilier résidentiel. Des mesures ambitieuses, tant au niveau de l'UE que des États membres, ont permis à la zone euro de franchir cette étape. Désormais, les principaux défis qu'elle doit relever concernent l'impact qu'exercent les pressions au désendettement sur la croissance à moyen terme dans de nombreux pays, le niveau inacceptable du chômage et des inégalités, la viabilité des dettes privées et publiques dans un contexte de désinflation concurrentielle, et la nécessité d'assurer le financement, par un système financier en cours de redressement, d'investissements viables dans les économies vulnérables. Ces défis ne doivent pas être envisagés de manière isolée, mais en tant que système complexe de variables économiques interdépendantes, d'où l'importance d'une combinaison de politiques cohérente et coordonnée au niveau national et à l'échelon de la zone euro.

La section suivante évalue l'agenda politique spécifique qui doit permettre à la zone euro d'assurer le bon fonctionnement de l'UEM, en s'attachant tout particulièrement aux réformes structurelles, à la politique budgétaire et aux mesures concernant le secteur financier.

2. ÉVALUATION DES DÉFIS ET DE L'AGENDA POLITIQUE DE LA ZONE EURO

2.1. Politique de réforme structurelle

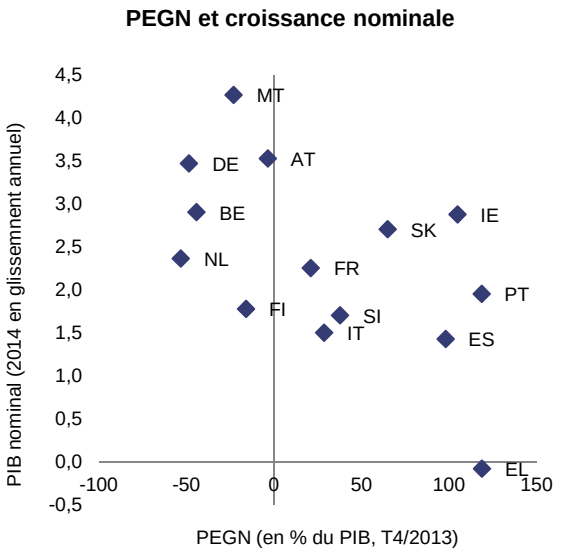
Le rééquilibrage se poursuit et a bien progressé dans la zone euro. D'importants ajustements ont eu lieu dans les pays de la périphérie, qui accusaient des déficits courants élevés dès avant le début de la crise financière. En tant que groupe, ces pays vulnérables ont même dégagé en 2013 un excédent d'environ 1,3 % du PIB, qui devrait continuer de croître pour atteindre 2,0 % en 2015. Une bonne partie de cet ajustement n'est pas d'origine conjoncturelle et devrait donc perdurer lorsque la situation économique générale s'améliorera. Il est dû non seulement à une baisse structurelle de la demande intérieure mais aussi, de plus en plus, à l'amélioration des résultats à l'exportation. Dans la mesure où il résulte d'une

contraction de la demande intérieure liée à une réduction de la production potentielle, son coût économique et social n'est pas négligeable. Étant donné le niveau élevé de l'endettement privé et public dans ces pays, et le frein qu'il exerce sur la demande intérieure, la croissance future sera nécessairement très dépendante des exportations, ce qui contribuera au maintien d'une bonne balance extérieure. La plupart des pays vulnérables ont d'ailleurs regagné une part importante de la compétitivité-coût perdue avant la crise.

Ce processus de rééquilibrage est loin d'être achevé, et la dette reçue en héritage reste une menace. Malgré l'ajustement des flux, l'encours de la dette extérieure reste très élevé dans la plupart des pays vulnérables. La dichotomie entre ces pays «débiteurs» et leurs «créanciers» au sein de la zone euro a même remplacé la distinction traditionnelle entre pays «en déficit» et pays «en excédent». L'amélioration des comptes courants n'a pas entraîné de réduction proportionnelle du ratio de la position extérieure globale nette (PEGN) au PIB, ce qui s'explique par la très faible croissance de la production nominale et aussi, dans certains cas, par d'importants effets de valorisation négatifs (même si, dans la mesure où ces effets reflètent une augmentation de la valeur d'engagements étrangers, par exemple, une hausse du cours des actions domestiques détenues par des étrangers, il peuvent être un signe de la confiance des marchés dans les économies en question). Le graphique n° 1 montre que les pays de la zone euro affichant les plus importants niveaux de passif extérieur net sont effectivement ceux qui ont enregistré la croissance et/ou l'inflation la plus faible. Dans les faits, deux des principaux facteurs historiques de résorption de l'excès d'endettement sont donc inopérants. Il faut par conséquent, pour ramener ce très fort endettement extérieur à des niveaux plus supportables, que le redressement des comptes courants se confirme à l'avenir voire, dans certains cas, s'accentue. Si tous les pays vulnérables présentent actuellement une balance courante permettant de garantir la stabilité de leur ratio PEGN/PIB, une réduction raisonnablement rapide de ce ratio nécessiterait, dans certains cas, des excédents commerciaux et courants encore plus élevés.

De surcroît, l'ajustement est asymétrique et aucun progrès n'a été enregistré en ce qui concerne l'ajustement des excédents des comptes courants. Le compte courant de la zone euro a dégagé un excédent d'environ 2,2 % en 2013, qui devrait progresser légèrement pour s'établir à 2,3 % en 2014 et 2015 (cf. graphique n° 2). Or, un tel excédent risque d'entraîner des tensions sur la demande intérieure, et donc sur la capacité de croissance de la zone; il risque aussi d'entraîner une appréciation de l'euro dont les répercussions sur la demande extérieure et l'ajustement des prix et des coûts pourraient nuire aux efforts des pays périphériques pour regagner de la compétitivité, et dont l'impact sur le revenu disponible pourrait aussi s'ajouter aux facteurs de désinflation.

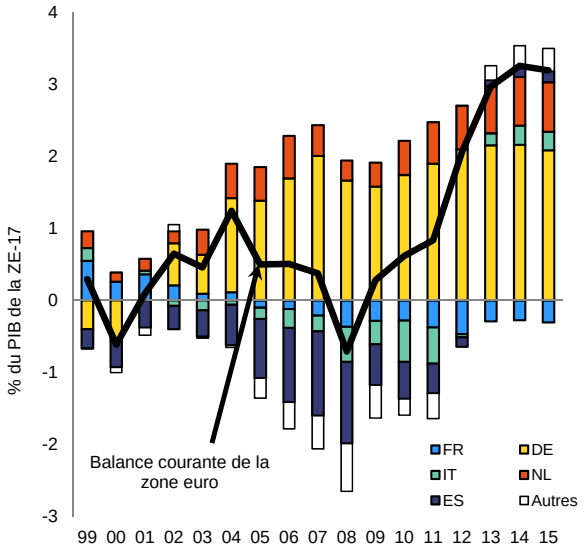
Graphique n° 1: Endettement extérieur et croissance nominale



Note: IT, LV, LU (T3/2013), MT (T2/2013), FR (T4/2012); PEGN multipliée par (-1)

Source: Eurostat, AMECO

Graphique n° 2: Décomposition géographique de la balance courante de la zone euro

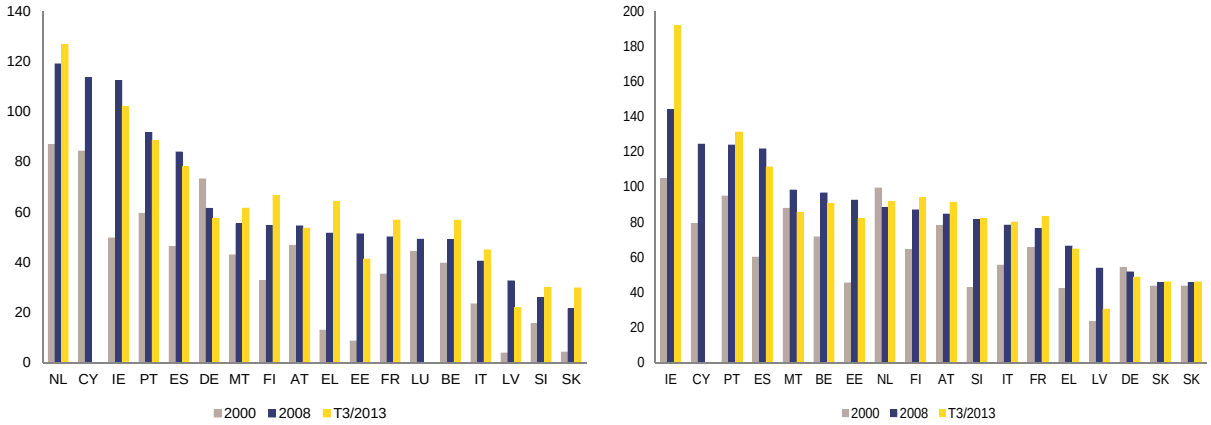


Source: Eurostat

L'augmentation de l'excédent courant de la zone euro est un signe de faiblesse de la demande intérieure totale. Les taux d'intérêt étant proches de zéro, la marge dont dispose la politique monétaire pour stimuler la demande est réduite, voire nulle. De même, la marge de manœuvre budgétaire semble tout aussi limitée dans la plupart des pays. Compte tenu, par ailleurs, des faibles possibilités d'accroissement de la demande intérieure dans les pays périphériques, une hausse de la demande intérieure des pays en excédent est le seul autre moyen de combler l'écart de production de l'ensemble de la zone. En outre, ce déficit de demande intérieure au niveau de la zone tend à exercer une pression à la baisse sur les prix. En raison du contexte actuel de très faible inflation *(lowflation)* – inférieure à ce que la BCE définit comme la stabilité des prix, à savoir une inflation en-deçà, mais proche de 2 pour cent, – il est beaucoup plus difficile pour les pays de la périphérie d'opérer l'ajustement des prix relatifs qui s'impose. Compte tenu de l'existence de rigidités nominales, la persistance d'une inflation très faible pourrait également entraver l'ajustement nécessaire des salaires réels, avec des conséquences importantes pour l'emploi et le chômage. Un ajustement plus symétrique faciliterait le processus d'ajustement général, le rendrait moins coûteux, et contribuerait à réduire l'excédent global de la zone euro.

Le désendettement du secteur privé non financier n'en est encore qu'à ses débuts dans de nombreux pays européens. La lourde dette extérieure des pays vulnérables reflète l'endettement important des secteurs domestiques, tant privés que publics. À l'heure actuelle, c'est surtout la pression en faveur du désendettement du secteur privé, au niveau des ménages comme des entreprises, qui freine la consommation et l'investissement. Comme le montre le graphique n° 3, plusieurs pays de la zone présentent des niveaux d'endettement très élevés qui, dans certains cas, n'ont reculé à aucun moment depuis le début de la crise. Le désendettement des entreprises a été particulièrement lent et n'a progressé que dans quelques pays. Même lorsqu'il y a eu désendettement, l'ajustement du ratio dette/PIB constaté jusqu'à présent ne représente qu'une fraction limitée de l'augmentation enregistrée avant la crise, ce qui indiquerait que la réduction de l'encours de la dette privée n'en est encore qu'à ses débuts. Malgré la faible progression du crédit, la réduction des ratios d'endettement a été entravée par la croissance lente, voire négative, du PIB.

Graphique n° 3: Endettement du secteur privé, sociétés non financières (à gauche) et ménages (à droite), en % du PIB



3. Source: Eurostat. Note: chiffres consolidés pour les SNF. La dette comprend les prêts et les titres autres que les actions, à l'exclusion des produits financiers dérivés. Le Luxembourg ne figure pas dans le graphique sur l'endettement des SNF.

Le taux de chômage a atteint 12 % en 2013, ce qui correspond à une augmentation de 0,7 point de pourcentage par rapport à 2012. Il a fortement augmenté dans 1/3 des pays membres de la zone euro, y compris dans un certain nombre d'entre eux où il était déjà très élevé. Le rythme de l'ajustement reste lent et la part du chômage de longue durée a continué de croître pour atteindre 50 % du total en 2013, augmentant ainsi le risque de voir le chômage revêtir un caractère de plus en plus structurel. Les coûts salariaux unitaires réels ont augmenté moins vite dans les pays à plus fort taux de chômage, freinant ainsi le rythme des pertes d'emplois tout en contribuant à limiter les écarts de taux de chômage entre pays de la zone euro. Néanmoins, le risque de voir le chômage faire preuve d'une moindre réactivité à l'égard de la dynamique salariale n'est pas écarté. Le processus de réallocation des ressources s'est

également amorcé, les salaires nominaux ayant baissé plus fortement dans le secteur non exportateur, une évolution qui témoigne de conditions propices à un redéploiement de main d'œuvre vers le secteur exportateur. Ce redéploiement, et la mobilité de la main d'œuvre en général, sont en effet indispensables à une amélioration durable de la situation extérieure des pays dont la position en termes d'investissement net est devenue largement négative l'an dernier.

La situation sociale dans la zone euro n'a cessé de se détériorer durant la crise, et quasiment tous les indicateurs sociaux ont enregistré une dégradation en 2012 (sous l'effet de l'évolution des revenus en 2011), hormis la proportion de personnes vivant dans un ménage à très faible intensité de travail. La situation s'est particulièrement aggravée pour la population en âge de travailler, qui est la première touchée par la détérioration des conditions sur le marché du travail. Les niveaux actuels sont tous supérieurs à ceux d'avant la crise. Le taux de risque de pauvreté s'élève à 17 %, le taux de privation matérielle sévère à 7,6 %, le taux de personnes vivant dans un ménage à très faible intensité de travail à 10,5 %, le taux de risque de pauvreté au travail à 10,6 % et l'écart de pauvreté à 23,4 %. À partir de 2010, les pays les plus durement touchés par la crise ont vu croître fortement leur taux de privation matérielle sévère, tandis qu'un certain nombre d'États membres ont conservé des indicateurs de pauvreté stables, pour la plupart. Ces évolutions sociales peuvent avoir de multiples effets sur la croissance à long terme et la soutenabilité de la dette publique[1]. En fait, la pauvreté influe sur la productivité via l'accès à l'éducation et aux services de soins, tandis que les inégalités affectent la dynamique de croissance, au travers de l'endettement privé et de la consommation. En outre, l'augmentation de la pauvreté et du chômage peut entraîner une lassitude à l'égard des réformes, qui risque de compromettre sérieusement la reprise nécessaire dans la zone euro et, par ricochet, la viabilité des finances publiques dans les pays vulnérables.

Pour aplanir ces obstacles au bon fonctionnement de la zone euro, il est primordial de faire preuve d'ambition dans la mise en œuvre de réformes structurelles qui confèrent une plus grande flexibilité à l'économie. Les réformes structurelles peuvent non seulement contribuer à un processus de rééquilibrage durable, mais également atténuer l'impact négatif du désendettement des ménages: un ajustement plus prononcé des salaires réels facilitera la reprise de l'emploi, et donc de la production réelle, tandis qu'un ajustement plus rapide des prix accélèrera aussi l'ajustement du taux d'intérêt réel vers le niveau d'équilibre. Ces réformes sont indispensables pour retrouver une croissance durable et inclusive et stimuler l'emploi, ce qui contribuera à rendre la dette publique et privée plus soutenable et préservera les systèmes de protection sociale en période d'assainissement budgétaire.

Compte tenu de la forte interdépendance des États membres de la zone euro, la mise en œuvre de réformes structurelles peut avoir d'importantes retombées. Les échanges et la

[1] Darvas, Z. et G. Wolff (2014), «Europe's social problem and its implication for economic growth», *Bruegel Policy Brief*, numéro 3.

compétitivité font partie des principaux canaux de diffusion de ces retombées. Les réformes des marchés des produits, des services et du travail, ainsi que certaines réformes fiscales, peuvent influer sur l'emploi et la croissance dans l'État membre concerné, et partant, sur la demande de produits et de services en provenance d'autres États membres. Certaines réformes peuvent avoir des retombées via les marchés financiers, lorsqu'elles augmentent la capacité de l'État membre à résister aux chocs externes et limitent la menace d'une contagion des primes de risque liées à des craintes pour la viabilité de la dette. En outre, dans les domaines où des réformes structurelles s'imposent dans la plupart, voire dans tous les pays membres de la zone euro, la coordination de ces réformes peut contribuer à diffuser leurs effets plus larges en termes de bien-être, sans compter les avantages supplémentaires que peuvent apporter l'analyse comparative, l'apprentissage mutuel et l'échange des bonnes pratiques.

Les États membres vulnérables ont récemment mené à bien d'impressionnantes réformes structurelles. Malgré ces avancées, de nouveaux progrès s'imposent pour créer des opportunités d'investissement qui aideront à réorienter des ressources vers la production de biens et de services exportables, à renforcer la compétitivité extérieure et à doper la productivité. **Dans les États membres du noyau de la zone, les efforts de réforme ont généralement été moins ambitieux jusqu'à présent.** La mise en œuvre de réformes appropriées dans ces pays, et un ajustement plus symétrique, seraient donc indiqués pour stimuler la demande intérieure non seulement dans les pays créanciers, mais aussi dans toute la zone euro, et pour soutenir les efforts de croissance et de rétablissement de la compétitivité dans la périphérie. Les mesures contribuant à accroître l'investissement, en particulier, sont cruciales, car elles stimulent la demande à court terme et augmentent la croissance potentielle future. En l'occurrence, des réformes des marchés de produits destinées à améliorer la concurrence dans les secteurs non exportateurs redonneraient un élan certain à l'investissement et faciliteraient le développement de ces secteurs.

De manière générale, les efforts de réforme structurelle des marchés de produits sont restés limités. Il n'y a eu que très peu de progrès dans la mise en œuvre des mesures recommandées dans le domaine des services, notamment des réformes ayant pour objet de supprimer les restrictions injustifiées à l'accès à certaines professions et à leur exercice, ou de réduire les barrières à l'entrée dans le commerce de détail. Des progrès limités ont été accomplis en ce qui concerne la réforme de l'environnement des entreprises (formalités administratives, respect des contrats, création d'entreprise, aide aux PME, procédures d'insolvabilité, retards de paiement, par exemple). Des mesures ont été prises pour améliorer les règles de concurrence, mais d'autres initiatives seraient nécessaires dans certains pays pour renforcer l'indépendance et l'efficacité de l'autorité chargée de la concurrence. De nouvelles réformes s'imposent aussi dans le domaine de la R&D et de l'innovation et dans les industries de réseau, notamment le transport ferroviaire.

Pour de nombreux États membres, il est possible et nécessaire d'améliorer la structure de la fiscalité en la réorientant des revenus du travail et des sociétés vers des bases d'imposition moins pénalisantes, comme la consommation, l'environnement et les impôts

fonciers récurrents. La composition des impôts dans la zone euro est en effet trop axée sur la taxation du travail. Dans la zone euro, le coin fiscal est supérieur à 45 %, et donc nettement plus élevé que chez les membres non européens de l'OCDE (voir le tableau 1).

Tableau 1. Coin fiscal moyen pour un isolé sans enfant gagnant 100 % du revenu moyen (%)

	2013	**Variation 2013-2009**
Zone euro	46,5	-0,2
Moyenne OCDE	35,9	0,7
Australie	27,4	0,7
Canada	30,7	0,5
Japon	31,6	2,5
Nouvelle-Zélande	16,9	-1,2
Suède	42,9	-0,3
États-Unis	31,3	1,3
Royaume-Uni	31,5	-0,9

OCDE (2010), «Impôts sur les salaires: tableaux comparatifs», Statistiques fiscales de l'OCDE (base de données). Coin fiscal moyen pour la zone euro, en moyenne pondérée des 15 États membres de la zone euro membres de l'OCDE.

Le processus de réallocation des ressources devrait être facilité par la plus grande fluidité des marchés du travail, tant au niveau des États membres que de la zone euro. Plusieurs pays de la zone euro ont mené ces dernières années des réformes favorisant l'ajustement du marché du travail, qui ont consisté par exemple à modifier la définition des licenciements justifiés ou le montant des indemnités de licenciement, mais aussi à assouplir les conditions de sortie en revoyant les règles de licenciement. Des mesures spécifiques portant sur le recours aux contrats temporaires ou atypiques ont été prises pour réduire la segmentation du marché du travail, qui reste néanmoins un défi majeur pour l'avenir. Plusieurs pays ont aussi allégé les contraintes administratives ou les obligations de replacement en cas de licenciement.

Les réformes des systèmes d'indemnisation du chômage devraient favoriser le retour au travail, principalement en ajustant la répartition des prestations durant la période de chômage

et dans certains cas, en renforçant les conditions de recherche d'emploi. Parmi les mesures d'incitation figurent l'abaissement du plafond d'indemnisation, l'adaptation de la structure des indemnités sur la période de chômage, la réduction de la durée d'indemnisation et l'application de critères plus stricts pour en bénéficier.

Plusieurs États membres ont renforcé leur système de politiques actives du marché du travail, en particulier en développant l'aide personnalisée à la recherche d'emploi et en l'associant à un renforcement des conditions de maintien des prestations. Outre ces mesures d'activation, certains pays ont aussi entrepris de réformer leur système d'aide sociale dans le cadre de la lutte contre la pauvreté.

2.2. Politique budgétaire

La situation budgétaire globale de la zone euro a continué de s'améliorer: les efforts substantiels d'assainissement déployés dans des conditions économiques difficiles ces dernières années portent maintenant leurs fruits, soutenus par une amélioration des conditions économiques. En 2014, le déficit nominal devrait tomber sous le seuil de 3 % du PIB dans la zone euro, pour la première fois depuis 2009, et s'établir à 2,5 %. De plus, la dette publique de la zone euro devrait enfin se stabiliser en 2014, quoiqu'à un niveau élevé, pour s'établir à 96 % du PIB, ce qui mettra fin à la tendance à la hausse constante enregistrée ces dernières années. Dans ces conditions, les projections concernant aussi bien la dette que le déficit de la zone euro sont nettement plus favorables que pour d'autres grandes économies, notamment les États-Unis et le Japon. Selon les prévisions économiques de printemps de la Commission, **le rythme de l'assainissement budgétaire dans la zone euro ralentira en 2014 par rapport à l'année précédente, et devrait être inférieur à 1/4 pp du PIB.**

Les résultats en matière d'assainissement budgétaire sont indéniables, mais il convient de poursuivre les efforts entrepris pour atteindre des positions budgétaires viables. Les efforts d'assainissement considérables accomplis ces dernières années ont permis de réduire les déficits et de mettre fin à la progression de la dette. Par ailleurs, la situation économique s'améliore, ce qui ouvre aussi des perspectives plus favorables en matière de déficit et de dette. Du point de vue de la procédure concernant les déficits excessifs, cela s'est traduit par la correction durable du déficit excessif de certains États membres et par leur sortie de la PDE. Toutefois, de nombreux États membres enregistrent encore un déficit dépassant la valeur de référence de 3 % et une dette de plus de 60 % du PIB et doivent donc poursuivre leurs efforts pour réduire leur déficit et ramener leur dette sur une trajectoire de diminution constante, conforme au critère de réduction de la dette introduit par le pacte de stabilité et de croissance révisé. De même, de nombreux États membres ont corrigé leur déficit excessif mais n'ont pas atteint une position budgétaire viable telle que définie par l'OMT.

Les erreurs commises durant les années qui ont précédé la crise doivent être évitées. L'une des principales innovations introduites par le six-pack dans le cadre budgétaire de l'UE

a été le renforcement du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. Cette innovation découlait de la leçon tirée de la crise, à savoir que le défaut de mise en œuvre de ce volet préventif a été l'une des causes majeures du creusement des déficits budgétaires et de la flambée de la dette durant la crise; mais en réalité, le diagnostic qui a précédé la réforme du pacte de stabilité et de croissance en 2005 signalait déjà ce non-respect du volet préventif comme l'une des principales sources à l'origine des problèmes budgétaires constatés. Pour remédier à ces défaillances, le six-pack a apporté des clarifications sur l'évaluation du respect de l'OMT ou de la trajectoire d'ajustement censée y conduire, et il a institué des sanctions pour les États membres de la zone euro en cas de non-conformité. De même, afin de souligner l'importance de budgets structurellement équilibrés, les États membres ont signé le TSCG, qui transpose dans la législation nationale, au niveau constitutionnel ou équivalent, l'obligation de respect de l'OMT. Il est donc absolument primordial que les États membres respectent pleinement les obligations du volet préventif. L'amélioration du contexte économique devrait être l'occasion de progresser sur la trajectoire d'ajustement en direction de l'OMT et de constituer des réserves budgétaires avant un nouveau retournement des facteurs conjoncturels. Dans ce sens, l'effort d'assainissement structurel de moins de 1/4 pp du PIB enregistré en 2014 reflète une réaction globalement insuffisante face aux défis budgétaires qui se posent à l'ensemble de la zone euro. En effet, pour les États membres qui font encore l'objet d'une PDE cette année, l'effort structurel moyen préconisé pour 2014 dans les recommandations émises au titre de la PDE équivaut à 1 % du PIB, alors que pour les États membres soumis au volet préventif, le pacte de stabilité et de croissance prévoit un ajustement structurel de référence de 0,5 % du PIB en direction de l'OMT, et que seuls quatre pays de la zone euro ont atteint l'OMT. Il convient toutefois de nuancer cette conclusion, car le solde structurel peut ne pas refléter tout l'effort budgétaire consenti, dans un contexte où les recettes ne réagissent pas autant qu'elles le feraient normalement face à la croissance économique, et compte tenu du faible rythme actuel de croissance de la production potentielle dans une perspective à moyen terme.

Depuis le lancement de la stratégie Europe 2020, la Commission n'a cessé d'appeler les États membres à privilégier les mesures propices à la croissance dans le cadre de l'assainissement de leurs budgets. Les principaux éléments d'une politique budgétaire propice à la croissance sont la différenciation des efforts d'assainissement budgétaire, la viabilité à long terme (deux éléments examinés ci-dessus), la composition et la structure des recettes et des dépenses et la mise en place d'un cadre budgétaire solide.

La qualité globale des dépenses résulte de la combinaison de deux éléments principaux: i) la composition des dépenses, et en particulier le poids des postes de dépenses les plus propices à la croissance, et ii) **l'efficience des dépenses,** à savoir la mesure dans laquelle les ressources publiques se traduisent par des services pour les citoyens et les entreprises.

En termes de ciblage des types de dépenses qui devraient en principe favoriser la croissance, les catégories de dépenses généralement privilégiées sont l'investissement public, l'éducation et la recherche-développement (R&D). Les dernières tendances en

matière de composition des dépenses dans la zone euro depuis le début de la crise économique et financière montrent une augmentation généralisée de la place de la protection sociale, allant de pair avec une réduction dans plusieurs autres domaines, notamment l'éducation, ainsi qu'une tendance générale à réduire l'investissement public, souvent considéré comme une cible facile pour l'assainissement. Par exemple, le volume moyen des dépenses en formation de capital dans la zone euro a représenté 2,1 % du PIB et 4,3 % du total des dépenses en 2013, contre 2,6 % et 5,7 % respectivement en 2007 (voir le tableau 2).

Tableau 2. Investissement public (formation brute de capital fixe) en % du PIB et des dépenses totales

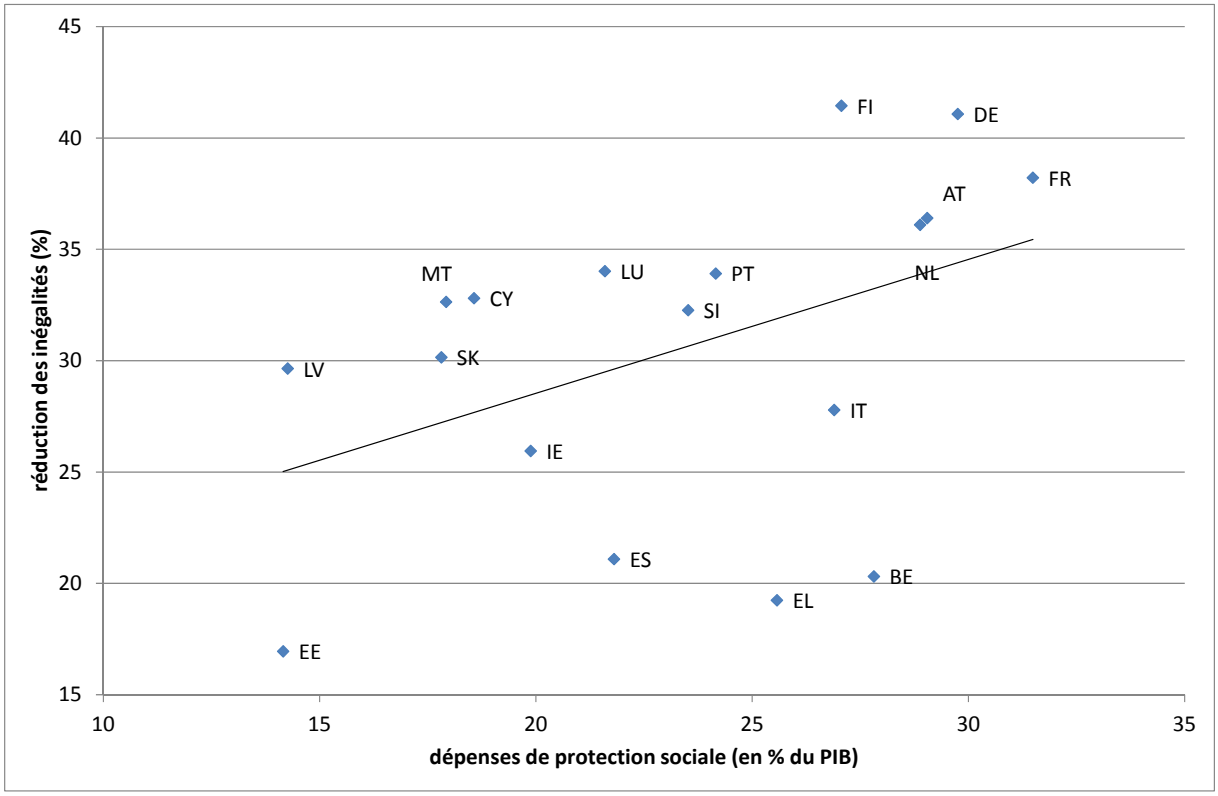
	FBCF (en % du PIB)			FBCF (en % des dépenses totales)		
	2007	2014	variation	2007	2014	variation
BE	1,6	1,6	0,0	3,2	2,9	-0,3
DE	1,5	1,6	0,1	3,4	3,5	0,1
EE	5,1	4,0	-1,1	14,9	10,3	-4,5
IE	4,7	1,6	-3,1	12,7	3,9	-8,8
EL	3,4	2,6	-0,8	7,1	5,5	-1,6
ES	4,0	1,3	-2,7	10,3	3,0	-7,3
FR	3,3	3,0	-0,2	6,2	5,3	-0,8
IT	2,3	1,6	-0,7	4,9	3,3	-1,6
CY	3,0	2,3	-0,7	7,3	4,8	-2,4
LV	5,7	3,7	-2,0	15,8	10,5	-5,3
LU	3,3	3,1	-0,2	9,1	7,2	-1,9
MT	3,7	2,7	-1,0	8,8	6,2	-2,7
NL	3,3	3,3	0,0	7,3	6,6	-0,7
AT	1,1	1,0	-0,1	2,2	1,9	-0,3
PT	2,7	1,8	-0,9	6,1	3,8	-2,3
SI	4,2	4,2	0,0	10,0	8,4	-1,6

SK	1,9	1,9	0,0	5,5	5,0	-0,5
FI	2,4	2,9	0,4	5,1	4,8	-0,3
Zone euro-18	2,6	2,0	-0,6	5,7	4,1	-1,5

Source: Services de la Commission (AMECO)

Par ailleurs, il est encore largement possible d'améliorer l'efficience des dépenses dans la zone euro. C'est le cas dans le domaine des dépenses sociales. Le graphique n° 4 montre la corrélation qui existe entre la réduction des inégalités de revenus et les dépenses sociales. Bien que la réduction des inégalités ne soit pas le seul objectif des dépenses de sécurité sociale, ce graphique indique qu'**il est possible d'améliorer les finances publiques sans accentuer les inégalités de revenus, pour autant que l'on puisse identifier des gains d'efficience.**

Graphique n° 4 : Corrélation entre la réduction des inégalités de revenus marchands et les dépenses de protection sociale, 2000-2011



Source: Eurostat et Standardised World Income Inequality Database. Remarque: la réduction des inégalités de revenus marchands correspond à la différence en pourcentage entre le coefficient de Gini après impôts et transferts et le coefficient de Gini avant impôts et transferts.

En ce qui concerne les cadres budgétaires, des progrès ont été accomplis ces deux dernières années dans l'ensemble de la zone euro. Ils ont été favorisés par l'obligation

d'afficher et de respecter une discipline budgétaire plus rigoureuse, assortie d'obligations plus strictes au titre de la gouvernance budgétaire européenne, illustrées par exemple par l'entrée en vigueur dans l'UE-28 de la directive sur les cadres budgétaires nationaux[2] au début de 2014. Cette évolution vers une meilleure gouvernance budgétaire est particulièrement cruciale dans la zone euro, où des engagements supplémentaires ont été pris en faveur de la discipline budgétaire. Le cadre pour la zone euro est devenu opérationnel en 2013 avec l'entrée en vigueur du two-pack[3] (voir ci-dessus) et du pacte budgétaire[4], qui s'applique intégralement à tous les États membres de la zone euro.

2014 sera une année cruciale pour la mise en conformité avec les nouvelles exigences relatives aux cadres budgétaires. Conformément à la combinaison de ces nouveaux éléments législatifs, les États membres de la zone euro doivent se mettre en conformité avec toutes les dispositions légales désormais en place le plus rapidement possible; la Commission a entrepris une évaluation de la transposition de la directive et du pacte budgétaire. Au cours des prochains mois, les États membres de la zone euro devraient principalement s'attacher, d'une part, à assurer la mise en place et l'application effectives des règles budgétaires, en particulier des règles relatives à l'équilibre budgétaire structurel, ainsi que leur suivi par des institutions budgétaires indépendantes, et d'autre part, à intégrer pleinement au niveau national le nouveau calendrier budgétaire commun, notamment pour ce qui est des projets de plans budgétaires et des plans budgétaires à moyen terme, qui doivent se baser sur des prévisions élaborées ou avalisées par des organismes indépendants.

2.3 Politique concernant le secteur financier

Les conditions de prêt demeurent très hétérogènes, alors que la fragmentation financière se réduit sur d'autres segments de marché tels que les titres de dette souveraine et de dette d'entreprise. Les banques de la zone euro ont reconnu, dans l'enquête de la BCE sur les prêts bancaires, que si la dissipation des tensions sur la dette souveraine avait contribué à améliorer les conditions de financement des banques, son impact sur leurs conditions de crédit restait limité. Cela semble indiquer que les banques n'ont pas encore commencé à répercuter l'amélioration de leurs conditions de financement sur leurs propres conditions de prêt. Ces deux derniers mois, les taux d'intérêt des prêts aux entreprises ont cessé de chuter dans des pays du cœur de la zone, tels que l'Allemagne et la France, tandis qu'ils fléchissaient légèrement dans les pays les plus vulnérables, notamment en Grèce et au Portugal. Toutefois, les écarts de taux qui existent entre l'Allemagne et des pays comme l'Italie ou l'Espagne pour ce type de prêts n'ont pas encore vraiment commencé à se combler. L'offre de crédit est aussi

[2] Directive 2011/85/UE du Conseil sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres, qui fait partie du six-pack.
[3] Règlement (UE) n° 473/2013 établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro.
[4] Le pacte budgétaire constitue le chapitre budgétaire du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG).

restée modeste. Les derniers chiffres relatifs aux prêts bancaires confirment que la reprise économique en cours est, pour l'essentiel, une reprise sans crédit. Les financements accordés au secteur privé se sont contractés ces derniers mois, les volumes de prêt aux entreprises non financières restant toujours très faibles. Cette restriction du crédit peut freiner la reprise, notamment dans les pays vulnérables, et ajouter aux tensions déflationnistes.

Le manque de prêts à l'économie réelle a ses origines aussi bien du côté de l'offre que de la demande. Du côté de l'offre, l'interaction entre une atonie économique prolongée et les problèmes de bilan hérités du passé, alors que les marchés de l'immobilier résidentiel et commercial sont encore en phase de correction dans certains pays, n'est pas sans incidence sur le risque de crédit. La qualité des crédits s'en ressent et la proportion de prêts non productifs augmente dans les banques de la zone euro. Selon certains acteurs du marché, les problèmes de qualité des actifs seraient même plus sérieux que ce qu'indiquent les banques, en raison de la tolérance dont elles feraient preuve à l'égard d'emprunteurs peu fiables. Cette tolérance peut limiter leur capacité à accorder de nouveaux prêts à des entreprises productives, puisque cette forte proportion de prêts non productifs ou bénéficiant de mesures de tolérance réduit d'autant les capitaux et financements disponibles. L'examen de la qualité des actifs entrepris par la BCE, qui sera suivi d'un test de résistance à l'échelle de l'UE, devrait mettre en lumière toutes les pertes non comptabilisées des banques et constituer une incitation supplémentaire à mener à bien le nécessaire redressement de leurs bilans. D'un autre côté, le surendettement actuel du secteur privé et les mesures prises pour le résorber, le contexte économique peu propice et le manque de perspectives économiques dans la zone euro sont autant de facteurs qui pèsent sur la capacité de remboursement des emprunteurs et sur la demande de crédit. Dans certains pays de la zone euro, les demandes de prêts pâtissent aussi de la lenteur des restructurations d'entreprises.

Malgré un contexte économique relativement difficile, les banques de la zone euro ont continué de renforcer leurs fonds propres. La proportion d'instruments de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1), au sens de l'accord de Bâle III, détenue par les grandes banques de la zone euro a ainsi atteint un niveau comparable à celle détenue par leurs homologues internationales. Nombre de grandes banques déclarant déjà leur ratio de CET1 au sens de Bâle III avaient même atteint ou dépassé les 9 % dès septembre 2013. C'est ce qui a permis aux banques de la zone euro, malgré l'augmentation constante de leurs provisions pour pertes sur prêts, de conserver des ratios de fonds propres globalement stables, et même en hausse dans de nombreux États membres de la zone. Dans certains pays, toutefois, les ratios de couverture restent relativement faibles, car le volume des prêts non productifs augmente plus vite que les provisions. L'amélioration du ratio de fonds propres des établissements de la zone euro a été obtenue par des augmentations de capital associées à une réduction des actifs pondérés en fonction du risque. En raison des incertitudes des acteurs des marchés financiers concernant le calcul de ces actifs pondérés, un ratio de levier simple est de plus en plus utilisé en tant qu'indicateur complémentaire pour mesurer la solidité du secteur bancaire. À l'aune de cet indicateur, les progrès des banques de la zone sont moins nets.

À terme, il serait possible de réduire encore la fragmentation du secteur financier, à condition de s'attaquer à ses causes profondes. Différentes initiatives politiques sont d'ailleurs en cours pour remédier à ce problème et à celui de la fragilité du système bancaire. Celles qui visent à la mise en place de l'union bancaire continuent de figurer parmi les grandes priorités de l'agenda politique de l'UE. L'union bancaire dotera la zone euro d'un secteur financier plus robuste, en commençant par rendre toutes les banques plus sûres, grâce à des mécanismes de prévention des risques, tandis que la centralisation de la surveillance dans le cadre du mécanisme de surveillance unique (MSU) réduira les risques de détournement du dispositif prudentiel. Si des banques se trouvent néanmoins confrontées à un problème de solvabilité, de liquidité ou de viabilité, les autorités de surveillance pourront intervenir rapidement pour gérer ces problèmes; si aucune solution satisfaisante n'est alors trouvée, il existera désormais un cadre permettant la résolution ordonnée des défaillances d'établissements en difficulté.

La BCE, censée exercer désormais la responsabilité de la surveillance bancaire dans la zone euro, a fait d'importants progrès en ce sens. Elle a notamment entrepris une évaluation globale des plus grandes banques de la zone euro (128 établissements de crédit, situés dans 18 États membres, qui représentent environ 85 % des actifs bancaires de la zone euro), qu'elle prévoit d'achever avant d'endosser son rôle d'autorité de surveillance unique en novembre 2014. Cet exercice comporte une évaluation des risques de chaque banque et un examen de la qualité des actifs, suivis d'un test de résistance qui sera réalisé dans les 28 États membres en étroite coordination avec l'ABE. L'examen de la qualité des actifs est en bonne voie. La méthodologie a été publiée fin mars et l'examen lui-même devrait se terminer en juillet. Les préparatifs se poursuivent également pour les tests de résistance; l'ABE en a publié les scénarios et la méthodologie le 29 avril. L'ABE et la BCE ont annoncé de manière concertée les principaux éléments de cet exercice, notamment les seuils de fonds propres retenus, à savoir 8 % de CET1 dans le scénario de référence et 5,5 % de CET1 dans le scénario défavorable. Contrairement à ce qui était le cas lors des exercices précédents, les décisions prudentielles concernant les suites à donner aux résultats des tests et leurs implications pour les résultats des banques ne seront pas coordonnées par l'ABE; cette mission sera dévolue aux autorités compétentes, dont la BCE. Plusieurs éléments confirment la crédibilité de ces tests, qui reposeront de surcroît sur des bases d'autant plus solides et fiables qu'ils auront été précédés d'un examen de la qualité des actifs. Cette crédibilité est également renforcée par i) l'allongement, de deux à trois ans, de la période concernée; ii) une harmonisation plus poussée des définitions pour des paramètres fondamentaux tels que les prêts non productifs; et iii) une approche commune du traitement des obligations souveraines lors des tests, sans marge discrétionnaire au niveau national. De plus, le niveau de transparence requis lors de cet exercice et son caractère exhaustif sont de nature à rassurer les établissements et les acteurs du marché. Enfin, en raison de la conjoncture très favorable sur le marché, il sera sans doute plus facile et moins coûteux pour les banques de lever des capitaux ou de céder à de meilleures conditions les actifs susceptibles d'être pénalisés à cette occasion.

Le mécanisme de résolution unique (MRU) a été approuvé par les colégislateurs en avril 2014. Le MRU s'appliquera à toutes les banques de la zone euro et des autres États membres désireux de participer. Ses procédures décisionnelles ont été soigneusement calibrées de manière à ce qu'un cas de défaillance puisse être tranché en l'espace d'un week-end. Ce mécanisme repose sur un conseil de résolution unique doté de puissants pouvoirs; y participeront, outre ses membres permanents, la Commission, le Conseil, la BCE et les autorités de résolution nationales. Dans la plupart des cas, si une banque établie dans la zone euro ou dans un État membre participant à l'union bancaire doit faire l'objet d'une mesure de résolution, la BCE en informera le conseil de résolution, la Commission et les autorités de résolution nationales concernées. Au sein de l'union bancaire, les fonds de résolution nationaux seront progressivement mutualisés pour constituer un fonds de résolution unique auquel toutes les banques des pays membres de l'union bancaire contribueront à partir de 2016 et qui atteindra 55 milliards d'euros en 2024. Toutefois, le règlement instituant le MRU n'a pas encore créé de filet de sécurité *(backstop)* commun pour le fonds; il sera mis en place durant les prochaines années.

L'obtention de financements reste difficile pour les PME dans de nombreux États membres, ce qui risque d'obérer la reprise économique. Or, les besoins d'investissement dans les transports, l'énergie et les réseaux d'infrastructure à haut débit sont estimés à mille milliards d'EUR d'ici à 2020. Le risque d'un déficit de financement en Europe reste important, alors que les pressions en faveur du désendettement ne se relâchent pas et que le marché demeure très fragmenté (voir ci-dessus). Parallèlement à la création de l'union bancaire, plusieurs initiatives ont été prises, ou sont prévues, en matière de financement à long terme de l'économie.

Il existe un large consensus sur la nécessité de diversifier les sources de financement, l'Europe se caractérisant par un système où domine l'intermédiation bancaire. Les marchés européens des capitaux, relativement sous-développés, ne sont pas en mesure pour l'instant de combler le déficit de financement lié au désendettement des banques. Un certain nombre de goulets d'étranglement empêchent l'essor du financement par le marché des capitaux. Les incitations au financement à long terme destinées aux acteurs institutionnels, comme les assureurs, pourraient être adaptées. L'accès des PME aux marchés de capitaux est actuellement entravé par l'asymétrie de l'information et par l'absence d'un marché liquide de la titrisation. Pour relancer ce marché, il serait indispensable d'opérer une distinction entre bonnes et mauvaises titrisations, ce qui permettrait alors d'améliorer le cadre prudentiel des premières. Sur le marché du financement des infrastructures, les acteurs des marchés financiers ont souvent pointé du doigt le manque de transparence autour des réserves de projets comme faisant obstacle à un financement plus prévisible, notamment dans le cadre de partenariats public-privé (PPP). Une meilleure information sur les projets nationaux d'infrastructures et d'investissement et sur les projets soutenus par les autorités nationales pourrait inciter les marchés de capitaux à financer des projets en Europe. Enfin, le financement par le marché est aussi entravé par un certain nombre de problèmes transversaux

liés à la gouvernance d’entreprise, à des aspects comptables et à des questions légales et fiscales. La communication de la Commission sur le financement à long terme adoptée fin mars 2014 porte sur un plan d’action concret, dont plusieurs mesures devraient être mises en œuvre dès cette année pour remédier à ces problèmes.