



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 30.5.2012
SWD(2012) 301 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

**Évaluation des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité 2011
pour la**

ZONE EURO

accompagnant le document :

Recommandation de

RECOMMANDATION DU CONSEIL

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

{COM(2012) 301 final}

TABLE DES MATIÈRES

1.	Résumé.....	3
2.	Situation et perspectives économiques.....	4
3.	Principaux défis économiques et principales interventions des pouvoirs publics	6
3.1.	<i>Rétablissement et maintien de la stabilité</i>	6
3.2.	Correction des déséquilibres et renforcement de la croissance.....	16
4.	Renforcer la coordination des politiques dans la zone euro.....	29
4.1.	La crise a fait apparaître des lacunes dans la gouvernance de la zone euro.....	29
4.2.	La réforme de la gouvernance économique dans la zone euro	30

1. RESUME

Au cours de l'année écoulée, la zone euro a connu la crise la plus grave de son histoire.

La raison principale en est la boucle de rétroaction dangereuse entre les États, le système bancaire et la dégradation des perspectives économiques. Comme les banques, en Europe, détiennent une grande partie de la dette souveraine, l'inquiétude concernant la viabilité de celle-ci s'est propagée au secteur bancaire. La capacité limitée des banques à absorber les pertes n'a fait qu'ajouter au risque souverain, étant donné que les États étaient perçus comme les garants en dernier ressort des établissements financiers en difficulté. Enfin, les perspectives de faible croissance – aggravées par le désendettement des secteurs public et privé – ont accru les inquiétudes relatives à la viabilité de la dette et à la rentabilité des banques, ont entraîné une augmentation des coûts de refinancement de la dette et, après en avoir créé les conditions, ont compromis la viabilité de la dette.

La phase d'intensification de la crise a mis au jour l'importance des effets de contagion entre pays de la zone euro.

Les problèmes de dette souveraine dans la zone euro sont nés en 2010 d'un cas isolé. Depuis, la crise s'est propagée à d'autres États membres vulnérables, dont elle a révélé ou aggravé certains problèmes spécifiques, notamment des déséquilibres macroéconomiques ou des points faibles du secteur bancaire. Enfin, même les États membres que l'on considérait alors comme solides financièrement ont été touchés par la crise, qui est devenue systémique durant le second semestre de 2011. Cette situation révèle l'importance des effets de contagion dans la zone euro – dus aux relations économiques et financières étroites et aux cadres d'action communs – et doit inciter les États qui semblent épargnés par la crise à rester vigilants.

Les mesures ambitieuses prises par les pouvoirs publics pour briser cette boucle de rétroaction et renforcer les cadres d'action ont contribué à endiguer la crise.

Dans la feuille de route pour la stabilité et la croissance qu'elle a adoptée en octobre 2011¹, la Commission a défini un plan général de lutte contre la crise, dont les responsables politiques se sont inspirés pour élaborer leurs réformes. Le deuxième programme d'ajustement en faveur de la Grèce, notamment, a été approuvé sur la base d'une restructuration ordonnée de la dette grecque. D'autres États membres vulnérables, notamment ceux bénéficiant d'un programme d'ajustement de l'Union et du FMI, ont engagé d'ambitieuses réformes. Dans l'ensemble, l'assainissement des finances publiques dans la zone euro a progressé comme prévu, même si l'adoption de mesures supplémentaires est nécessaire dans certains cas. Parallèlement aux efforts déployés à l'échelle des États membres, des mesures ont été prises au niveau européen: les initiatives de l'Union les plus favorables à la croissance ont été accélérées, l'ampleur et la portée des mécanismes de stabilité financière ont été étendues, les banques ont renforcé leur capital dans le cadre d'un exercice coordonné par l'Autorité bancaire européenne, la Banque centrale européenne a pris des mesures pour atténuer la crise de financement du secteur bancaire, et, enfin, il a été convenu de réformes en profondeur de la gouvernance de manière à renforcer la surveillance des politiques budgétaires et économiques.

Les défis qui s'annoncent imposent aux pouvoirs publics de poursuivre leurs efforts de manière concertée.

Les mesures énumérées ci-dessus ont produit des résultats encourageants dans les premiers mois de 2012, mais la situation redevient plus instable en raison de l'évolution défavorable de la situation macroéconomique, de la persistance des inquiétudes concernant le système bancaire et du regain d'incertitude politique dans certains États

¹ COM(2011) 669 final.

membres, ce qui montre que les marchés restent anormalement nerveux et vigilants et que la confiance demeure faible, et nous rappelle aussi que toute amélioration de la situation exige surtout que les pouvoirs publics continuent d'intervenir de manière appropriée à l'échelle nationale et à celle de la zone euro. Il est dès lors primordial de poursuivre les réformes qui permettront à la zone euro de relever les défis auxquels elle devra faire face à plus ou moins long terme. Elle doit notamment:

- relancer sans tarder la croissance et renforcer le potentiel de croissance, par le renforcement de l'intégration et de la libéralisation des marchés, en vue, notamment, de débloquer l'épargne privée en faveur des investissements productifs et d'améliorer la compétitivité;
- réduire l'endettement des secteurs public et privé en engageant une action coordonnée entre pays et entre secteurs, sans trop pénaliser la croissance économique. Il convient en particulier:
 - de réduire la dette publique élevée au moyen de stratégies crédibles d'assainissement budgétaire à moyen terme, qui respectent un juste équilibre entre les besoins d'assainissement, de réformes et de croissance;
 - de réduire les grands déséquilibres entre les pays de la zone euro en engageant de grandes réformes structurelles pour renforcer la capacité d'ajustement et en menant des politiques budgétaires clairement différenciées;
- poursuivre le redressement du secteur financier de manière à ce qu'il soit en mesure de fournir à l'économie les ressources financières dont elle a besoin.

Les effets de contagion et l'interdépendance des pays de la zone euro rendent une gouvernance économique solide et une surveillance économique étroite indispensables.

Les ambitieuses réformes de la gouvernance économique de la zone euro, déjà engagées ou à l'étude, contribuent grandement à créer la surveillance et la gouvernance dont toute union monétaire a besoin pour fonctionner et à jeter les bases d'une zone euro stable et solide. Il conviendra toutefois d'adopter des mesures supplémentaires à moyen terme pour parachever l'architecture de l'UEM.

2. SITUATION ET PERSPECTIVES ECONOMIQUES

La situation économique dans la zone euro s'est grandement détériorée au cours de l'année écoulée. Après un recul à la fin de 2011, le PIB de la zone euro s'est stabilisé au début de 2012. La perte de confiance due à l'aggravation de la crise de la dette souveraine, la hausse des cours du pétrole et le ralentissement de la croissance de la production à l'échelle planétaire ont pesé sur la croissance.

L'intervention rapide des pouvoirs publics à la fin de 2011 a certes permis d'atténuer le risque de problèmes sévères dans le système bancaire, mais les perspectives économiques restent moroses. Dans ses prévisions de printemps, la Commission européenne ne prévoit guère d'évolution du PIB pour 2012 (-0,3 %) et table sur une croissance modérée pour 2013 (1,0 %). Cette timide reprise est subordonnée à un retour de la confiance et, ainsi, à l'endiguement de la crise et à la normalisation de la situation sur les marchés financiers. En effet, le principal risque d'aggravation de la situation demeure celui d'une intensification de la crise, qui pourrait relancer la boucle de rétroaction entre le secteur financier et l'économie réelle et sérieusement compromettre les perspectives de croissance.

Les écarts de croissance entre les États membres de la zone euro devraient persister. Ces écarts de croissance sont devenus criants depuis le début de la crise économique et financière mondiale. Ils devraient persister tout au long de la période de prévision, étant donné que les États membres victimes de déséquilibres internes et externes hérités du passé devraient connaître une reprise économique beaucoup plus tardive et beaucoup plus lente que les pays aux déséquilibres structurels moins importants (voir aussi point 3.2).

3. PRINCIPAUX DEFIS ECONOMIQUES ET PRINCIPALES INTERVENTIONS DES POUVOIRS PUBLICS

La zone euro est confrontée à un certain nombre de difficultés inextricablement liées, qui font l'objet de deux points ci-après, traitant respectivement des principaux domaines d'action et des principaux moyens d'action. Le point 3.1 passe en revue les défis en matière de politiques financière et budgétaire dans la zone euro, tandis que le point 3.2 examine les difficultés découlant de la faible croissance économique et des grands déséquilibres macroéconomiques. Chaque partie comporte une évaluation des mesures que les gouvernements des pays de la zone euro ont prises, notamment celles adoptées à la suite des recommandations qui leur ont été adressées en 2011.

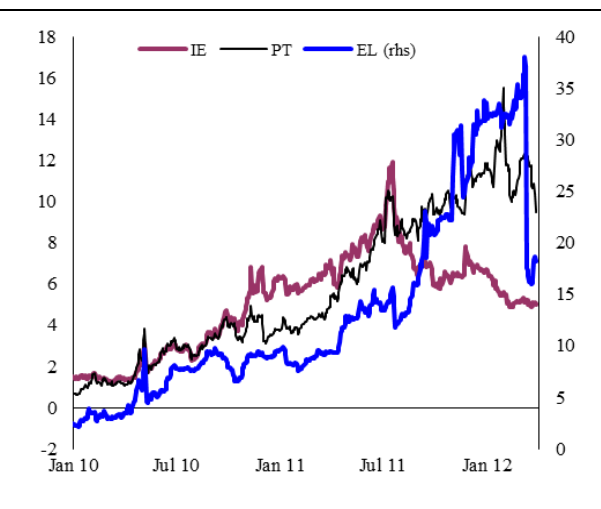
3.1. Rétablissement et maintien de la stabilité

3.1.1. Stabilité financière

La crise a touché le secteur financier, le reste du monde. La réévaluation

opérée pendant la crise financière mondiale, ont fortement chuté les banques en Europe point que les gouvernements nationaux ont dû intervenir d'urgence dans un contexte de récession économique, mettant sous pression les finances publiques de plus en plus en ces opérations de parfois, par leur la viabilité des des États concernés. que la révision des

Graphique 1. Écarts de taux des pays bénéficiaires d'un programme (échéance à 10 ans, par rapport à l'Allemagne)



Source: Reuters Ecowin

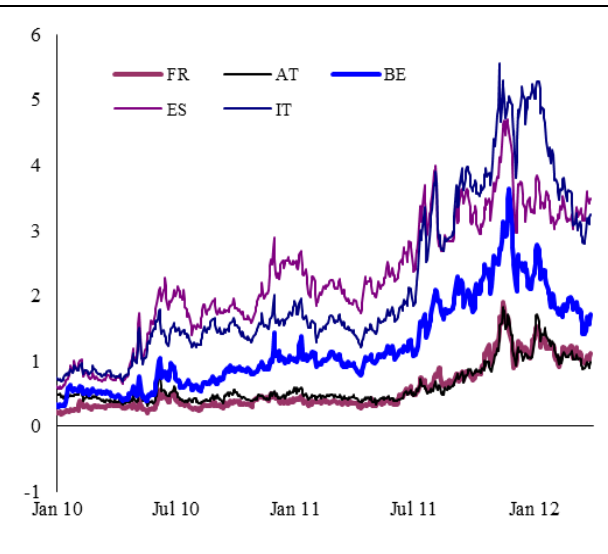
durement frappé le en Europe et dans

Du fait de la générale des risques crise économique et les prix des actifs et le capital des s'est érodé, à tel pouvoirs publics porter secours à elles. Dans un récession

les finances plus sous pression, sauvetage ont ampleur, mis à mal finances publiques Cette situation, ainsi chiffres des finances

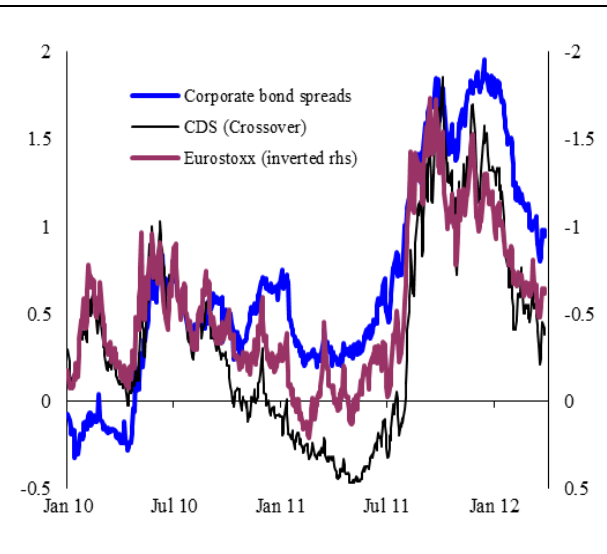
publiques grecques, a fortement ébranlé la confiance des investisseurs dans les obligations d'État de nombreux pays membres de la zone euro. Le prix des obligations d'État des pays jugés vulnérables a baissé, ce qui a encore réduit le capital des banques, qui avaient investi massivement dans les obligations de ce type avant la crise (graphique 1). L'interdépendance des banques fragiles et des États vulnérables a fait naître, dans le contexte d'un ralentissement de la croissance économique, une boucle de rétroaction très dangereuse. L'aggravation de la crise a fortement ébranlé la confiance des investisseurs dans la qualité du bilan des banques et a entravé l'accès de celles-ci au financement. La crise est devenue systémique au cours du second semestre de 2011, lorsque les tensions financières se sont propagées à d'autres marchés souverains de la zone euro, signe que des effets de contagion importants existent dans la zone euro (graphiques 2 et 3).

Graphique 2. Écarts de taux de certains États membres (échéance à 10 ans, par rapport à l'Allemagne)



Source: Reuters Ecowin

Graphique 3. Indicateurs financiers pour les entreprises de la zone euro



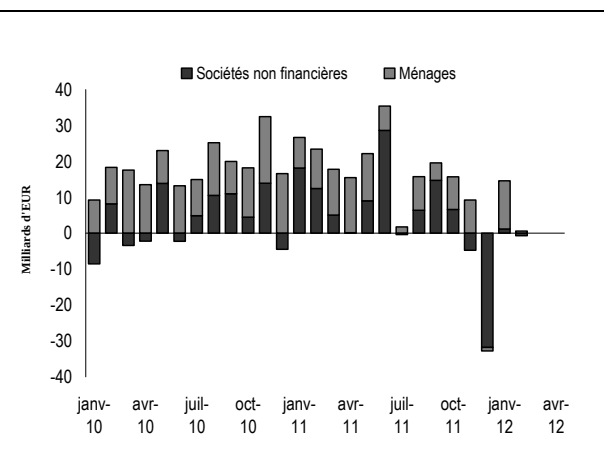
Remarque: Exprimés en écarts type calculés à partir de moyennes journalières sur la période 2005-2011.
Source: Reuters Ecowin

Les mesures prises au second semestre de 2011 et au début de 2012 ont contribué à redonner confiance aux marchés au cours des premiers mois de 2012, mais l'amélioration n'a été que temporaire. Les opérations de refinancement à très long terme sur trois ans menées par la BCE ont permis de combler les importants besoins de refinancement des banques de la zone euro en leur garantissant l'accès à un financement à moyen terme peu coûteux. De même, afin de donner aux marchés l'assurance que les banques ont la capacité de résister aux chocs et de maintenir un niveau suffisant de fonds propres, le Conseil européen d'octobre 2011 a arrêté un plan de recapitalisation européen coordonné par l'Autorité bancaire européenne (ABE). Le bilan globalement positif des programmes d'assistance financière de l'Union et du FMI en faveur du Portugal et de l'Irlande a lui aussi contribué à améliorer la confiance des marchés, tout comme celui des programmes de réformes ambitieux menés dans d'autres pays vulnérables. D'autres mesures, telles que l'accord sur le deuxième programme d'ajustement en faveur de la Grèce, le renforcement des pare-feu financiers et le renforcement de la gouvernance budgétaire, ont également permis d'améliorer les dispositions des marchés à l'égard des économies de la zone euro. Malheureusement, cette amélioration n'a été que temporaire et la confiance des investisseurs s'est de nouveau dégradée, signe que les marchés financiers restent fragiles et que l'incapacité à poursuivre les politiques appropriées peut rapidement ébranler leur confiance.

La poursuite du désendettement du secteur bancaire est nécessaire au rétablissement de la confiance des investisseurs, mais elle ne doit pas entraver inutilement l'apport de crédits à l'économie. Les difficultés de financement auxquelles les banques sont confrontées ces derniers temps et la pression constante que représente pour celles-ci la nécessité d'augmenter leur capital ont laissé craindre une réduction excessive de l'offre de crédit (graphique 6). Le crédit bancaire étant l'une des premières sources de financement de l'économie réelle dans la zone euro, notamment pour les petites et moyennes entreprises, un resserrement du crédit aurait de graves conséquences sur la croissance et l'emploi et pourrait finir, s'il persiste, par compromettre le potentiel de croissance à long terme. Pour parer ce risque, les autorités de surveillance nationales ont été invitées à veiller à ce que les plans de recapitalisation bancaire aboutissent à un accroissement du capital des banques et non à un

désendettement excessif ou à une perturbation de l'activité de prêt. À ce stade, rien ne permet d'affirmer avec certitude que le désendettement est devenu excessif ou désordonné et qu'il perturbe l'économie réelle. Néanmoins, les disparités entre États membres sont si grandes que le tableau d'ensemble pourrait cacher des situations différentes à l'échelle des pays.

Graphique 4. Prêts bancaires aux sociétés non financières dans la zone euro



Remarque: données mensuelles corrigées des cessions et de la titrisation de certains prêts, ainsi que des effets saisonniers.

Source: BCE

La dépréciation des actifs problématiques accumulés avant la crise est indispensable pour rétablir l'apport de crédits à l'économie. Du fait de la persistante de taux d'intérêt faibles et de la réticence des banques à reconnaître leurs pertes ou à saisir des biens immobiliers, celles-ci pourraient être davantage incitées à ne pas accorder de prêts ou à supprimer d'autres actifs problématiques. Le report de la comptabilisation des pertes pourrait limiter l'octroi de crédits à des emprunteurs plus solvables, réduire les investissements potentiellement productifs et nuire à la croissance. La bonne santé du système bancaire et de l'économie passe donc par une reconnaissance appropriée et transparente des risques et une restructuration en temps utile.

Les mesures extraordinaires prises par la BCE pour injecter des liquidités ont permis aux banques de respirer. Les opérations de refinancement à très long terme ont atténué les gros problèmes de financement du secteur bancaire et permettront aux banques d'apporter des crédits à l'économie, dès que la conjoncture sera meilleure. Toutefois, la rémunération élevée de certaines obligations d'État a incité certaines banques à acheter davantage de la dette publique, ce qui a renforcé l'interdépendance des banques et des États. Les banques doivent donc impérativement profiter de la chance offerte par les opérations de refinancement à très long terme pour poursuivre leur redressement financier et restructurer leur bilan tout en continuant d'irriguer l'économie par des crédits, de sorte que le secteur bancaire soit plus solide au moment où ces opérations de refinancement arriveront à échéance.

La restructuration du secteur financier s'est poursuivie au cours des 12 derniers mois dans la zone euro. Suivant la recommandation qui leur a été faite l'année dernière, de nombreux États membres de la zone euro ont poursuivi la restructuration de leur secteur financier (Chypre, Allemagne, Espagne, Grèce, Irlande et Portugal) et renforcé leur cadre de surveillance (Belgique) pour améliorer le fonctionnement et la stabilité du système financier. Toutefois, les mesures prises manquent parfois d'ambition ou ne s'inscrivent pas dans une stratégie générale (Allemagne et Slovaquie).

La crise a freiné le processus d'intégration financière, dont l'accélération et l'approfondissement pourraient nécessiter des mesures ambitieuses. Avant même la crise, il était admis que le modèle bancaire transfrontière européen n'était pas stable dans la configuration institutionnelle existante, notamment eu égard à la surveillance et à la gestion de la crise bancaire. Cette situation s'est révélée particulièrement préjudiciable dans le contexte de l'union monétaire, en raison des liens étroits entre l'économie financière et l'économie réelle et de l'interdépendance avec les États. Bien que les banques aient globalement maintenu leur présence transfrontière jusqu'à présent, des signes montrent

qu'elles réduisent leurs activités transfrontières et se retranchent derrière les frontières de leur pays. Dans le cadre de la restructuration de leur bilan, les banques ont commencé à céder des actifs non essentiels – qui comprennent souvent des actifs étrangers –, alors que les modalités de cession ne sont pas clairement définies. La lutte contre cette tendance à la désintégration financière passe par une plus grande coordination au niveau européen des cadres de surveillance et de gestion de la crise. Concrètement, une plus grande intégration des pays de la zone euro dans des structures et des pratiques de surveillance, dans une gestion transfrontière de la crise et dans la répartition de la charge, sur la voie d'une «union bancaire», compléterait avantageusement la structure actuelle de l'UEM. Dans le même ordre d'idées, pour rompre le lien entre les banques et les États, on pourrait envisager une recapitalisation directe par le MES.

3.1.2. Politique budgétaire

Depuis le début de la crise, les États membres de la zone euro ont vu leur dette publique s'envoler. Si, avant la crise, l'ampleur et la trajectoire de la dette variaient fortement d'un État membre de la zone euro à l'autre, la hausse de la dette depuis est, elle, universelle. Cette situation s'explique essentiellement par la part importante que les finances publiques ont prise dans le soutien à l'économie et au secteur financier pendant la crise économique et financière mondiale. Toutefois, certains pays sont devenus plus vulnérables aux chocs économiques parce qu'ils n'ont pas suffisamment réduit leur dette pendant la période de conjoncture économique favorable qui a précédé la crise. Depuis le début de la crise, en 2007, le niveau des dettes publiques dans la zone euro a augmenté de plus de 20 points de pourcentage pour atteindre 88 % du PIB en 2011, avec de grands écarts entre les États membres. Cependant, il convient d'observer que, même si la zone euro est au cœur de la crise de la dette souveraine, l'augmentation globale et le taux d'endettement sont, en réalité, plus élevés aux États-Unis et au Japon (graphique 5).

Une combinaison de facteurs fait de la réduction de la dette publique un enjeu majeur, notamment dans le contexte de l'union monétaire de la zone euro. Premièrement, l'aversion pour le risque sur les marchés de la dette souveraine a sensiblement augmenté, ce qui a entraîné probablement une correction excessive des niveaux assez faibles qui prévalaient auparavant, les investisseurs ayant réévalué les perspectives de viabilité de la dette souveraine au regard de l'accroissement de l'endettement et des perspectives de croissance moroses. Cette situation a provoqué une envolée des coûts de financement de certains États, et a par là même compromis la viabilité à moyen terme de la dette de ces pays. Deuxièmement, la crise a mis au jour d'importants effets de contagion entre les pays de la zone euro, lesquels augmentent le risque de crises systémiques (si les investisseurs tiennent compte plus de l'évolution de la situation de la zone euro tout entière que de celle du pays concerné). Et troisièmement, les dépenses que va entraîner le vieillissement de la population se répercutent sur la viabilité budgétaire à long terme. Eu égard à l'ampleur de l'ajustement budgétaire nécessaire pour réduire le taux d'endettement élevé dans la plupart des États membres, il convient d'élaborer une stratégie d'assainissement budgétaire durable.

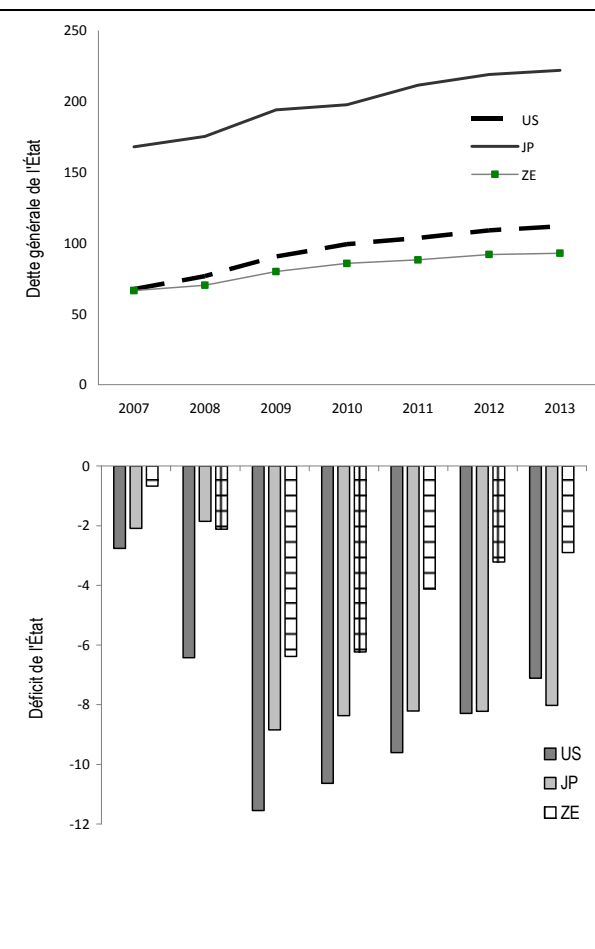
L'assainissement budgétaire est en cours dans la zone euro et les États membres ont pris des mesures d'envergure en faveur de l'assainissement. Le déficit public nominal dans la zone euro a diminué de 2,1 points de pourcentage pour s'établir à 4,1 % du PIB en 2011. En revanche, la dette publique a continué d'augmenter pour atteindre 87,2 % du PIB. Sachant que le ratio du déficit au PIB a été réduit dans un contexte de ralentissement de la croissance de la production, l'effort d'assainissement a été considérable. Le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles s'est d'ailleurs amélioré de 1 point de pourcentage pour atteindre 3,4 % du PIB en 2011, ce qui montre que les États membres de la zone euro ont globalement

fourni les efforts d'assainissement structurel prévus dans les versions actualisées de 2011 de leur programme de stabilité.

Les programmes de stabilité démontrent que l'assainissement budgétaire devrait se poursuivre. Selon les mesures énoncées dans lesdits programmes, le déficit budgétaire dans la zone euro sera ramené à environ 3 % du PIB en 2012 puis à moins de 1 % du PIB en 2015. Toutefois, la dette publique brute devrait encore augmenter et dépasser 90 % en 2012, avant de retomber à environ 85 % en 2015, mais les niveaux d'endettement devraient rester très hétérogènes tout au long de la période de prévision.

Graphique 5. Évolution de la dette et du déficit publics dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

2007-2013 (en % du PIB)



Source: Services de la Commission

Certes, les États membres de la zone euro doivent rétablir la viabilité de leurs finances publiques, mais l'assainissement budgétaire a des effets à court terme sur la croissance. Tout assainissement budgétaire a en général pour effet de contracter l'activité économique. Ce devrait être d'autant plus le cas aujourd'hui – dans un contexte de récession consécutive à la crise financière – qu'à l'occasion d'une crise conjoncturelle classique, car un plus grand nombre de ménages et d'entreprises n'ont plus accès au crédit et sont devenus plus sensibles aux variations des revenus et des bénéfices courants qu'aux variations des taux d'intérêt. Qui plus est, la politique monétaire déjà favorable et la détérioration du mécanisme de transmission en raison des problèmes du secteur bancaire limitent les possibilités d'intervention de cette source pour compenser.

Poursuivre l'assainissement budgétaire sans nuire à la croissance, c'est l'enjeu majeur de la politique budgétaire. Il est impératif d'élaborer des programmes crédibles d'assainissement budgétaire à moyen terme qui favorisent la croissance, pour à la fois réduire les niveaux élevés d'endettement et atténuer les effets négatifs de l'assainissement sur la croissance. La crédibilité de l'assainissement est un facteur clé à cet égard: tout assainissement perçu

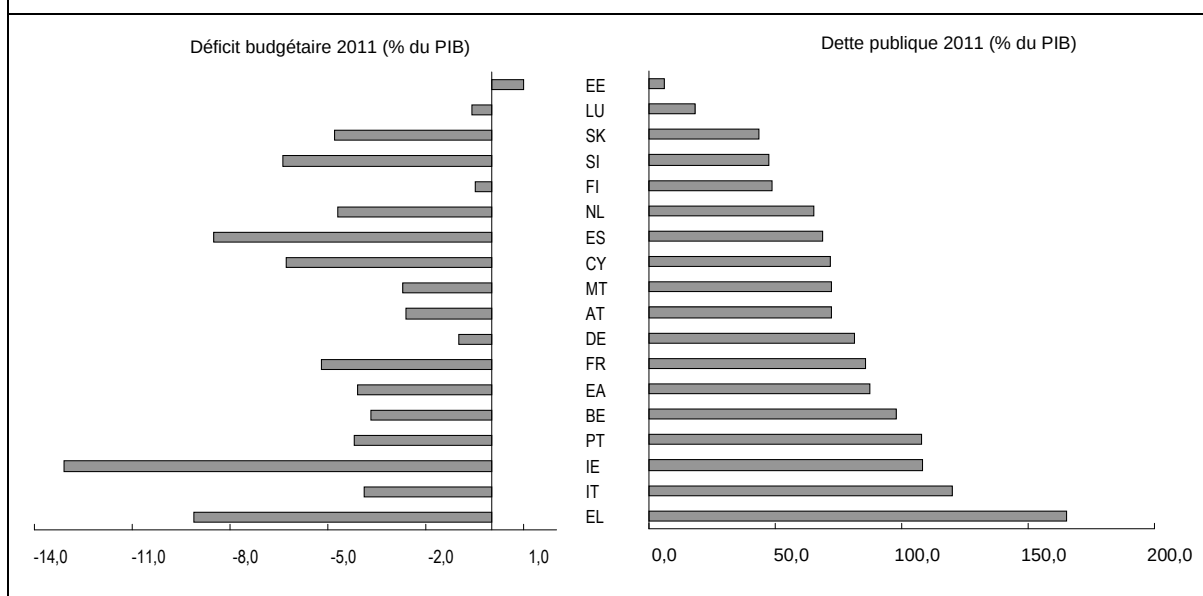
comme permanent produit en général des effets négatifs à court terme sur la croissance moins importants. Pour ne pas nuire à la croissance, l'assainissement doit remplir quatre conditions: i) son rythme doit être modulé en fonction des pays, ii) ses modalités doivent faire l'objet d'une attention particulière (il doit notamment mettre l'accent sur la maîtrise des dépenses liées à l'âge) et iii) il doit être mené parallèlement à une réforme des institutions budgétaires.

- i) **L'ampleur de l'assainissement budgétaire étant différente d'un État membre de la zone euro à l'autre, l'assainissement doit se faire à un rythme différencié.**

Le Pacte de stabilité et de croissance prévoit un cadre modulable et contraignant pour orienter le rythme différencié de l'assainissement. L'application des règles budgétaires de l'Union est fondée sur une analyse économique et sur des dispositions juridiques, ainsi que sur une évaluation globale de la viabilité structurelle des finances publiques. Ce cadre permet de différencier objectivement les États membres en fonction de leur situation budgétaire et macroéconomique (graphique 6). L'évaluation des mesures budgétaires qu'ils ont prises, notamment d'ordre structurel, joue un rôle crucial dans la mise en application des règles.

L'abandon des mesures extraordinaires adoptées pour atténuer les effets de la crise témoigne de la souplesse inscrite dans les règles budgétaires de l'Union. Les États membres confrontés à des primes de risque élevées susceptibles d'augmenter n'ont pas beaucoup de marge de manœuvre pour déroger à leurs objectifs budgétaires nominaux, même si la conjoncture se révèle pire que prévue. En revanche, d'autres États membres sont en mesure de laisser jouer pleinement leurs stabilisateurs automatiques sur la voie de l'ajustement structurel.

Graphique 6. Déficit budgétaire et dette publique en 2011, États membres de la zone euro (en % du PIB)



Source: services de la Commission

ii) Les modalités d'assainissement budgétaire sont déterminantes pour des répercussions minimales sur la croissance.

La restriction des dépenses peut avoir un effet d'annonce important. L'adoption d'une stratégie d'assainissement axée sur les dépenses est le signe clair d'une volonté de réduire les déficits budgétaires, parce que toute stratégie de ce type est difficile à mettre en œuvre. Ainsi, la restriction des dépenses conditionne la crédibilité de l'assainissement et permet d'éviter que les primes de risque ne continuent d'augmenter. Il n'en reste pas moins qu'un assainissement favorable à la croissance passe aussi par la hiérarchisation des dépenses publiques porteuses de croissance, l'idée étant de ne pas compromettre le potentiel de croissance déjà faible de l'économie de la zone euro. Les investissements publics revêtent une importance particulière à cet égard en ce sens que les dépenses d'investissement augmentent la croissance à court terme par la demande intérieure tout en ayant des retombées positives sur l'offre à long terme. Certains États membres surtout, qui bénéficient de taux d'intérêt extraordinairement bas, ont tout intérêt à adopter des politiques en faveur d'investissements productifs, puisque leurs retombées sur le secteur privé et leurs retombées sociales seraient très probablement supérieures aux coûts de financement. Toutefois, il importe également de veiller tout particulièrement à l'efficacité et à l'efficience des programmes de dépenses.

Toutefois, étant donné l'ampleur de l'ajustement budgétaire nécessaire, de nombreux États membres devront aussi agir sur les recettes. C'est notamment le cas des États membres qui, contraints de mener un assainissement de grande ampleur, disposent d'une marge de manœuvre pour accroître les recettes fiscales ou doivent rétablir les bases fiscales

grignotées par la crise. Il existe plusieurs possibilités d'accroître les recettes fiscales sans augmenter les impôts à proprement parler. La première consiste à améliorer la discipline et l'administration fiscales. Si cela ne suffit pas ou si la discipline fiscale est déjà élevée, il conviendra d'envisager un élargissement de la base d'imposition. En outre, l'amélioration de la discipline fiscale et l'élargissement des bases d'imposition constituent des objectifs importants de la politique fiscale, car ils améliorent l'efficacité de l'impôt et réduisent les distorsions économiques. Enfin, dans certains cas, une augmentation des taux d'imposition ou l'introduction de nouveaux impôts pourrait être inévitable. Il conviendrait alors de s'attacher à réduire au maximum les éventuels effets négatifs sur la croissance en privilégiant les impôts les moins préjudiciables tels que les taxes de consommation ou les taxes foncières récurrentes.

Une politique fiscale judicieuse peut aussi favoriser la croissance et la compétitivité et réduire les déséquilibres économiques. D'une manière générale, la politique fiscale doit viser à modifier la structure et l'organisation des systèmes de taxation existants en vue de favoriser la croissance. Ainsi, une augmentation de la charge fiscale sur le travail et le capital nuit plus à la croissance et à la compétitivité qu'une augmentation, par exemple, des taxes de consommation, des taxes foncières ou des taxes environnementales. Cela vaut particulièrement pour certains États membres de la zone euro, qui doivent améliorer considérablement leur compétitivité. Il convient également d'évaluer attentivement l'incidence potentielle de toute modification sur la répartition de la charge fiscale. Toute réduction de la charge fiscale sur le travail devrait concerner principalement les groupes les plus vulnérables du marché du travail, étant donné que ces groupes sont souvent fortement dissuadés de travailler et pâtissent de coûts de la main-d'œuvre relativement élevés. En ce qui concerne tout particulièrement la zone euro, les réformes fiscales devraient également s'attaquer aux mesures encourageant le recours à l'endettement, qui font partie intégrante des régimes d'impôt sur les sociétés et de la fiscalité du logement.

Les modalités de l'assainissement ne sont pas toujours favorables à la croissance. Bien que les efforts d'assainissement aient généralement porté sur les dépenses, seuls quelques États membres ont préservé des postes générateurs de croissance, tels que la recherche et le développement (Italie) ou l'éducation (Allemagne). D'autres pays (Portugal et Italie) ont hiérarchisé les dépenses d'investissement, notamment en améliorant l'utilisation des fonds structurels de l'Union. Plusieurs États membres ont amélioré l'efficacité des dépenses publiques (Estonie et Finlande). Des mesures axées sur les recettes ont aussi souvent été prises. Un certain nombre d'États membres ont opté pour des hausses d'impôts, ce qui a parfois permis d'améliorer la structure de la fiscalité en allégeant la pression fiscale sur le travail (Italie). Souvent, les modifications n'ont pas eu l'effet escompté: la charge fiscale sur le travail (Autriche, Espagne et France) ou sur le capital (Espagne) a augmenté, même si d'autres solutions, moins nuisibles à la croissance, n'ont pas été pleinement exploitées. On dénombre aussi des mesures réduisant les distorsions dans la fiscalité immobilière (Portugal) ou augmentant les taxes de consommation (France), mais aucune augmentation des taxes environnementales.

La viabilité des finances publiques passe par des mesures d'atténuation des conséquences budgétaires du vieillissement de la population. En raison des effets négatifs de la crise sur la croissance, les dépenses liées au vieillissement de la population devraient peser plus lourdement que prévu sur les finances publiques. Sur la base des politiques actuelles, le ratio au PIB des dépenses publiques liées au vieillissement devrait augmenter de 4¾ de points de pourcentage d'ici à 2060. De fortes disparités existent cependant entre les pays, la Belgique, Chypre, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, la Slovénie et la Slovaquie étant confrontés à des difficultés particulières. Les retraites représentent une part très importante et croissante des dépenses publiques dans la zone euro, soit plus de 12 % du PIB

actuellement et, selon les projections, 14 % en 2060. Dans les États membres, et plus particulièrement ceux dans lesquels le coût des retraites risque d'être le plus élevé, des réformes des retraites, des soins de santé et des soins de longue durée amélioreraient la viabilité des finances publiques à long terme, assoieraient la crédibilité de leurs efforts d'assainissement et renforceraient la confiance des investisseurs.

Les réformes des retraites ont bien progressé, contrairement à celles des soins de santé.

Face au défi du vieillissement de la population, la plupart des États membres ont, au cours des dix dernières années, adapté leurs systèmes de retraite de manière à en améliorer la viabilité. L'année écoulée n'a pas fait exception. Les réformes des retraites entreprises récemment par certains États membres de la zone euro, notamment la Grèce, l'Italie et l'Espagne, produisent déjà des résultats concrets et positifs sur le plan budgétaire. Malgré cela, de nombreux pays devront entreprendre des réformes supplémentaires. Les réformes des systèmes de soins de santé ont moins bien avancé, la difficulté étant de concilier, d'une part, la nécessité de soins de santé universels et de soins à long terme et, d'autre part, la demande croissante liée au vieillissement de la population, au développement technologique et aux attentes toujours plus grandes des patients, tous âges confondus. Des réformes judicieuses sont donc nécessaires pour améliorer l'utilisation des ressources publiques limitées tout en préservant la qualité des soins.

- iii) **Une réforme des cadres budgétaires nationaux peut contribuer grandement à l'assainissement et permettre de mieux concilier croissance et assainissement.**

La rationalisation des procédures budgétaires nationales sur la base des pratiques exemplaires recensées permettrait d'améliorer durablement la politique budgétaire.

En outre, des cadres budgétaires crédibles, qui visent à garantir la viabilité des finances publiques, peuvent permettre aux finances publiques de jouer davantage leur rôle de facteurs de stabilisation à court terme. Si les attentes des marchés sont clairement prises en compte dans un scénario crédible à moyen terme, autrement dit si les investisseurs sont convaincus que les décideurs réduiront les déficits à moyen terme, les marchés seront moins sensibles à la fluctuation à court terme des agrégats budgétaires, laissant une marge plus grande pour les politiques de stabilisation. Les cadres budgétaires nationaux et la surveillance budgétaire exercée par l'Union sont décisifs à cet égard.

Les cadres budgétaires ont été manifestement améliorés. La plupart des États ont engagé d'ambitieuses réformes structurelles de leurs cadres budgétaires en créant des règles budgétaires plus strictes (parfois de rang constitutionnel), en renforçant la planification pluriannuelle et en mettant en place des conseils budgétaires. Ils doivent poursuivre leurs efforts pour obtenir des résultats concrets renforçant le processus budgétaire. Ainsi, la transposition de la directive sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres d'ici à la fin de l'année 2012 – conformément aux engagements des chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro – et l'application rapide du pacte budgétaire démontreraient clairement que les pays de la zone euro s'emploient à mettre en place les mécanismes qui leur permettront d'assainir leurs finances publiques d'une manière crédible et durable.

L'émission commune d'instruments de dette souveraine permettrait aussi de favoriser la discipline budgétaire et la solidarité dans la zone euro. La création d'un nouveau segment de marché fondé sur l'émission commune d'obligations permettrait de combler l'insuffisance de la demande d'obligations souveraines de nombreux États membres de la zone euro de la part des investisseurs. En fonction de la forme qu'il revêtira, un instrument de ce type fournirait aux États membres participants un accès plus sûr au refinancement à un taux généralement plus faible grâce à une prime de liquidité inférieure et à un marché moins

instable. Diverses solutions allant dans ce sens ont été proposées, notamment l'émission d'obligations mutualisées par l'entremise d'un fonds de remboursement de la dette, comme l'a suggéré le conseil allemand des sages économiques, plusieurs possibilités d'obligations de stabilité, esquissées par la Commission dans un livre vert, ou l'émission commune de titres de créance à court terme (E-Bills). Même si l'émission commune ne devait pas jouer un rôle dans la gestion de la crise de la dette souveraine, un instrument de ce type contribuerait à une intégration financière effective en ce sens qu'il faciliterait la transmission de la politique monétaire et fournirait des garanties de qualité qui pourraient être utilisées plus facilement dans un contexte transfrontière. Toutefois, l'émission commune n'aura de retombées positives nettes que si les incitations à délaissier la discipline budgétaire peuvent être contrôlées. L'application du nouveau cadre de gouvernance économique déjà en vigueur, et dont la mise en place est en cours, peut être une étape importante sur la voie de l'émission commune d'obligations. La Commission déposera des propositions à la suite de l'analyse des résultats de la consultation dont fait l'objet son livre vert.

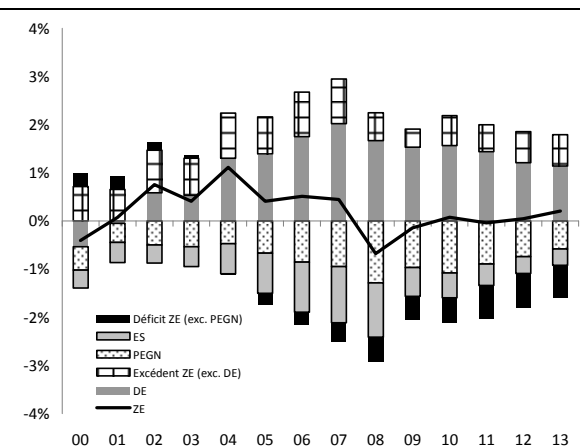
3.2. Correction des déséquilibres et renforcement de la croissance

3.2.1. Correction des déséquilibres internes dans la zone euro

L'une des caractéristiques principales des dix premières années d'existence de la zone euro a été l'accumulation progressive de déséquilibres macroéconomiques. La manifestation la plus visible de ces déséquilibres a été l'accroissement des divergences des positions extérieures. Certains États membres ont vu leur déficit courant se creuser de manière abyssale, tandis que d'autres accumulaient d'importants excédents courants² (graphique 7).

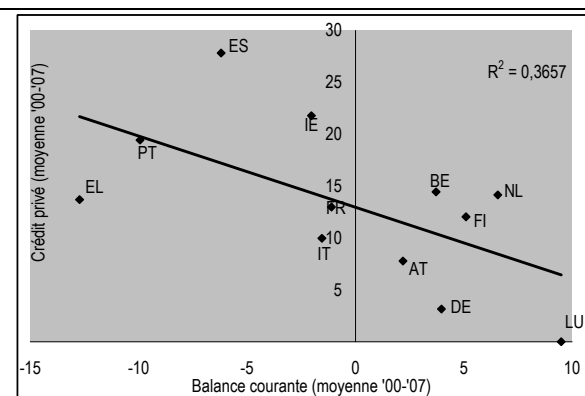
L'aggravation des déficits et excédents courants a été le corollaire des importants flux de capitaux entre les pays de la zone euro. Les entrées de capitaux ont profité essentiellement aux États membres qui ont bénéficié des retours réels sur investissement les plus élevés. Si ces flux de capitaux témoignaient en partie d'un rattrapage sain, surtout au début, ils traduisaient aussi une mauvaise appréciation généralisée du risque de crédit. Ils ont conduit à terme à une mauvaise répartition des ressources dans les économies bénéficiaires et ont fortement contribué à l'apparition de tendances macroéconomiques insoutenables. Une partie des flux de capitaux a été affectée à des fins non productives et a alimenté les fortes progressions de la demande intérieure, associées à une croissance excessive du crédit, à l'accroissement de la dette dans les secteurs public et privé et aux bulles immobilières dans certains pays de la zone euro (graphique 8).

Graphique 7. Décomposition de l'évolution de la balance courante dans la zone euro



Source: Services de la Commission

Graphique 8. Déséquilibres externes et internes avant la crise



Source: Services de la Commission

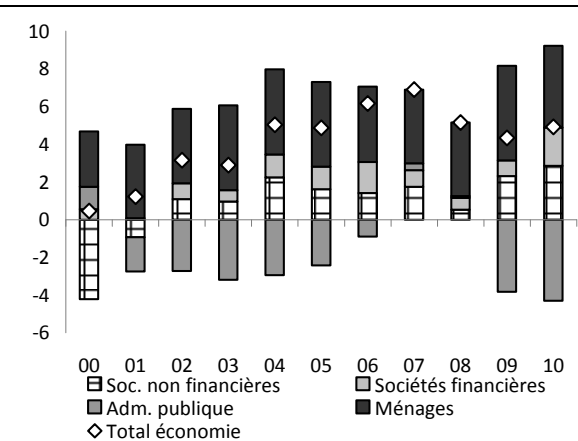
Remarque: (opérations) de crédit privé, moyenne en % du PIB, et balance courante moyenne sur la période 2000-2007.

La divergence des positions extérieures constatée par le passé dans la zone euro était essentiellement due à des évolutions différentes dans le secteur privé (graphiques 9 et 10). L'examen des capacités et des besoins de financement par secteur dans les pays à balance excédentaire ou déficitaire de la zone euro révèle que les divergences croissantes des positions extérieures avant le début de la crise sont imputables principalement au secteur privé non financier. Dans les pays à balance déficitaire, les administrations publiques affichaient un solde un peu plus négatif que dans les pays à balance excédentaire, mais elles ont moins

² Voir, par exemple, «Quarterly Report on the Euro Area», n° 1/2009, Commission européenne, et rapport intitulé «Surveillance of intra-euro area competitiveness and imbalances», dans le n° 1/2010 d'European Economy, Commission européenne.

contribué à l'apparition de déséquilibres que le secteur privé³. Toutefois, l'évolution de la situation dans le reste du secteur privé mettait en évidence des divergences croissantes: alors que l'équilibre financier du secteur privé s'est amélioré en moyenne dans les pays à balance excédentaire, il s'est progressivement dégradé dans les pays à balance déficitaire, et ce jusqu'en 2007. En moyenne, le secteur des ménages dans les pays à balance excédentaire ou déficitaire a été créancier net sur toute la période considérée, mais sa capacité de financement était beaucoup moins grande dans les pays à balance déficitaire et s'est même détériorée au cours de la période qui a précédé la crise. Les sociétés non financières étaient emprunteurs nets dans les pays à balance déficitaire, tandis qu'elles sont devenues créanciers nets dans les pays à balance excédentaire. La crise a contraint le secteur privé – ménages comme sociétés non financières – à fortement assainir ses bilans. Cette consolidation ne se limite pas nécessairement aux pays à balance déficitaire et concerne aussi les pays à balance excédentaire.

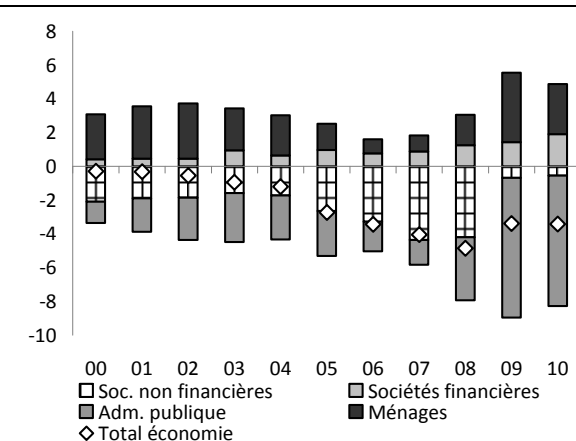
Graphique 9. Capacités et besoins de financement par secteur en % du PIB – Pays de la zone euro à balance excédentaire



Source: Eurostat

Remarque: les pays à balance excédentaire sont la Belgique, l'Allemagne, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande (sur la base de leur position extérieure moyenne entre 2000 et 2010).

Graphique 10. Capacités et besoins de financement par secteur en % du PIB – Pays de la zone euro à balance déficitaire



Source: Eurostat

Remarque: les pays à balance déficitaire sont l'Estonie, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, Malte, le Portugal, la Slovaquie et la Slovaquie (sur la base de leur position extérieure moyenne entre 2000 et 2010).

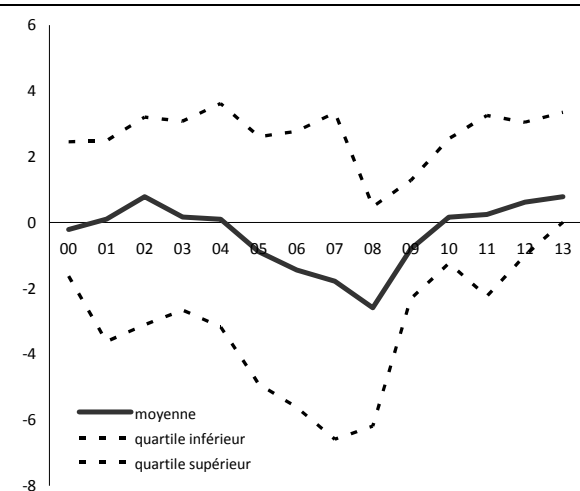
La crise a provoqué un renversement de tendance et les déséquilibres dans les balances courantes des pays de la zone euro ont été sensiblement réduits depuis. Actuellement, la dispersion des déséquilibres de balance courante a sensiblement diminué par rapport à son niveau record. Les écarts entre les soldes courants réels et la «norme» déterminée par des facteurs fondamentaux se sont considérablement réduits (graphique 11). Au cours des années qui ont précédé la crise, une majorité de pays a affiché une balance courante inférieure à ce qui pouvait être escompté sur la base des fondamentaux sous-jacents. Étant donné que l'ajustement le plus important à ce jour a été mené dans les pays à balance déficitaire, le déficit courant moyen est devenu quasiment nul et s'est mué par la suite en excédent. Si la réduction des déficits était liée en grande partie à l'atonie de la demande intérieure et des importations, il n'en reste pas moins que les pays à balance déficitaire ont entrepris

³ De plus, les capacités et besoins de financement du secteur financier étaient relativement minimes et globalement analogues, en raison du rôle d'intermédiaire des établissements financiers.

d'améliorer leurs résultats à l'exportation. Ainsi, d'après les prévisions de printemps de la Commission, ils devraient gagner plus de parts de marché à l'exportation que les pays à balance excédentaire.

Quoiqu'il soit de moins grande ampleur, un rééquilibrage est actuellement en cours dans les pays à balance excédentaire. Depuis 2007, tous les pays à balance excédentaire ont vu leur excédent se réduire comme peau de chagrin. C'est notamment le cas de l'Allemagne, où la composition de la croissance a manifestement changé au cours des dernières années. La demande intérieure est devenue le principal moteur de la croissance de la production et a progressé en 2011 d'environ 2 points de pourcentage de plus que dans la zone euro. En 2011, les coûts unitaires de la main-d'œuvre ont augmenté plus vite que la moyenne des pays de la zone euro, et les négociations salariales qui ont eu lieu récemment semblent indiquer que cette tendance va se poursuivre. C'est d'ailleurs ce que la Commission confirme, pour la période de référence, dans ses prévisions de printemps.

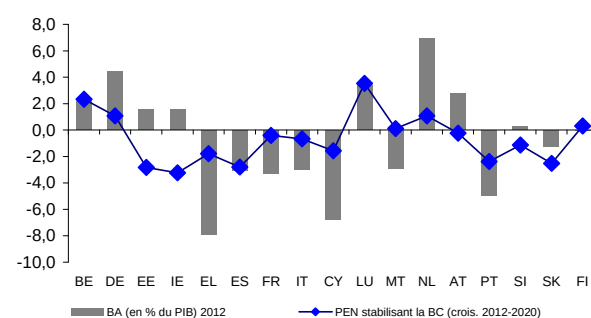
Graphique 11. Évolution des déficits courants dans la zone euro



Source: Commission européenne

Remarque: les déficits courants correspondent à la différence entre la balance courante réelle et la «norme» déterminée sur la base de la méthode de Salto et Turrini (2010).

Graphique 12. Solde réel de la balance courante (BC) et PEG stabilisant la BC (2012-2020)



Source: Commission européenne

Remarque: la position extérieure globale stabilisant la balance courant (PEG stabilisant la BC) correspond au solde courant nécessaire pour maintenir inchangé le ratio de la PEG nette au PIB sur la base des projections de croissance pour la période 2012-2020.

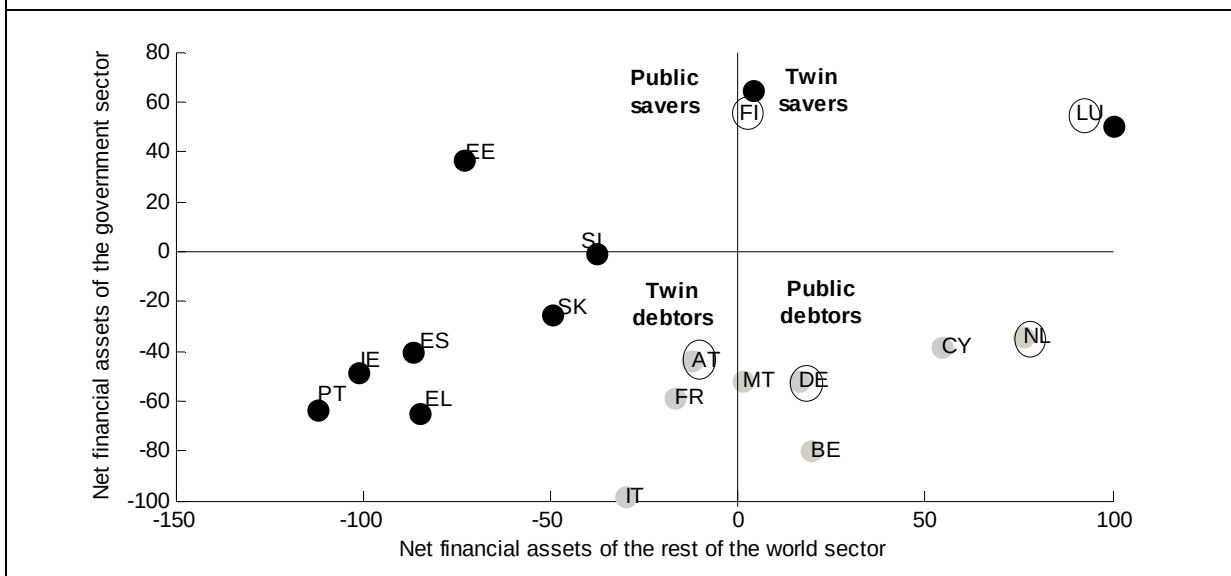
Pour la période à venir, la question principale est de savoir si la réduction des déséquilibres est de nature structurelle ou si elle se poursuivra une fois la conjoncture redevenue plus favorable. Certains éléments donnent à penser que le rééquilibrage constaté est, au moins en partie, de nature structurelle et qu'il devrait donc être relativement durable. Dans la mesure où elles traduisent une réévaluation des perspectives en matière de revenus et des primes de risque plutôt qu'une chute purement conjoncturelle de la production, les corrections opérées récemment pourraient être durables. Compte tenu du niveau élevé des passifs extérieurs dans la plupart des pays à balance déficitaire, les marchés devraient continuer au cours des prochaines années à faire pression pour que le rééquilibrage se poursuive; il est donc peu probable que s'inverse la tendance à l'ajustement des bilans. De plus, l'assainissement budgétaire étant généralement plus urgent dans les pays à balance

déficitaire, le secteur public contribuera vraisemblablement à plus long terme au rééquilibrage. Enfin, l'ajustement s'accompagne dans de nombreux pays à balance déficitaire d'une modification des prix relatifs, ce qui est une condition indispensable à la réaffectation des ressources dont les économies ont besoin.

Les pays à balance déficitaire ont procédé à un ajustement de grande ampleur, mais il semble que ceux dont le déficit courant était le plus grand ne sont pas allés au bout de l'ajustement. En dépit d'un ajustement souvent radical des flux, certains de ces pays conservent un niveau très élevé de passifs extérieurs, comme en témoigne leur position extérieure globale nette (PEGN) exprimée en pourcentage du PIB. Étant donné le niveau élevé des engagements nets et la faible dynamique de croissance, ces pays doivent encore améliorer leur balance courante, notamment en ce qui concerne la balance commerciale, en vue de réduire les ratios de la PEGN au PIB (graphique 10). Compte tenu des perspectives de croissance pour les dix années à venir, l'endettement extérieur de la Grèce, de la France, de l'Italie, de Chypre, de Malte et du Portugal continuerait d'augmenter si les déficits courants se maintenaient au niveau actuel. Cette situation n'est pas nécessairement dangereuse pour les pays dont la position extérieure est relativement favorable (la France par exemple), mais serait un frein supplémentaire pour ceux qui accusent une dette extérieure déjà élevée.

L'exigence d'une amélioration de la balance courante en vue de stabiliser ou de réduire la dette extérieure va souvent de pair avec l'exigence d'une amélioration encore plus ambitieuse de la balance commerciale. La raison en est la rémunération que ces pays doivent verser aux investisseurs étrangers (intérêts, dividendes ou autres). La balance des revenus étant liée principalement à l'encours de la dette extérieure, ces paiements sont durables par nature. Jusqu'à présent, la plus grande partie de l'ajustement dans les pays à balance déficitaire a été opérée via la balance commerciale, grâce essentiellement à la chute des importations, elle-même causée par la contraction de la demande intérieure. Pour rétablir la viabilité de leur position extérieure, des pays tels que la Grèce, l'Espagne, Chypre ou le Portugal devront remédier à leur déficit commercial (compte tenu notamment des transferts nets), l'idée étant de compenser le déficit relativement élevé de la balance des revenus. À cette fin, ils devront, notamment, améliorer sensiblement leur compétitivité de manière à récupérer les pertes subies avant la crise. Il est capital, à cet égard, de veiller à ce que l'évolution des salaires contribue au regain de compétitivité des coûts de la main-d'œuvre, ainsi que de prendre des mesures pour contrer les rigidités nominales sur les marchés de produits. Pour éviter la hausse du chômage, les mesures en faveur de l'ajustement des prix et des coûts doivent être complétées par des réformes visant à faciliter la réaffectation des ressources entre les sociétés et les secteurs. Premièrement, le travail et le capital devront être transférés des activités non marchandes, qui se sont étendues avant la crise, vers les secteurs exportateurs. Les réformes des marchés du travail selon le principe de la flexicurité sont particulièrement utiles à cette fin. L'encours important de la dette dans les pays à balance déficitaire souligne aussi l'importance de conditions de financement extérieur pour ces États membres, étant donné que l'encours important des engagements extérieurs les rend plus vulnérables aux fluctuations des coûts de financement. Des réformes structurelles qui résolvent les problèmes sous-tendant les déséquilibres, conjuguées aux mesures de rétablissement de la viabilité des finances publiques, contribueront à restaurer la confiance dans les marchés financiers et à préserver la viabilité des coûts de financement de la dette extérieure.

Graphique 13. Actif financier net dans les États membres de la zone euro, par secteur (en % du PIB), 2010



Source: Eurostat

Remarque: le solde net de l'actif financier désigne la différence entre les actifs financiers et les passifs financiers. Il est le pendant, en comptabilité nationale, de la position extérieure globale nette (PEGN) et permet d'analyser l'équilibre entre épargne et investissement du point de vue sectoriel. Le graphique décrit la situation dans les pays de la zone euro en tenant compte de trois aspects: 1) le rapport entre l'actif financier net des ménages et celui des entreprises («coefficient de couverture»), qui indique dans quelle mesure l'épargne nationale permet de financer les besoins des entreprises. La couleur claire symbolise une couverture intégrale, la couleur foncée une couverture partielle. Le postulat de départ est que, en moyenne, les entreprises sont des investisseurs nets (actif financier net négatif) et que les ménages sont des épargnants nets (actif financier net positif), tandis que les entreprises financières sont des intermédiaires (actif financier net équilibré); 2) l'actif financier net des administrations publiques, qui donne une idée du rôle que peut jouer le secteur public en complétant un déficit potentiel d'épargne dans le secteur privé (un signe négatif correspond au passif net des administrations publiques); 3) l'actif financier net de l'économie tout entière par rapport au reste du monde, qui lie la position intérieure aux besoins et capacités extérieurs des économies (un signe négatif correspond au passif extérieur net). Les pays à balance excédentaire figurent dans les cercles.

À l'inverse d'une balance courante déficitaire, une balance courante nettement excédentaire sur le long terme ne compromet ni la viabilité de la dette extérieure, ni la capacité de financement des pays concernés. La persistance d'excédents se justifie dès lors que ceux-ci résultent de facteurs exogènes, tels que la disponibilité de ressources naturelles ou la compétitivité des entreprises, ou des caractéristiques structurelles de l'économie qui déterminent l'épargne et l'investissement: les pays dont la population vieillit, par exemple, pourraient juger opportun d'épargner aujourd'hui (autrement dit de concourir à une balance courante excédentaire) pour éviter une chute de la consommation demain. Néanmoins, des excédents substantiels et persistants de la balance courante peuvent aussi être dus à des facteurs plus déterminants, liés au fonctionnement des marchés, comme le mode de répartition des ressources par le secteur financier, ou les politiques qui limitent la demande intérieure et les possibilités d'investissement, auquel cas des réformes contribuant à doper la demande intérieure et les possibilités de croissance seraient bénéfiques pour l'État membre concerné. En outre, la réduction du surcroît d'épargne intérieure par rapport aux investissements pourrait profiter aux autres pays de la zone euro, où il n'y a pas de taux de change pour réagir

aux déséquilibres persistants de la balance courante, même si l'ampleur de telles retombées sur la croissance est très incertaine.

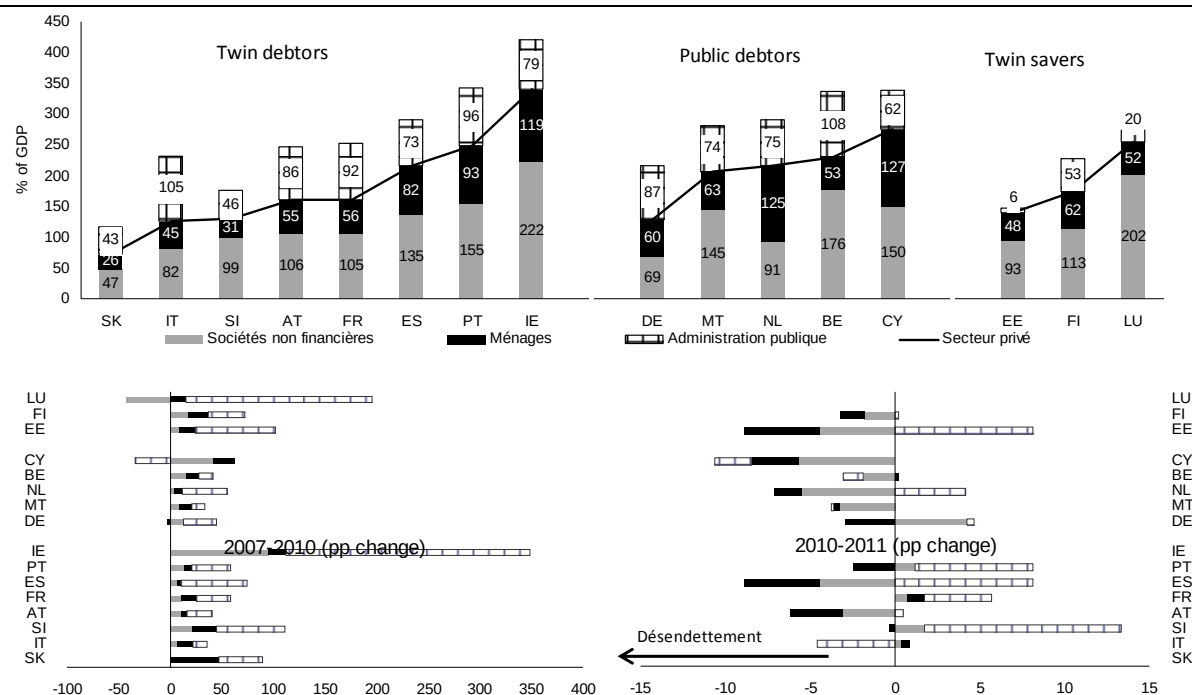
Par ailleurs, un examen plus attentif des économies à balance excédentaire permet de constater une répartition très hétérogène de leur position extérieure entre les secteurs, ce qui offre des possibilités de rééquilibrage extérieur. Une première analyse des économies de la zone euro à balance excédentaire révèle que la situation des différents secteurs dans l'économie est relativement variable (graphique 13):

- En ce qui concerne le secteur des administrations publiques, la Finlande et le Luxembourg ont présenté en 2010 un solde financier général positif (le secteur public présentait un actif supérieur au passif), résultat d'un encours de la dette relativement bas et d'un encours important d'actifs investis, qui s'explique essentiellement par les investissements de fonds de retraite. L'Autriche, l'Allemagne et les Pays-Bas ont affiché, quant à eux, un solde net du passif (ces pays ont été «débiteurs publics» nets, graphique 13), dû essentiellement à l'encours important de la dette brute (graphique 14).
- L'Autriche se distingue des autres pays à balance excédentaire en ce sens qu'elle affiche un passif général net envers le reste du monde (bien qu'il soit très limité) en dépit de l'accumulation antérieure d'excédents de la balance courante.
- L'examen de la situation dans le secteur privé révèle des similitudes entre les mêmes pays. Le secteur privé en Autriche, en Allemagne et aux Pays-Bas est le principal pourvoyeur de fonds de ces économies. En Autriche et en Allemagne, les ménages épargnent suffisamment pour compenser l'emprunt des entreprises, ce qui compense en tout ou en partie (dans le cas de l'Autriche) le passif net des administrations publiques. Aux Pays-Bas, le taux d'épargne des ménages est quasiment nul et les entreprises financent le reste de l'économie (capacités de financement). Ce coefficient de couverture (voir remarque au bas du graphique 13) est faible pour la Finlande et le Luxembourg.

Les différences sectorielles d'un pays à balance excédentaire à l'autre détermineront les modalités du rééquilibrage dans les années à venir. Ces différences de soldes financiers d'un secteur à l'autre et l'interdépendance potentielle des secteurs peuvent avoir une incidence sur le désendettement des positions extérieures. Concrètement, l'interaction entre les soldes épargne-investissement du secteur public et du secteur privé sous la pression actuelle du désendettement influencera la position extérieure dans les années à venir:

- dans les États membres à balance excédentaire qui présentent un passif net des finances publiques, l'assainissement budgétaire devrait freiner encore la croissance et exercer davantage de pressions sur la position extérieure. Le graphique 14 illustre la dette brute (non consolidée) de l'État; en 2011, cette dette dépassait les 75 % du PIB pour l'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas (rangée supérieure) et avait été accumulée essentiellement au cours des quatre années précédentes (rangée inférieure).

Graphique 14. Dette brute dans les pays de la zone euro, ventilée par secteurs



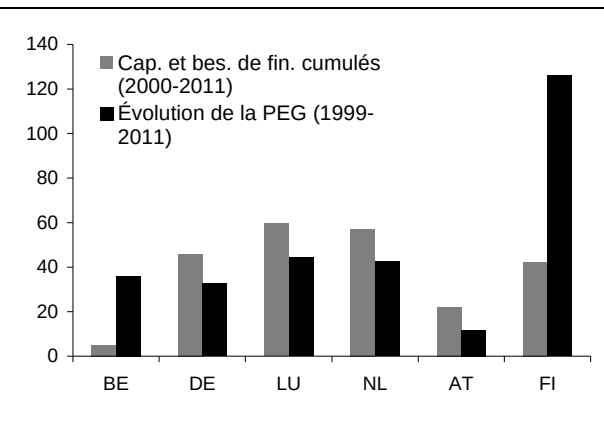
Source: Services de la Commission

Remarque: les données relatives à la dette publique illustrées par le graphique consistent en titres autres que des actions (F3) et des prêts (F4) ne sont pas consolidées de manière à correspondre aux données relatives aux secteurs privés, de sorte qu'elles diffèrent des données communiquées dans le contexte de la surveillance budgétaire de l'Union. Rangée supérieure: niveaux en 2011 (en pourcentage du PIB); rangée inférieure: évolution de 2007-2010 à 2010-2011 (en points de pourcentage du PIB). Les données de 2011 sont calculées sur la base des trois premiers trimestres; elles ne sont pas disponibles pour l'Irlande et le Luxembourg.

- Les répercussions que l'assainissement des finances publiques est susceptible d'avoir sur l'économie et sur la position extérieure dépendront de son interaction avec les pressions exercées par le désendettement privé. D'un côté, les pays où l'endettement privé est modéré (graphique 14, rangée supérieure) présentent une marge d'accroissement de la consommation et de l'investissement intérieurs pour compenser les effets de l'assainissement des finances publiques, à l'instar de l'Allemagne, qui a connu une phase de désendettement prolongée durant les dix ans qui ont précédé la crise. C'est particulièrement important lorsque les excédents de la balance courante sont portés par l'anémie de la demande privée et lorsque la stagnation de la consommation et de l'investissement intérieurs témoigne de failles dans le fonctionnement de secteurs économiques donnés, tels que les marchés de services. Dans ces circonstances, les excédents de la balance courante peuvent avoir pour corollaire des conditions de vie de la population du pays inférieures au minimum nécessaire. Les réformes structurelles qui corrigent ces failles seront déterminantes pour relancer la demande intérieure limitée et rendre les économies plus compétitives. De l'autre côté, dans les pays dont le secteur privé connaît un surendettement, comme les Pays-Bas, la pression du désendettement du secteur privé devrait s'ajouter à celle du désendettement du secteur public et les deux devraient avoir une incidence d'autant plus grande sur la croissance et entraîner davantage encore à la hausse la position extérieure.

- Enfin, les pays excédentaires qui présentent un solde net d'actifs de l'État pourraient subir des pressions moins fortes du désendettement, dès lors que l'État permet de compenser les éventuels ajustements de bilans dans le secteur privé.

Graphique 15. Capacités et besoins de financement et position extérieure globale (PEG)



Source: services de la Commission

Les pays à balance excédentaire soulèvent d'autres questions qui demandent une analyse complémentaire. Il est intéressant de constater, par exemple, que la PEN de certains pays à balance excédentaire ne s'est pas améliorée en dépit d'excédents substantiels prolongés de la balance courante. Cette situation peut être due en partie aux effets de valorisation liés à la fluctuation des taux de change et aux différences dans la composition et la valorisation des actifs et passifs étrangers, mais elle peut aussi indiquer que l'exportation de capitaux a été concentrée sur des investissements peu rentables, ce qui pose la question de l'efficacité du secteur financier à affecter les ressources aux usages

les plus productifs⁴. Par exemple, le cumul des excédents de la balance courante depuis 2000 en Allemagne, aux Pays-Bas ou en Autriche est bien supérieur à la position extérieure globale nette telle qu'elle a évolué sur la même période, bien que la période fût caractérisée par une mauvaise appréciation généralisée des risques (graphique 15).

Ainsi que l'indique l'analyse ci-dessus, il est nécessaire d'examiner en profondeur la nature, l'ampleur et l'orientation des liens entre les déficits et les excédents dans la zone euro afin de déterminer de quelle manière les pays à balance excédentaire pourraient contribuer au rééquilibrage général. La Commission entend publier une étude consacrée à cette question à l'automne 2012.

3.2.2. Des réformes structurelles pour doper la croissance et la capacité d'ajustement

Des écarts de croissance persistants, notamment s'ils sont liés à une charge de la dette élevée, posent problème dans le contexte d'une union monétaire. Les prévisions économiques du printemps réalisées par la Commission révèlent la persistance d'écarts de croissance, des États membres en cours d'ajustement étant à la traîne. Or l'ajustement est susceptible de se poursuivre au-delà de l'horizon couvert par les prévisions actuelles, créant le risque d'une persistance des écarts de croissance. Cette situation pose problème dans une union monétaire, a fortiori si les pays à faible croissance sont très endettés, dans la mesure où les taux d'intérêt réels qui leur sont applicables sont plus élevés, ce qui accentue le problème de la dette.

Le défaut de croissance résultant du désendettement ne fait qu'aggraver les problèmes posés de longue date par le faible potentiel de croissance dans la zone euro. Le potentiel de croissance de la zone euro était déjà relativement faible avant la crise, laquelle a amplifié considérablement les tendances. On table sur des taux de croissance potentiels de 0,8 % à moyen terme, contre des taux d'environ 2¼ % au début des années 2000. Cette révision à la

⁴ Bien que rien n'indique que la structure des systèmes financiers des pays à balance excédentaire persistante permet une moins bonne affectation du capital que la structure de ceux des pays à balance déficitaire persistante.

baisse traduit une détérioration considérable du bilan économique de la zone euro sur une période relativement courte. Elle s'explique essentiellement par la forte pression à la baisse sur la croissance de la productivité totale des facteurs, qui est due en grande partie à la diminution des taux de croissance du capital humain et du capital de connaissances.

La zone euro tout entière doit donc relever un double défi: rééquilibrer et renforcer la croissance à moyen et à long terme. La croissance doit être rétablie à moyen terme déjà, car sans elle, le désendettement et le rééquilibrage seraient bien plus ardues. Il convient, parallèlement, d'encadrer avec soin le désendettement dans les différents secteurs de manière à en contrôler les répercussions négatives sur la croissance et à éviter toute incidence préjudiciable. Bien que les pays en déficit soient les plus touchés et soient donc prioritaires, il convient de garder à l'esprit les risques qui pèsent sur la zone euro tout entière, risques découlant de la persistance d'écarts de croissance et de déséquilibres.

Des réformes structurelles qui améliorent le caractère concurrentiel et la souplesse des marchés peuvent favoriser la croissance et faciliter l'ajustement. Dans certains pays, l'épargne privée est en hausse tandis que les investissements sont limités en raison d'obstacles réglementaires de taille dans certains secteurs. Cette épargne supplémentaire peut être débloquée en faveur d'investissements et, partant, de la croissance, grâce à des politiques de libéralisation consistant à faciliter les échanges avec les secteurs fermés. Des marchés plus concurrentiels améliorent la capacité d'ajustement, autrement dit facilitent la réaffectation des facteurs de production entre les secteurs – notamment des secteurs non marchands vers les secteurs marchands – et renforcent la compétitivité, notamment des prix. Il convient, à cette fin, de privilégier les dépenses publiques productives, sans préjudice de la nécessité d'un assainissement budgétaire. Les réformes du mécanisme de fixation des salaires pourraient permettre de mieux ajuster ceux-ci à l'évolution de la productivité et offrir une plus grande marge d'ajustement des salaires réels. Des modifications de la législation sur la protection du travail pourraient contribuer à accélérer la réaffectation des ressources entre les secteurs et, ainsi, permettre la poursuite de l'ajustement dans les pays dont la balance courante est nettement déficitaire. La réduction de la pression fiscale sur le travail et des politiques efficaces de l'emploi et de mise à l'emploi peuvent stimuler la création d'emplois, compte tenu, notamment, des risques de hausse du chômage de longue durée.

Pacte pour l'euro plus – Évaluation de la suite donnée aux engagements

Au début de 2011, les États membres de la zone euro, ainsi que la Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie ont adopté le pacte pour l'euro plus. Dans le cadre de ce pacte, les États membres se sont engagés à mener des réformes en vue de réaliser les quatre chantiers suivants: favoriser la compétitivité, favoriser l'emploi, contribuer à la viabilité des finances publiques et renforcer la stabilité financière. Ils ont admis la nécessité d'une coordination pragmatique des politiques fiscales aux fins d'une meilleure coordination de la politique économique, et se sont engagés à mener des débats structurés sur les questions de politique fiscale. Les réformes auxquelles les États membres participants se sont engagés figurent dans leurs programmes de stabilité ou de convergence et programmes nationaux de réforme.

En 2011, les États membres ont pris de nombreux engagements dans les domaines d'action recensés dans le pacte, mais la suite donnée à ceux-ci varie considérablement d'un État membre et d'un domaine d'action à l'autre. Seuls quelques États membres ont honoré tous leurs engagements. Dans de nombreux cas, l'exécutif avait déposé les propositions législatives nécessaires, mais l'adoption des actes législatifs a été reportée, pour cause d'examen par le parlement national ou de discussions avec les partenaires sociaux, par exemple.

Les progrès les plus marquants concernent les réformes visant à favoriser la compétitivité et, notamment, à améliorer le climat des affaires. Les États membres ont simplifié les démarches administratives imposées aux entreprises et ont introduit de nouveaux services. La plupart des États membres ont honoré leurs engagements en faveur de l'enseignement et de l'innovation, comme leur engagement à accroître le financement des universités et centres de recherche, par exemple. L'amélioration du jeu de la concurrence dans les services et la révision des mécanismes de fixation des salaires (dans les secteurs privé et public) ont moins bien progressé.

Les États membres ont aussi adopté des réformes visant à accroître le taux d'emploi et à réduire la pression fiscale sur le travail. Les mesures prises en faveur de l'apprentissage tout au long de la vie et contre le travail non déclaré sont moins nombreuses.

Les États membres ont honoré leurs engagements en faveur de la viabilité des finances publiques et ont déposé des propositions législatives relatives aux systèmes de retraite et aux règles budgétaires nationales. Dans de nombreux cas toutefois, l'adoption de nouveaux textes de loi a été reportée, ce qui en retarde d'autant la mise en application. Les États membres qui devaient ramener leur déficit ou leur dette sous un certain seuil sont parvenus à honorer leurs engagements.

Le bilan des réformes du secteur financier est quelque peu mitigé, seuls quelques États membres ayant accru l'efficacité de la réglementation et de la surveillance de ce secteur. Par ailleurs, les États membres ont préservé la stabilité par des mesures visant à diversifier la structure de l'économie.

Le Conseil européen de mars 2012 a invité les États membres à inscrire dans leurs programmes nationaux de réforme et leurs programmes de stabilité ou de convergence des engagements supplémentaires axés sur un nombre limité de réformes essentielles et mesurables à mener dans les délais pour réaliser les objectifs du pacte. Plusieurs États membres ont répondu à l'invitation et ont présenté de nouveaux engagements.

Les nouveaux engagements sont utiles à la concrétisation des objectifs du pacte. La plupart concernent des réformes mesurables à mener dans les délais, assorties d'objectifs clairs à atteindre dans les douze prochains mois. Dans de nombreux cas, les États membres ont également indiqué les coûts escomptés et les avantages de leurs mesures. Il reste que les mesures sont souvent liées à des projets déjà en cours.

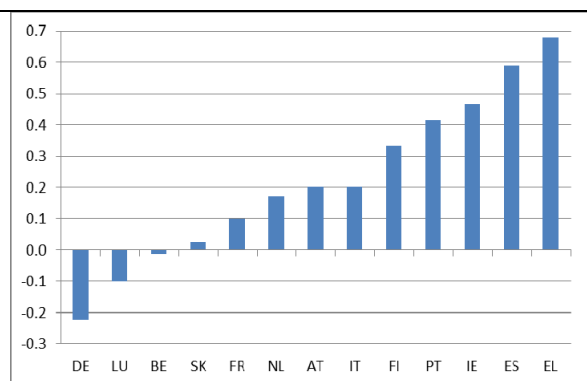
Ainsi qu'il est indiqué dans le pacte, la Commission continuera de suivre la concrétisation des engagements dans le cadre du semestre européen. Elle rendra compte des progrès dans ses documents de travail des services sur les évaluations par pays au printemps prochain.

Le contexte actuel de faible croissance, de problèmes budgétaires et de tensions sociales demande le maintien de la dynamique des réformes. Tout en poursuivant l'assainissement propice à la croissance et en hiérarchisant les mesures telles que les investissements dans les compétences, il convient d'accorder la priorité aux réformes qui i) ont des retombées positives à court et à moyen termes sur la croissance et ii) n'entraînent pas de dépenses importantes. La plupart des réformes de la réglementation remplissent ces critères: l'ouverture de secteurs trop réglementés n'entraîne pas de dépenses supplémentaires, ni, d'ailleurs, les réformes visant à améliorer le climat des affaires, ainsi que la plupart des réformes du marché du travail – telles que les réformes des systèmes de négociation salariale, de protection de l'emploi et d'amélioration des mesures d'incitation à l'emploi. Ces réformes auront d'autant plus d'effets sur la productivité qu'elles seront accompagnées de politiques de mise à l'emploi et de politiques d'amélioration des compétences. Dans le même ordre d'idées, les réformes des systèmes de retraite ont des retombées positives à la fois sur les finances publiques et sur la croissance en ce sens qu'elles réduisent la dette publique implicite et accroissent la viabilité des finances publiques tout en augmentant l'offre de main-d'œuvre, même si les effets ne sont pas visibles à court terme mais à plus longue échéance. Par ailleurs, compte tenu des défis

particuliers auxquels les États membres de la zone euro sont confrontés, ceux-ci devraient aller plus loin dans la mise en œuvre des outils dont l'Union dispose, tels que le marché unique et la directive sur les services. Ces réformes ont un coût budgétaire limité, mais on ne saurait pour autant en sous-estimer le coût politique. C'est pourquoi, plutôt que de renoncer aux réformes, il convient d'en répartir la charge sur la population de manière appropriée, en veillant à leurs conséquences sur la pauvreté, sachant que la crise a frappé de manière disproportionnée ceux qui se trouvaient déjà dans une situation vulnérable.

La politique monétaire commune et les effets de contagion importants entre pays demandent une meilleure coordination des réformes structurelles dans la zone euro. Les réformes structurelles sont cruciales dans une union monétaire, où, du fait de l'absence d'instrument national de politique monétaire et de taux de change fixes, la plus grande partie de l'ajustement doit se faire par les marchés. En outre, compte tenu des effets de contagion importants dans la zone euro, une coordination étroite – par exemple sous la forme d'un examen ex ante des plans d'action, qui pourraient avoir des effets de contagion d'envergure – est nécessaire pour induire comme il se doit une plus grande incidence externe des réformes.

Graphique 16. Évolution de la réactivité aux recommandations d'Objectif croissance de l'OCDE, pays de la zone euro membres de l'OCDE



Source: *Objectif croissance* de l'OCDE

Ces douze derniers mois, les réformes structurelles dans la zone euro ont progressé dans un contexte de forte pression des marchés (graphique 16). Les pays bénéficiant d'un programme et quelques pays vulnérables ont introduit des réformes ambitieuses, notamment des marchés du travail, des marchés financiers, des secteurs des services professionnels et des services de réseaux et leurs cadres généraux en matière de concurrence. Dans d'autres pays en revanche, le rythme des réformes a été lent. Dans un certain nombre de pays (Belgique, Chypre, Espagne, Italie, Grèce, Irlande et Luxembourg), les réformes du marché du travail récemment engagées ou adoptées, notamment des mécanismes de

fixation des salaires, sont des étapes importantes sur la voie d'une adaptation renforcée et plus équilibrée des marchés du travail aux bouleversements. Les grandes réformes en cours ou prévues devront être transposées dans la loi et menées à bien, et devront être suivies de mesures complémentaires si nécessaire. Il reste que des modifications du système fiscal ont accru dernièrement la pression fiscale sur le travail dans plusieurs États membres de la zone euro (Autriche, Espagne et France). Quelques États membres de la zone euro ont augmenté les dépenses en recherche et développement (Italie) ou dans le secteur de l'éducation (Allemagne), mais il ne s'agit pas d'une tendance générale. Seuls quelques États membres ont engagé des réformes visant à améliorer le jeu de la concurrence dans le commerce de détail (Italie et Irlande) ou à supprimer les restrictions injustifiées à la prestation des services professionnels (Italie, Irlande, Portugal et Grèce), tandis que dans d'autres États membres, qui ont fait l'objet de recommandations sur le sujet l'année dernière, les réformes engagées ont subi un coup d'arrêt ou ont manqué d'ambition.

L'application de la directive sur les services aux fins du marché unique a relativement bien progressé, même si les progrès sont inégaux. La mise en application de la directive sur les services a progressé, ce qui mérite d'être souligné. En général, les États membres de la zone euro qui présentaient des obstacles de taille à la création d'un marché unique des

services avant l'adoption de la directive ont considérablement réduit ces obstacles. Certains (Espagne et Slovaquie) semblent avoir particulièrement bien avancé, mais d'autres (Autriche et Malte) se sont montrés manifestement moins appliqués.

4. RENFORCER LA COORDINATION DES POLITIQUES DANS LA ZONE EURO

4.1. La crise a fait apparaître des lacunes dans la gouvernance de la zone euro

La flexibilité économique est reconnue depuis longtemps comme un vecteur d'ajustement essentiel dans l'UEM. L'architecture d'origine de l'UEM combinait une politique monétaire unique et supranationale et des politiques économiques nationales coordonnées à l'échelon de l'Union européenne. Historiquement, il n'existait aucun précédent d'une telle construction qui aurait pu permettre de juger de son bien-fondé. D'après la littérature universitaire sur les zones monétaires optimales, le degré d'exposition d'une région à des chocs macroéconomiques asymétriques et sa capacité à les absorber grâce à la flexibilité économique constitueraient deux facteurs déterminants pour sa viabilité. La flexibilité économique dans les différents États membres est généralement restée faible depuis le lancement de l'euro, alors que la crise a montré qu'une union monétaire peut parfois mettre la capacité d'ajustement à plus rude épreuve que cela n'était pressenti à l'origine.

Les marchés n'ont pas réussi à susciter une discipline suffisante durant les dix premières années de l'UEM. Au niveau mondial, les taux d'intérêt nominaux ont reculé et les primes de risque spécifiques aux différents pays se sont pour ainsi dire évaporées, incitant à une prise de risque encore plus importante. Dans la zone euro, cette tendance a été accentuée tout d'abord par l'élimination du risque de change entre États membres. Ensuite, la BCE fixe des taux directeurs qui, en termes nominaux, sont identiques pour l'ensemble de la zone euro, alors que les écarts d'inflation entre les États membres sont restés considérables. Cela a entraîné des disparités importantes dans les taux d'intérêt réels, conduisant à des afflux de capitaux qui, à leur tour, ont mené à une envolée des prix des actifs et à une surestimation de la solidité des résultats macroéconomiques.

En raison de faiblesses en matière de surveillance macroéconomique et d'application, tant au niveau de l'UE que des États membres, la mauvaise affectation des ressources et les déséquilibres macrofinanciers qui en ont résulté n'ont pas été décelés suffisamment tôt et n'ont pas été traités de manière appropriée par les responsables politiques. Les bons résultats macroéconomiques apparents enregistrés dans la zone euro avant la crise ont occulté les problèmes structurels sous-jacents existant dans les finances publiques et les fondamentaux macroéconomiques⁵. Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a fait l'objet d'une mise en œuvre peu rigoureuse au niveau du Conseil. En outre, l'analyse, la conception et la conduite de la politique économique sont restées cloisonnées et n'ont pas suffisamment pris en compte l'interaction entre les questions budgétaires et les déséquilibres macroéconomiques plus larges (envolée des prix des actifs, évolution de la compétitivité et de l'endettement extérieur). La surveillance n'a pas assez couvert les aspects non budgétaires, ce qui a permis aux déséquilibres macroéconomiques de s'accroître de manière incontrôlée.

La dynamique du passage d'un équilibre sain à un équilibre vicié au cours de la crise s'est accélérée du fait des répercussions transfrontières. Les investisseurs semblent avoir considéré que les difficultés rencontrées par un État pour emprunter sur les marchés conduiraient à des restrictions équivalentes d'accès aux marchés des obligations souveraines pour les pays avec lesquels il avait des liens économiques et financiers. Aux débuts de la crise, ces effets de contagion transfrontière ont été amplifiés par l'absence de mécanismes de soutien financier appropriés. Les répercussions négatives observées n'étaient cependant pas

⁵ Même les réformes du Pacte de stabilité et de croissance entreprises en 2005 dans le but de mieux prendre en compte les conditions conjoncturelles ont été caractérisées par des difficultés conceptuelles à distinguer de manière adéquate la croissance tendancielle et le cycle économique.

toutes liées à la spéculation pure ou à la confiance. Eu égard aux liens commerciaux forts existant dans la zone euro, les effets négatifs sur la croissance résultant du recul de la demande globale dans un pays donné se sont propagés à ses partenaires commerciaux par le biais d'une baisse des importations. De plus, l'intégration financière plus poussée dans la zone euro suite à l'instauration de l'UEM s'est traduite par une exposition réciproque accrue des États membres, une détérioration de la situation dans un État membre entraînant alors une montée des risques pour les économies partenaires de la zone euro.

4.2. La réforme de la gouvernance économique dans la zone euro

Depuis que la crise a éclaté, l'UE et la zone euro se sont engagées dans un processus de renforcement général de leur gouvernance économique. Les réformes déjà mises en place et celles qui sont encore en projet visent à remédier aux lacunes constatées dans la surveillance des politiques économiques en intégrant un volet «surveillance» dans tous les domaines politiques, en donnant des orientations politiques en temps utile afin qu'elles aient un impact sur l'élaboration des politiques nationales, en utilisant des mesures incitatives plus fortes et en élargissant la surveillance pour qu'elle englobe les déséquilibres macroéconomiques. Des mécanismes de mise en application ont été introduits spécifiquement pour la zone euro.

Le semestre européen intègre la surveillance des politiques économiques couvertes par la stratégie Europe 2020 ainsi que les volets préventifs du Pacte de stabilité et de croissance et de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques et apporte des orientations politiques aux États membres avant qu'ils ne finalisent leurs budgets et leurs plans de réformes économiques. Cette nouvelle approche de surveillance intégrée, qui est au cœur du semestre européen, garantit une évaluation plus complète dans l'ensemble des politiques macroéconomiques, structurelles et relatives à l'emploi. Elle a conduit, entre autres, à une analyse plus systématique des risques que représente pour la politique budgétaire l'accumulation de déséquilibres macroéconomiques, tels que les bulles immobilières ou la croissance excessive du crédit. Elle offre également un cadre permettant une coordination renforcée et une surveillance multilatérale des politiques sociales et de l'emploi.

La surveillance et la coordination des politiques budgétaires ont été radicalement renforcées. Le paquet de six actes législatifs relatifs à la gouvernance économique («six-pack») a renforcé à la fois le volet préventif et le volet correctif du PSC. Il définit de manière quantitative ce qu'est un «écart important» par rapport à l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) ou par rapport à la trajectoire d'ajustement devant conduire à la réalisation de cet objectif. Il permet également de donner une expression concrète au critère de la dette prévu dans la procédure de déficit excessif en établissant une valeur de référence numérique. Un élément novateur essentiel est le vote à la majorité qualifiée inversée pour les décisions du Conseil portant sur la plupart des sanctions. Enfin, ce paquet législatif établit des exigences minimales pour l'ensemble des principaux aspects des cadres budgétaires au niveau national.

Un nouveau renforcement de la surveillance budgétaire est en préparation. La proposition de règlement 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 complète ce «six-pack». Elle vise à mieux synchroniser les étapes clés de la préparation des budgets nationaux et à garantir des normes de qualité minimales dans les processus budgétaires nationaux. La proposition renforce encore la surveillance budgétaire «ex ante» et veille à ce que les recommandations de l'UE soient dûment prises en compte lors de l'élaboration des budgets nationaux. Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire (TSCG), signé par les États

membres de la zone euro ainsi que par huit autres États membres, contient des engagements en faveur d'un nouveau renforcement de la surveillance budgétaire et économique. Dans le TSCG, les parties contractantes se sont notamment engagées à inscrire dans leur législation nationale des règles en matière d'équilibre budgétaire en termes structurels, complétées par un mécanisme de correction automatique en cas d'écart important.

La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques a institué une surveillance économique systématique dans tous les domaines susceptibles de voir se développer des déséquilibres préjudiciables. Grâce à un suivi systématique et à des recommandations préventives, elle réduira le risque d'une accumulation de déséquilibres macroéconomiques. Lorsque des risques plus importants sont constatés, la possibilité d'infliger des sanctions en cas de non-respect constitue une forte incitation à appliquer les recommandations en matière politique. Dans son premier rapport sur le mécanisme d'alerte⁶, la Commission a recensé sept États membres de la zone euro (ainsi que cinq États membres ne participant pas à la zone euro) susceptibles d'être touchés par des déséquilibres macroéconomiques préjudiciables, tels que l'affaiblissement de la compétitivité, un niveau élevé d'endettement ou la correction de bulles spéculatives. Ces États membres ont fait l'objet de bilans approfondis⁷ ayant pour objectif de déterminer plus précisément la nature des déséquilibres.

Les bilans approfondis ont confirmé que sept États membres de la zone euro sont confrontés à des déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une action stratégique. L'analyse a mis en évidence des déséquilibres macroéconomiques dans sept pays de la zone euro; ces déséquilibres n'ont toutefois pas un caractère excessif. Les bilans ont confirmé que l'ajustement suit son cours, comme le montrent la réduction des déficits des balances courantes, la diminution des flux de crédit ou la correction des prix de l'immobilier. Les déséquilibres accumulés représentent néanmoins un redoutable défi pour de nombreux États membres de la zone euro. L'endettement extérieur, privé et public, a atteint un tel niveau qu'il devient urgent d'amorcer un désendettement, ce qui risque d'avoir un effet délétère sur la croissance dans les années à venir. Les résultats de l'analyse font clairement apparaître la grande diversité des situations dans lesquelles se trouvent ces États membres de la zone euro et, partant, la nécessité d'adopter une approche différenciée, par pays.

Le nouveau cadre pour la surveillance financière de l'UE a déjà montré son utilité en s'attaquant au cloisonnement des systèmes de surveillance nationaux. Une nouvelle architecture de surveillance pour l'UE est devenue opérationnelle en janvier 2011. Sa principale innovation est l'institution du comité européen du risque systémique qui a pour objectif de fournir un aperçu global au niveau européen de l'analyse macroprudentielle des risques. Elle renforce l'efficacité des mécanismes d'alerte rapide en améliorant l'interaction entre l'analyse microprudentielle et l'analyse macroprudentielle et en faisant en sorte que les analyses de risques donnent lieu à des mesures prises par les autorités compétentes. Grâce à la création de trois autorités de surveillance européennes⁸, la réforme a conduit aussi à une meilleure coordination entre les autorités de surveillance nationales, y compris à des décisions contraignantes les obligeant à prendre des mesures si nécessaire, ainsi qu'à un engagement plus déterminé à travailler à la création d'un corpus de règles commun en élaborant des normes techniques dans les domaines définis par la législation. La nouvelle structure contribue également à un échange plus complet d'informations et de points de vue à un stade plus précoce.

⁶ COM(2012) 68 final du 14.2.2012.

⁷ SEC(2012) 150-161.

⁸ L'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des valeurs mobilières.

L'institution de mécanismes de stabilité financière robustes dans la zone euro a également constitué un grand pas en avant dans la gouvernance de la zone euro. La création du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et du Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) en mai 2010 a permis de combler cette lacune dans la structure institutionnelle de la zone euro. Cependant, ces deux éléments du filet de sécurité européen n'ont qu'un caractère temporaire et un Mécanisme européen de stabilité (MES) permanent sera établi à compter du 1^{er} juillet 2012. À la fin du mois de mars 2012, le plafond cumulé de la capacité de prêt du MES et du FESF a été relevé à 700 milliards d'euros, qui, ajoutés aux fonds mis à disposition par le MESF et au prêt à la Grèce, portent la capacité de prêt totale à 800 milliards d'euros.

Des mécanismes performants en matière de prise de décision sont cruciaux pour mettre en œuvre efficacement le cadre de surveillance renforcé pour la zone euro. L'Eurogroupe et le sommet de la zone euro ont une responsabilité particulière à cet égard. Le sommet de la zone euro qui s'est tenu en octobre 2011 a déjà pris les premières décisions afin de renforcer la structure décisionnelle de l'Eurogroupe: certaines d'entre elles ont déjà été mises en application, notamment l'organisation de sommets réguliers de la zone euro sous l'égide d'un président permanent et la création d'une présidence permanente pour le groupe de travail «Eurogroupe».

Des réformes supplémentaires de la gouvernance économique peuvent être envisagées à l'avenir afin de compléter la structure institutionnelle de l'UEM. Les changements intervenus jusqu'ici ont porté sur des aspects traditionnellement liés à la souveraineté nationale. Dans certains cas, la marge de manœuvre laissée par le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne semble avoir été épuisée. Cependant, la question de savoir si une coordination renforcée des politiques économiques sera suffisante ou s'il convient de s'orienter vers une plus grande intégration de l'élaboration de la politique économique reste posée. L'expérience de la crise a souligné l'importance de ce point. À moyen terme, la dynamique en faveur d'une plus grande intégration au sein de l'Union monétaire pourrait prendre de l'ampleur, en particulier si les retombées positives des changements intervenus récemment en matière de gouvernance renforcent l'assurance des partenaires de la zone euro et leur confiance réciproque.

	Croissance et emploi						Compétitivité								Finances publiques						Stabilité financière			
	PIB par habitant en SPA	Prévision de croissance du PIB	Taux d'emploi	Chômage de longue durée*	Chômage des jeunes (<25 ans)*	Taux d'activité *	Coûts salariaux unitaires nominaux*			Rémunération nominale par salarié*		Balance des opérations courantes*	Part de marché des exportations (biens + services)*	Dette publique*	Situation budgétaire des administrations publiques*	Charge fiscale globale	Indicateur de durabilité (S2)*	Âge moyen de sortie du marché du travail*	Espérance de vie*	Endettement privé*	Prêts non productifs	Écart du taux d'intérêt à long terme par rapport à l'Allemagne	Rendement des capitaux propres	
							Em. de l'économie	Services	Industrie manuf.	Secteur public	Secteur privé													
	Niveau, UE-27=100	Taux de variation annuel	Groupe d'âge 15-64 ans	en % de la population active		en %	Taux de variation annuel																	en % du PIB
	2010	2012	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2010	2011	juin 2011	Mars 2012	juin 2011	
BE	119	0,0	61,9	3,5	18,7	66,7	2,7	3,0	-1,4	3,5	3,2	2,1	5,0	98,0	-3,7	45,7	7,5	61,6	23,6	242	4,1	1,7	6,9	
DE	118	0,7	72,5	2,8	8,6	77,2	1,4	2,0	-2,1	3,2	2,8	5,3	5,2	81,2	-1,0	40,0	1,8	62,2	23,5	129	2,5	:	9,1	
EE	64	1,6	65,1	7,1	22,3	74,7	0,8	5,0	-8,9	3,9	0,0	5,1	7,4	6,0	1,0	33,2	2,1	62,6	20,9	142	8,9	:	25,8	
IE	128	0,5	59,2	8,6	29,4	69,4	-4,1	:	:	:	:	-3,5	4,6	108,2	-13,1	30,0	6,7	64,1	23,9	287	11,6	5,1	-2,5	
EL	90	-4,7	55,6	8,8	44,4	67,7	-3,0	-0,9	-5,1	-4,6	-4,3	-9,9	4,9	165,3	-9,1	33,7	2,1	61,5	23,6	125	8,8	17,2	-43,5	
ES	100	-1,8	57,7	9,0	46,4	73,7	-1,9	-0,1	-3,6	-0,7	1,5	-3,4	4,2	68,5	-8,5	32,6	4,3	62,3	25,0	216	4,6	3,3	8,1	
FR	108	0,5	63,8	4,0	22,9	70,4	1,8	:	:	:	:	-2,7	4,9	85,8	-5,2	45,5	2,2	60,0	25,4	160	4,4	1,1	9,0	
IT	101	-1,4	56,9	4,4	29,1	62,2	1,0	1,3	2,8	0,2	2,2	-3,1	5,4	120,1	-3,9	42,3	-2,8	60,1	24,6	126	8,8	3,2	4,3	
CY	99	-0,8	68,1	1,6	22,4	74,0	2,0	0,8	0,7	1,2	1,4	-10,7	7,4	71,6	-6,3	36,2	5,5	62,8	23,8	:	7,6	5,2	-3,8	
LU	271	1,1	64,6	1,4	15,6	67,9	3,2	4,7	-3,4	1,8	1,8	7,1	4,2	18,2	-0,6	37,9	9,8	59,4	23,8	:	0,4	0,2	9,3	
MT	83	1,2	57,6	3,0	13,7	61,6	0,8	:	:	0,2	0,2	-1,4	4,4	72,0	-2,7	35,3	6,1	60,3	24,1	214	1,6	2,5	5,8	
NL	133	-0,9	74,9	1,5	7,6	78,4	0,7	1,5	-2,5	0,8	1,9	7,2	5,2	65,2	-4,7	38,8	7,9	63,5	23,6	:	2,2	0,4	7,3	
AT	126	0,8	72,1	1,1	8,3	75,3	1,3	3,4	-4,5	3,7	3,0	1,8	5,9	72,2	-2,6	43,6	3,7	60,9	23,8	161	4,0	1,0	7,8	
PT	80	-3,3	64,2	6,2	30,1	74,1	-0,8	:	:	:	:	-5,0	3,9	107,8	-4,2	36,1	-1,2	62,6	23,1	249	3,1	11,2	4,6	
SI	85	-1,4	64,4	3,6	15,7	70,3	0,4	0,4	-0,8	0,0	2,0	-1,4	5,5	47,6	-6,4	38,1	7,5	59,8	23,1	131	12,1	3,3	1,7	
SK	74	1,8	59,5	9,2	33,2	68,9	-0,6	4,5	-7,6	-0,9	2,9	2,1	6,2	43,3	-4,8	29,0	8,6	58,8	19,9	76	3,9	3,1	15,1	
FI	115	0,8	69,0	1,7	20,1	74,9	1,0	1,1	0,7	0,5	4,0	-0,3	7,7	48,6	-0,5	42,8	4,9	61,7	23,7	174	0,9	0,5	8,2	
ZE	108	-0,3	64,2	4,6	20,8	71,5	0,8	:	:	:	:	0,2	5,1	88,0	-4,1	40,5	2,4	61,2	24,0	:	:	2,2	:	
UE	100	0,0	64,3	4,1	21,4	71,2	0,9	:	:	:	:	0,1	5,2	83,0	-4,5	39,9	2,9	61,4	23,2	:	:	2,0	:	

* Variables indiquées dans le texte relatif au pacte pour l'euro plus figurant dans les conclusions du Conseil européen de mars 2011.
Note: les prévisions sont tirées des prévisions du printemps 2012 de la Commission.
Sources: services de la Commission, Eurostat, BCE.