



Bruxelles, le 26.2.2015
SWD(2015) 20 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

**Rapport sur la
ZONE EURO**

{COM(2015) 85 final}

Le présent document est un document de travail des services de la Commission. Il ne constitue pas la position officielle de la Commission et n'en préjuge aucunement.

TABLE DES MATIERES

Synthèse	2
1. Contexte: situation et perspectives économiques pour la zone euro.....	4
2. Problèmes structurels	6
2.1. Politique de réforme structurelle.....	6
2.2. Politique budgétaire	15
2.3. Politique concernant le secteur financier	21

SYNTHESE

La zone euro poursuit sa reprise. Cette année, pour la première fois depuis 2007, il est prévu que toutes les économies qui la composent enregistrent une croissance de leur PIB. Cette croissance devrait être favorisée par les mesures décisives qui ont été prises et par la baisse des prix du pétrole brut; cependant, la reprise économique est freinée par l'atonie persistante des tendances de croissance, ainsi que par le legs de la crise économique et financière récente, à savoir notamment le rééquilibrage extérieur, la dette publique et privée élevée et les pressions au désendettement qui s'ensuivent, le haut niveau du chômage et le bas niveau de la confiance, ainsi qu'une faiblesse persistante de l'investissement. Il est nécessaire d'agir à nouveau avec détermination pour surmonter définitivement ces difficultés.

La crise récente a démontré que dans la zone euro, les chocs pouvaient se transmettre d'un pays à l'autre avec force et rapidité. Les liens étroits entre les économies de la zone euro font que les politiques macroéconomiques peuvent avoir des répercussions significatives au travers des échanges commerciaux et des circuits financiers, et que les choix nationaux ont des implications pour le reste de la zone euro. La crise a attiré notre attention sur les retombées et boucles de rétroaction négatives, mais il est tout autant possible de créer une dynamique positive, d'enclencher des cercles vertueux et de renforcer les synergies en encourageant des choix politiques coordonnés et cohérents dans tous les États membres. Les économies de la zone euro se trouvent à des stades différents de leur processus d'ajustement, et les États membres les plus touchés par la crise voient leur capacité de contribution à la croissance de la zone euro limitée par les défis auxquels ils sont confrontés. L'ampleur des déséquilibres avant la crise, la position conjoncturelle et la marge de manœuvre budgétaire disponible sont très variables d'un État membre à l'autre. L'orientation de la politique budgétaire au niveau de la zone euro devrait favoriser la croissance sans compromettre les progrès accomplis en matière de rééquilibrage. Dans de nombreuses économies de la zone euro, le processus de désendettement est loin d'être achevé. Le potentiel de croissance de la zone euro à moyen et long terme dépendra maintenant de la bonne mise en œuvre des réformes.

Des mesures importantes ont déjà été prises l'année dernière, avec le lancement du plan d'investissement de la Commission, les décisions de politique monétaire de la Banque centrale européenne et les avancées majeures dans la mise en place d'une Union bancaire.

L'Eurogroupe joue un rôle de plus en plus actif dans l'élaboration de réponses politiques coordonnées, la construction d'une vision commune des défis et le renforcement de la confiance des principales parties prenantes de la zone euro. Toutefois, la mise en œuvre des recommandations visant la zone euro dans son ensemble et de celles adressées individuellement à chaque État membre est encore incomplète. Des difficultés subsistent dans les domaines connexes suivants:

- **La mise en œuvre de réformes structurelles ambitieuses**, visant à stimuler la compétitivité et le potentiel de croissance, n'est pas encore suffisante dans la zone euro. Le rééquilibrage extérieur est en cours, mais les progrès sont inégaux et ne portent pas à ce jour sur l'ajustement des importants excédents des comptes courants. Les marchés du travail montrent des signes d'amélioration, mais les niveaux du chômage restent élevés et les risques de chômage de longue durée se pérennisent, ce qui entraîne une nouvelle détérioration du taux de pauvreté. Dans ce contexte, des réformes structurelles ambitieuses sont susceptibles de faciliter l'ajustement économique nécessaire dans la zone euro et de stimuler la croissance dans les pays qui les mettent en œuvre. Si elles sont menées conjointement par les États membres, elles profitent à l'ensemble de la zone euro, par effet d'entraînement positif. Toutefois, la correction des déséquilibres accumulés prendra encore du temps. Lorsque la politique monétaire bute sur la limite inférieure de zéro

(c'est-à-dire lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro et ne peuvent plus guère être abaissés), certains des effets à court terme des réformes structurelles sur l'activité économique peuvent être négatifs. Les réformes peuvent cependant être conçues de manière à réduire au minimum ces effets éventuels. Il convient donc de ne pas partir du principe que reporter les réformes structurelles à un avenir proche améliorerait les conditions économiques dans une situation où les taux d'intérêt sont proches de zéro.

- **La coordination des politiques budgétaires** reste sous-optimale. La situation budgétaire globale de la zone euro s'est sensiblement améliorée par rapport au début de la crise, et l'orientation budgétaire générale est globalement neutre, ce qui peut être considéré comme un équilibre acceptable entre stabilisation du cycle économique et viabilité. Cependant, il existe de grandes différences entre les États membres, qui ne reflètent pas toujours l'ampleur des défis budgétaires auxquels ils sont confrontés et leurs obligations au titre du pacte de stabilité et de croissance. Certains pays n'arrivent pas à respecter ces obligations, tandis que d'autres disposent toujours d'une marge de manœuvre dans le cadre des règles du pacte. Une meilleure coordination favoriserait la croissance dans l'ensemble de la zone euro si les États membres qui n'ont pas de marge de manœuvre budgétaire faisaient des efforts pour en retrouver et que les États membres qui disposent d'une telle marge en profitaient pour encourager la demande intérieure, en particulier l'investissement. Une action plus coordonnée pourrait déboucher sur des effets d'entraînement potentiellement importants et bénéfiques pour la croissance. Le recours à la flexibilité offerte par les règles du pacte de stabilité et de croissance aidera les États membres dans la mise en œuvre de leurs plans d'investissement et de leurs réformes structurelles. Les stratégies budgétaires ne sont pas encore suffisamment propices à la croissance. En ce qui concerne les recettes, les systèmes fiscaux manquent encore d'efficacité et les impôts sur le travail sont trop élevés, malgré les améliorations récentes favorisées par la coordination accrue au sein de l'Eurogroupe. En ce qui concerne les dépenses, l'investissement public étayé par une solide analyse coûts/avantages, ainsi que les autres dépenses publiques ayant de puissants effets positifs sur la croissance, sont insuffisants. Les réexamens des dépenses ont mis en évidence la nécessité de gains d'efficacité dans l'administration publique.
- **Les conditions sur les marchés financiers** dans la zone euro se sont améliorées, mais les prêts au secteur privé restent à un niveau bas et la fragmentation de ces marchés demeure trop forte. Après le lancement du plan d'investissement de l'UE et du programme étendu de rachat d'actifs de la BCE, des mesures d'accompagnement dans le secteur financier au sens large, visant à stimuler l'offre de crédit, se font toujours attendre. Le règlement uniforme n'est pas encore appliqué de manière cohérente à toutes les banques de la zone euro. Le processus de diversification des sources de financement en faveur du financement par le marché n'a pas encore pris d'ampleur. Des marchés de capitaux mieux intégrés et plus efficaces mobiliseraient davantage de financement pour les investissements et rendraient l'économie européenne moins dépendante des banques et ses structures financières, plus équilibrées et plus stables.

1. CONTEXTE: SITUATION ET PERSPECTIVES ECONOMIQUES POUR LA ZONE EURO

La zone euro poursuit sa reprise. Cette année, pour la première fois depuis 2007, il est prévu que toutes les économies qui la composent enregistrent une croissance de leur PIB. Toutefois, cette reprise manque encore de vigueur. La baisse des prix du pétrole et les politiques de relance devraient soutenir la croissance; cependant, la faiblesse de l'investissement, le ralentissement de la croissance de partenaires commerciaux importants de la zone euro et la dégradation de la situation géopolitique pèsent sur les perspectives à court terme. L'inflation très faible, entretenue par le sous-emploi des ressources et la chute des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, complique la réduction de la dette et l'ajustement des prix relatifs, tandis que l'hétérogénéité des niveaux de dette et de compétitivité persiste. Les divergences régionales et conjoncturelles se sont exacerbées dans la zone euro: les défis économiques et financiers auxquels est confronté chaque État membre, ainsi que la vitesse à laquelle les autorités nationales s'y sont attaquées, varient. Une légère reprise est toutefois attendue en 2015 et 2016, mais des risques continuent de peser sur les perspectives économiques.

La faiblesse persistante de la croissance est en partie une conséquence directe de l'ajustement économique qui a suivi la crise économique et financière mondiale, et a des répercussions négatives sur les perspectives économiques à court terme. La confiance est affaiblie et les pressions en faveur du désendettement persistent tant pour le secteur privé que pour le secteur public. L'ajustement interne et externe est en cours, mais diffère fortement d'un pays à l'autre. La croissance potentielle a diminué en raison d'une contraction de la formation de capital et de taux de chômage élevés, qui recouvrent notamment une augmentation du chômage structurel. La faiblesse persistante de la croissance est également liée à un certain nombre de défis à moyen terme, qui apparaissaient déjà avant la crise, notamment la faiblesse de la productivité totale des facteurs et le vieillissement de la population. Les perspectives de croissance sont en outre limitées par un environnement peu propice à l'investissement et un taux de chômage élevé. De plus, des rigidités structurelles persistent au sein des marchés nationaux du travail et des produits; elles ralentissent la transmission de la politique monétaire et empêchent l'ajustement rapide de l'économie réelle face aux chocs économiques défavorables. La fragmentation du marché financier selon les frontières nationales a diminué, mais n'a pas encore retrouvé son niveau antérieur à la crise.

D'autres économies avancées sont confrontées essentiellement aux mêmes problèmes que la zone euro, mais des faiblesses dans la structure de l'Union économique et monétaire (UEM) ont contribué à la profondeur de la crise au sein de cette dernière. La nécessité de remédier aux lacunes dans la gouvernance de l'UEM et de renforcer son architecture pour la rendre solide et résiliente est apparue de plus en plus clairement. Dans une union monétaire, la complexité des interactions entre variables économiques et le niveau élevé d'interdépendance entre États membres rendent d'autant plus importante une approche cohérente et coordonnée, tant au niveau national qu'au niveau de la zone euro. C'est ce qu'a mis en évidence la récente crise, qui a démontré que les chocs pouvaient se transmettre d'un pays à l'autre avec force et rapidité et que des chocs communs pouvaient avoir des effets sur la croissance fortement inégaux d'un pays à l'autre, en raison des différences importantes qui persistent entre les

structures économiques et institutionnelles des États membres. La structure unique de l'UEM nécessite tout particulièrement une approche coopérative en vue de parvenir à un ajustement privé et public plus coordonné, soutenant la demande intérieure à court terme et stimulant les changements structurels pour accroître la croissance potentielle à plus long terme. La zone euro n'est pas la simple somme de ses parties. Les chocs induits par la crise et les réponses politiques non coordonnées au cours de celle-ci ont débordé des frontières nationales et menacé l'existence même de la zone euro. De la même façon, une coordination étroite des mesures entre les États membres peut créer des synergies positives, enclencher des cercles vertueux entre les différentes politiques et favoriser les retombées positives pour les différents pays.

Les recommandations adressées à la zone euro dans le contexte du semestre européen ont déjà fait la preuve de leur utilité pour favoriser une meilleure coordination des politiques dans la zone euro. L'Eurogroupe s'est davantage approprié les recommandations pour la zone euro, ce qui a facilité les progrès dans plusieurs domaines importants au cours de l'année écoulée. Dès lors, l'examen des projets de plan budgétaire a conduit à des engagements fermes d'ajustement des politiques budgétaires de la part des États membres. L'Eurogroupe a examiné en détail les plans de réforme et a facilité une position commune sur des questions importantes telles que les avantages potentiels des réformes structurelles, y compris celles visant la fiscalité élevée sur le travail, et les effets de l'asymétrie de l'ajustement économique dans l'UEM. Il a ainsi été possible de dégager une vision commune des défis actuels, de recenser de bonnes pratiques et de mieux coordonner les réponses politiques en vue de favoriser la croissance.

Pour entretenir et conformer la reprise, il est nécessaire de poursuivre les efforts avec détermination. Les politiques structurelles, budgétaires, financières et monétaires, combinées dans le cadre d'une approche intégrée favorable à la croissance, devraient permettre de lutter contre la faiblesse persistante de la croissance, en agissant à la fois sur la demande et sur l'offre. Les principaux défis à relever pour la zone euro sont:

- (i) de favoriser un ajustement équilibré dans les secteurs privé et public;
- (ii) d'accroître le potentiel de croissance de l'économie à moyen et long terme; et
- (iii) de parachever l'architecture de l'UEM.

Dans ce cadre, l'investissement devra jouer un rôle crucial. Des solutions politiques de grande ampleur sont aussi nécessaires pour combler l'écart de production et renforcer la production potentielle afin d'assurer l'avenir à long terme de l'Europe, étant donné notamment le vieillissement de la population.

Défis à court terme: L'examen des projets de plan budgétaire pour 2015 montre qu'il est possible de mieux coordonner les stratégies budgétaires différenciées des États membres de la zone euro. Il convient que les États membres qui n'ont aucune marge de manœuvre budgétaire s'emploient à en retrouver une, tandis que les pays qui disposent de davantage de marge devraient en profiter pour stimuler la demande intérieure, en particulier l'investissement. Cela soutiendrait la croissance et contribuerait à exploiter les effets d'entraînement positifs dans la zone euro. Le plan d'investissement aidera à rendre la politique budgétaire plus propice à la croissance et donnera la priorité aux possibilités d'investissement productif. La politique

monétaire, par les mesures conventionnelles et non conventionnelles qui ont été annoncées, jouera également un rôle important en faveur de la confiance et de la croissance. Cependant, l'efficacité de ces mesures dépendra aussi des réformes dans les autres domaines (budgétaire et structurel), du niveau d'ambition de leur conception et de la détermination avec laquelle elles seront mises en œuvre.

Défis à moyen terme: La mise en œuvre de réformes structurelles bien conçues du marché du travail, des marchés des produits et des marchés financiers n'est toujours pas assez rapide, ni assez résolue. La correction des déséquilibres accumulés prendra encore du temps. Lorsque la politique monétaire bute sur la limite inférieure de zéro (c'est-à-dire lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro et ne peuvent plus guère être abaissés), certains des effets à court terme des réformes structurelles sur l'activité économique peuvent être négatifs, mais ces effets sont généralement faibles et dépendent des mesures adoptées. Or les mesures peuvent être conçues de manière à réduire au minimum les éventuels effets négatifs à court terme. Par conséquent, l'idée que différer les réformes structurelles puisse améliorer les conditions économiques dans la situation actuelle est sans fondement¹. En outre, lorsque ces réformes sont mises en œuvre parallèlement par plusieurs pays afin de tirer parti d'effets d'entraînement positifs, les effets bénéfiques peuvent être amplifiés. Une part importante de ces effets bénéfiques proviendra de la suppression des obstacles réglementaires à l'investissement, des progrès réalisés dans des secteurs comme les services, l'énergie, les télécommunications et l'économie numérique, de l'amélioration générale de l'environnement des entreprises, des réformes du marché du travail, d'un meilleur accès au financement à long terme et de la finalisation de l'union bancaire afin de remédier à la fragmentation financière et de garantir la stabilité financière.

À long terme, le défi est de remédier aux failles de l'architecture de l'UEM.

2. PROBLEMES STRUCTURELS

2.1. Politique de réforme structurelle

Les recommandations spécifiques par pays de 2014 pour la zone euro préconisaient la mise en œuvre de réformes structurelles dans la zone euro afin de favoriser la croissance et la convergence ainsi que la correction des déséquilibres internes et externes. La nécessité de surveiller, d'évaluer et d'encourager le respect des engagements en matière de réforme a été soulignée, en particulier pour les États membres de la zone euro enregistrant des déséquilibres excessifs et nécessitant des mesures décisives, afin de limiter les effets d'entraînement indésirables sur l'ensemble de la zone euro. La recommandation préconisait la mise en œuvre de politiques appropriées dans les pays enregistrant un excédent important de leur compte courant, afin qu'ils contribuent à produire des retombées positives. Enfin, les recommandations proposaient également d'organiser régulièrement des discussions thématiques sur les réformes structurelles du marché du travail et des marchés des produits susceptibles d'avoir des répercussions importantes, en mettant l'accent sur la réduction du coin fiscal élevé et la réforme des marchés des services.

¹ Voir «Structural reform at the zero lower bound», *Quarterly Report on the Euro Area*, volume 13, n° 3, 2014.

Dans l'ensemble, certains progrès ont été accomplis dans la mise en œuvre des réformes structurelles en 2014 (voir le tableau en annexe). Toutefois, son rythme, dans l'ensemble de la zone euro, ne s'est globalement pas accéléré au cours de l'année.

Le rééquilibrage extérieur progresse dans la zone euro. Dans un certain nombre de pays de la zone euro, le compte courant est passé d'un déficit très élevé avant la crise à un solde équilibré ou excédentaire. Pour une grande partie, ce rééquilibrage n'est pas conjoncturel et ne devrait pas se dissiper une fois que la conjoncture économique générale s'améliorera². La conséquence notable de ces résultats est que le solde courant de la zone euro dans son ensemble est de plus en plus excédentaire. Il est passé d'un déficit de 0,8 % du PIB en 2008 à des excédents de 2,0 % du PIB en 2013 et de 3,2 % en 2014 (voir le graphique 1). C'est la correction dans les pays débiteurs qui a été largement à l'origine du rééquilibrage au niveau de la zone euro, les pays créditeurs n'ayant pas corrigé leur solde excédentaire. Les excédents courants posent moins de risques que les déficits importants, mais ils nécessitent une surveillance et éventuellement des mesures, car ils peuvent être le signe d'une croissance intérieure faible et d'une allocation inefficace des ressources économiques.

La dette pèse toujours sur l'activité. En dépit de l'ajustement des flux, l'encours des engagements extérieurs reste élevé, en particulier dans certains pays (voir le graphique 2). Pour un certain nombre de pays, les engagements extérieurs nets (la position extérieure globale nette) ont été proches de la production annuelle ou supérieurs à celle-ci en 2013. Rares sont les pays qui ont récemment enregistré une amélioration. Dans les pays concernés par un programme d'ajustement, les engagements extérieurs sont constitués en majeure partie de dette, ce qui présente des risques en matière de viabilité. Pour ramener les dettes extérieures élevées à des niveaux plus viables, il faut que l'amélioration des soldes des opérations courantes soit durable et, dans certains cas, des améliorations supplémentaires sous la forme d'une nouvelle hausse des excédents commerciaux et des comptes courants pourraient être nécessaires.

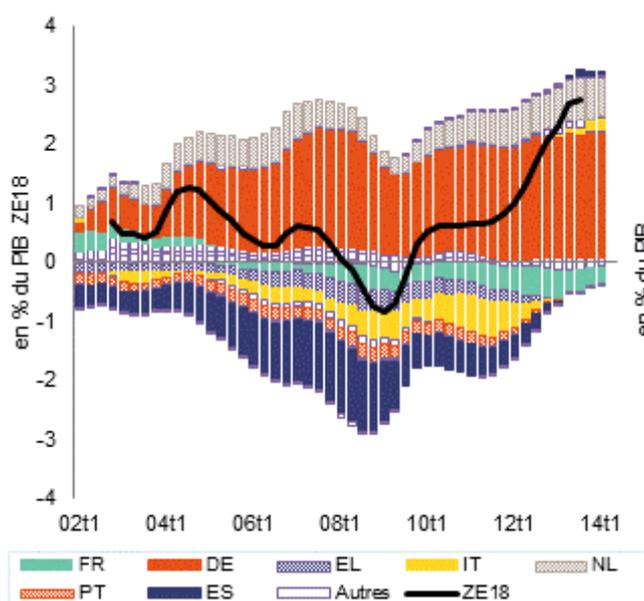
Certains facteurs compliquent actuellement le processus d'ajustement. L'inflation et la croissance plus faibles que prévu, dans un contexte de prix baissiers et de rigidités des salaires, rendent le regain de compétitivité et l'équilibrage des positions extérieures plus difficiles. Un tel environnement suppose un transfert des ressources depuis les pays débiteurs vers les pays créditeurs. Les très faibles niveaux d'inflation, s'ils soutiennent la consommation, rendent plus difficile l'ajustement des prix relatifs au sein de la zone euro. Tandis que le défi pour les pays débiteurs est de ne pas céder à la lassitude mais de poursuivre la mise en œuvre des réformes et politiques visant à consolider leur position, l'ajustement dans les pays créditeurs pourrait quant à lui avoir des retombées positives dans le reste de la zone euro. L'actuelle dépréciation de l'euro, la chute des prix du pétrole et les mesures non conventionnelles de politique monétaire devraient favoriser le rééquilibrage, en particulier dans les pays débiteurs. En effet, ceux-ci ont généralement une plus forte élasticité-prix des exportations, une intensité énergétique plus élevée, ainsi que des écarts de taux souverains généralement plus importants et des circuits de distribution de crédit bancaire relativement

² Voir *Quarterly Report on the Euro Area*, volume 13, n° 4, Commission européenne.

bloqués. Sur le plan international, la zone euro doit être perçue comme poursuivant de manière crédible des politiques appropriées d’ajustement économique.

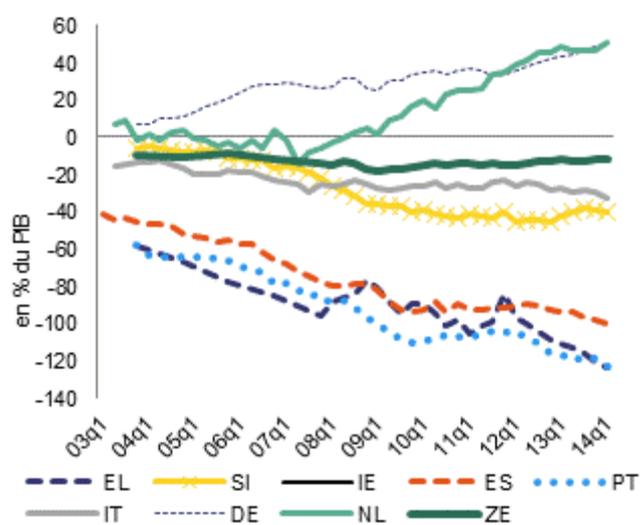
Le désendettement des entreprises et des ménages est en cours. La réduction de l’encours de la dette du secteur privé est encore à un stade précoce³. La dette extérieure élevée dans certains pays de la zone euro reflète le haut niveau d’endettement des secteurs tant privé que public. En particulier, les pressions en faveur d’un désendettement du secteur privé, qui s’exercent aussi bien sur les ménages que sur les entreprises, freinent la consommation et l’investissement privés. Ces pressions ont en partie reculé par rapport à leur niveau d’avant la crise. Les flux de crédit négatifs ont jusqu’à présent été le principal moteur de la réduction des dettes en pourcentage du PIB, ce qui a entraîné des répercussions importantes sur l’activité économique. La croissance morose, voire négative, du PIB a fait obstacle à la réduction des taux d’endettement.

Graphique 1: Contributions au solde du compte courant de la zone euro (en % du PIB de la zone euro)



Source: Commission européenne. Note: Le compte courant zone euro est calculé comme étant la somme des comptes courants des différents États membres et il s'agit d'une somme mobile sur quatre trimestres.

Graphique 2: Position extérieure globale nette des pays fortement endettés (en % du PIB), 2013



Source: Commission européenne.

Le besoin de désendettement reste élevé dans plusieurs économies. Le besoin de désendettement du secteur privé dépasse 30 % du PIB dans plusieurs pays, dont certains qui ont déjà enregistré une réduction significative de la dette du secteur privé. Compte tenu des conditions défavorables sur le marché du crédit et des bilans des entreprises du secteur privé

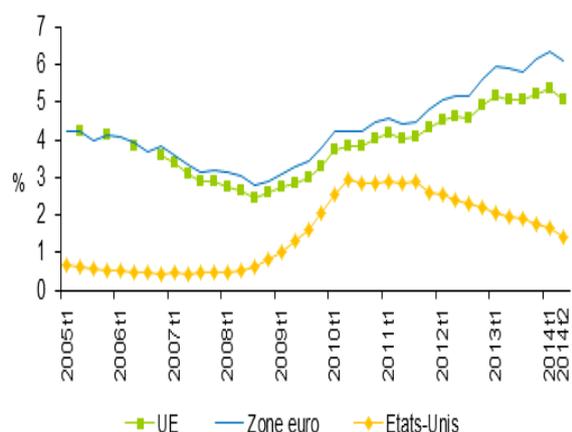
³ Voir «Private Sector Deleveraging, where do we stand», *Quarterly Report on the Euro Area*, volume 13, n° 3, Commission européenne.

qui nécessitent une accélération de cet ajustement, on peut s'attendre à une poursuite du désendettement actif.

On observe de fortes divergences conjoncturelles entre les États membres de la zone euro. Les différences conjoncturelles au sein d'une union monétaire sont, dans une certaine mesure, inévitables (les structures économiques, les institutions et la résilience étant diverses, de même que l'ajustement aux chocs économiques). Mais elles deviennent un motif de préoccupation lorsqu'elles sont excessives et qu'elles se prolongent. Les fortes divergences conjoncturelles actuellement observées dans la zone euro s'expliquent principalement par la grande hétérogénéité des structures économiques des États membres, l'inadéquation des politiques économiques nationales, l'insuffisance de l'intégration transfrontière et les lacunes dans l'architecture de l'UEM, y compris l'inadéquation du partage des risques via les marchés financiers et des capitaux. Elles montrent aussi que l'adaptation aux chocs, notamment aux chocs financiers, reste lente dans la zone euro, en particulier en cas de politique budgétaire restrictive et en l'absence d'une union bancaire à part entière.

Une amélioration se dessine sur les marchés du travail, mais les taux de chômage restent élevés. En 2014, pour la première fois depuis le début de la crise, un léger mouvement de convergence des conditions sur les marchés du travail a été observé, le chômage ayant reculé également dans les États membres de la zone euro où il avait le plus grimpé à la suite de la crise de la dette souveraine. Le taux de chômage est resté globalement stable dans les pays où son niveau est faible. Dans certains pays où le taux de chômage dépasse 10 %, le marché du travail n'a guère enregistré d'amélioration, ce qui fait que l'écart entre les taux des différents pays atteint jusqu'à 20 points de pourcentage. Le chômage de longue durée représentant près de 50 % du chômage total en 2014 (voir le graphique 3) et le chômage des jeunes restant important, le risque que certains taux de chômage deviennent structurellement élevés n'est pas écarté. Le processus de réallocation des ressources depuis le secteur des biens non échangeables vers celui des biens échangeables s'est poursuivi dans les pays concernés par un programme d'ajustement, à la faveur d'une évolution plus modérée des salaires dans les secteurs des biens non échangeables. En plus d'un ajustement des salaires relatifs, des politiques adaptées sont nécessaires pour accélérer la redistribution des ressources entre les secteurs et s'attaquer au chômage de longue durée. Dans un certain nombre d'États membres, l'inadéquation des compétences fait obstacle à l'amélioration des conditions sur le marché du travail et il est particulièrement nécessaire de poursuivre des politiques ciblant les travailleurs peu qualifiés. Les mesures encourageant l'éducation et la formation tout au long de la vie ne sont pas suffisantes pour faire face au vieillissement de la population active et relever le défi de la mobilité de la main-d'œuvre.

Graphique 3: Le chômage de longue durée (un an ou plus) dans l'UE, dans la zone euro et aux États-Unis (en % de la population active totale)



Source: Commission européenne et U.S. Bureau of Labor Statistics.

Il n'y a pas eu d'amélioration sensible de la situation sociale dans la zone euro, après sa détérioration à la suite de la crise. Les statistiques les plus récentes montrent que dans l'ensemble, les taux de risque de pauvreté et de privation matérielle sévère ont commencé à reculer en glissement annuel en 2013, pour s'établir respectivement à 16,7 % et 7,4 %. Le pourcentage de personnes vivant dans un ménage à très faible intensité de travail et le taux de travailleurs pauvres ont néanmoins légèrement augmenté pour atteindre respectivement 10,9 % et 11,5 %, principalement sous l'effet de la tendance observée dans les pays les plus touchés par la crise. L'écart de pauvreté a également continué de se creuser pour s'établir à 24,0 % en 2013, en raison de nouvelles évolutions négatives dans les pays de la zone euro confrontés à de lourds ajustements. Les taux de pauvreté et de privation matérielle sévère des pays les plus durement touchés par la crise ont continué d'augmenter à un rythme très soutenu et les niveaux de revenus nationaux ont chuté dans plusieurs États membres. Les effets que pourrait exercer l'évolution de la situation sociale sur la croissance à long terme et la viabilité de la dette publique sont multiples⁴. La productivité peut pâtir de l'accès insuffisant à l'éducation et aux services de santé qu'entraîne la pauvreté, tandis que les inégalités peuvent peser sur la croissance en augmentant l'endettement des ménages et en freinant la consommation. Le taux élevé de chômage des jeunes et la hausse du chômage de longue durée auront des répercussions sociales et économiques à long terme. Le chômage de longue durée est l'un des facteurs les plus étroitement liés à la pauvreté en Europe⁵.

La réglementation du marché du travail et des marchés des produits des pays de la zone euro reste marquée par d'importantes rigidités, qui entravent le marché unique. Ces

⁴ Darvas, Z. et G. Wolff, «Europe's social problem and its implication for economic growth», *Bruegel Policy Brief*, n° 03, 2014. Cingano, F. (2014), «Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth», Documents de travail de l'OCDE sur les affaires sociales, l'emploi et les migrations, n° 163, Éditions OCDE. .

⁵ Voir «Poverty development in the EU after the crisis», M. Duiella et A. Turrini (2014), *ECFIN Economic Brief*, n° 31, mai 2014.

rigidités peuvent restreindre la capacité des États membres à s'adapter aux chocs économiques, et empêcher ainsi le bon fonctionnement de l'UEM.

La croissance potentielle a chuté dans presque tous les pays de la zone euro entre 2007 et 2013. C'est dans les États baltes et dans les États membres de la zone euro les plus fragiles sur le plan économique qu'elle a le plus chuté. Les États membres dont le niveau de revenus est inférieur à la moyenne de la zone euro ont ainsi enregistré les plus fortes baisses de croissance potentielle. Dans certains de ces pays, la montée du chômage a été aggravée par l'évolution défavorable de la population en âge de travailler et du taux d'activité. Cette chute du facteur travail a été le principal élément à l'origine du recul de la croissance potentielle. La contribution du capital et de la productivité globale des facteurs à la croissance potentielle a également diminué dans tous les États membres entre 2007 et 2013.

Un engagement renouvelé en faveur de réformes structurelles propres à renforcer la compétitivité et le potentiel de croissance est nécessaire. À l'approche de l'introduction de l'euro, d'aucuns pensaient qu'à elle seule, la monnaie commune agirait comme un puissant catalyseur de réformes, dès lors qu'il deviendrait impossible de manipuler le taux de change pour améliorer la compétitivité. Cet optimisme a fait long feu et le bilan en matière de réformes structurelles laisse à désirer. Depuis la crise, d'ambitieuses réformes structurelles ont été entreprises dans un certain nombre de pays de la zone euro, singulièrement dans les pays bénéficiant d'un programme. Ces réformes se sont poursuivies en 2014, ce qui a contribué à l'ajustement actuellement en cours. Les réformes engagées dans l'ensemble des États membres de la zone euro demeurent toutefois bien en deçà des objectifs fixés dans les recommandations spécifiques. De plus, leur mise en œuvre a parfois marqué le pas, et il existe le risque que les États membres relâchent leurs efforts dès que les besoins de financement se feront moins sentir et que les conditions économiques s'amélioreront. La mise en œuvre de réformes appropriées dans tous les pays de la zone euro concourrait à stimuler la demande intérieure et faciliterait le rétablissement de la compétitivité et le retour de la croissance dans la zone euro. Qui plus est, des simulations montrent que les gains de production seraient plus importants si les réformes structurelles étaient entreprises simultanément dans plusieurs pays de la zone euro et non dans un seul à la fois (voir l'encadré 1).

Le taux d'utilisation du travail et du capital dans la zone euro est trop faible. Des réformes bien conçues peuvent, en agissant sur la croissance, la productivité et l'emploi, atténuer les effets négatifs du désendettement nécessaire du secteur privé et aider à prévenir les déséquilibres macroéconomiques préjudiciables et la dégradation de la situation sociale. Les politiques en faveur de l'investissement jouent un rôle particulièrement important à cet égard. Un accroissement de l'investissement dans les grands pays de la zone euro aurait des répercussions positives sur les autres pays de la zone euro⁶. C'est pourquoi la Commission a présenté, en novembre 2014, son plan d'investissement pour l'Europe, qui comporte trois volets se renforçant mutuellement: 1) la mobilisation, via des instruments spécifiques de financement du risque, d'au moins 315 milliards d'EUR d'investissements supplémentaires au cours des trois prochaines années, l'idée étant de maximiser les effets des fonds publics et de libérer l'investissement privé; 2) des initiatives ciblées pour s'assurer que ces investissements

⁶ Voir «Cross-border spillovers in the euro area», *Quarterly report on the euro area*, volume 13, n° 4, décembre 2014.

supplémentaires répondent aux besoins de l'économie réelle; 3) des mesures destinées à réduire l'incertitude réglementaire et à lever les obstacles à l'investissement, de façon à accroître l'attractivité de l'Europe pour les investisseurs. Il est indispensable d'engager une action simultanée dans ces trois domaines pour rétablir la confiance et réduire l'incertitude qui décourage l'investissement.

Il est indispensable de hâter la mise en œuvre des réformes dans la zone euro. En l'absence du mécanisme d'ajustement qu'offre la flexibilité du taux de change, d'autres variables économiques doivent être ajustées pour absorber les chocs ou permettre à l'économie de s'adapter. En outre, nombreux sont les pays de la zone euro qui, ayant vu la part de leur secteur non exportateur dans l'emploi et la valeur ajoutée croître depuis le début des années 2000, éprouvent de plus grandes difficultés à s'adapter aux exigences de compétitivité. Cette situation peut nuire à la compétitivité de l'économie tout entière.⁷ Il faut dès lors améliorer le fonctionnement des marchés du travail et des produits pour permettre une flexibilité suffisante et éviter que les déséquilibres ou les chocs ne se traduisent en chômage de longue durée.

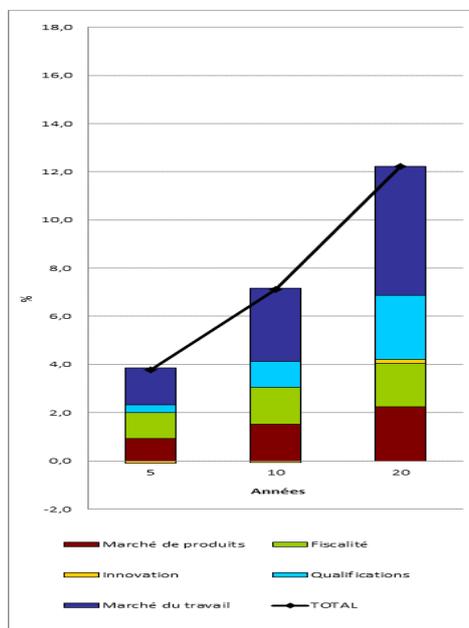
Les gains des réformes structurelles sont potentiellement importants. Il faut généralement du temps pour que des réformes produisent pleinement leurs effets, mais des éléments indiquent que celles en cours commencent déjà à porter leurs fruits.

L'encadré 1 présente une estimation de l'impact des réformes engagées dans des économies de taille comparable, à l'aide de simulations QUEST.

⁷ Certains pays ont déjà commencé à réorienter leur économie vers les industries exportatrices: ainsi, la part de la valeur ajoutée dans ces secteurs a progressé dans sept pays de la zone euro, elle s'est maintenue plus ou moins au même niveau dans un pays entre 2008 et 2013 et elle a diminué dans les autres pays de la zone euro.

Encadré 1: Effet potentiel des réformes structurelles sur la croissance de la zone euro

Graphique 4: Effets sur le PIB par domaine de réforme après 5, 10 et 20 ans



Source: Varga et in 't Veld (2014), différence par rapport au scénario de référence exprimée en %.

La zone euro pourrait tirer un avantage significatif des réformes structurelles. D'après une analyse fondée sur le modèle QUEST de la Commission européenne, la production pourrait augmenter de 7 % au bout de dix ans, avec à la clé une amélioration de la situation de l'emploi et des finances publiques. Cette méthode d'évaluation comparative est fondée sur des indicateurs structurels relatifs à des domaines aussi variés que la concurrence et la réglementation des marchés, le marché du travail et les qualifications professionnelles, la structure fiscale et la R&D; la méthode «distance de la frontière» est appliquée pour chiffrer le potentiel de réforme en partant de l'hypothèse d'un comblement progressif ou partiel de l'écart par rapport à la moyenne des trois pays de l'UE les plus performants (voir Varga and in 't Veld, 2014 pour une explication détaillée).⁸ Pour que les objectifs fixés ne soient pas irréalistes et/ou inatteignables, les scénarios n'envisagent qu'un comblement progressif de la moitié de l'écart.

Le graphique 4 montre les effets sur le PIB par domaine de réforme dans la zone euro, en partant de l'hypothèse que tous les États membres engagent des réformes analogues dans ces domaines. Sur le court terme, ce sont les réformes du marché du travail (accroissement de la participation, politiques actives de l'emploi et réformes des prestations), de la fiscalité (accroissement du poids de la fiscalité indirecte) et des marchés de produits (renforcement de la concurrence dans le secteur des services et abaissement des coûts d'entrée) qui produisent les effets les plus importants. Les politiques d'amélioration des compétences et de promotion de la R&D influencent fortement le PIB sur le très long terme, et représentent plus d'un tiers des effets à long terme sur le PIB (voir Varga et in 't Veld, 2014).

⁸ Varga et in 't Veld, «The potential growth impact of structural reforms in the EU. A benchmarking exercise», *European Economy Economic Papers*, 2014, p. 541.

Les réformes structurelles menées dans un pays peuvent avoir des retombées positives dans d'autres pays. Notamment: i) les réformes qui stimulent la demande peuvent avoir des effets sur les échanges commerciaux. Par exemple, les efforts de libéralisation des marchés déployés par un pays exportateur peuvent aider à accroître la productivité dans un pays importateur grâce à des biens intermédiaires de meilleure qualité; ii) les réformes qui rendent l'investissement plus attractif, en particulier les IDE, peuvent aider à canaliser les flux d'investissement; iii) les réformes qui améliorent la mobilité de la main-d'œuvre et l'allocation des ressources dans un pays peuvent aussi concourir à les améliorer à l'échelle de la zone euro; iv) enfin, les réformes structurelles peuvent également, en renforçant la confiance, avoir un impact positif sur la zone euro. La coordination des réformes peut contribuer à diffuser les effets bénéfiques des réformes structurelles en termes de bien-être social.

Certaines réformes structurelles sont plus pressantes, notamment au regard des avantages que leur mise en œuvre rapide pourrait procurer à l'ensemble de la zone euro. En ce qui concerne les marchés des produits, des progrès dans les services, l'énergie, les télécommunications et l'économie numérique pourraient favoriser la croissance dans l'ensemble des États membres et, en plus d'améliorer l'environnement général des entreprises (par exemple, par la simplification administrative), créer de nouvelles possibilités pour l'investissement, la création d'emplois et la croissance. Les réformes destinées à renforcer la concurrence dans les secteurs non exportateurs favoriseraient l'ajustement, doperaient l'investissement et faciliteraient l'essor de ces secteurs. En ce qui concerne le marché du travail, la réforme contribue à la réaffectation des ressources vers les secteurs les plus dynamiques et favorise l'ajustement et la compétitivité. L'allègement de la lourde charge fiscale qui pèse sur le travail demeure un élément important (voir également la section 2.2 ci-après). Le chômage de longue durée tendant à se développer, il serait utile de renforcer les politiques actives et passives du marché du travail en vue d'améliorer les compétences professionnelles et de prévenir de nouvelles pertes de capital humain ainsi que la marginalisation sur le marché du travail.

2.2. Politique budgétaire

Les recommandations spécifiques adressées à la zone euro en 2014 appelaient à une coordination des politiques budgétaires des États membres de la zone euro au sein de l'Eurogroupe. Cela comprenait notamment une évaluation des projets de plans budgétaires afin d'assurer une orientation budgétaire cohérente et propice à la croissance dans toute la zone euro. La recommandation insistait sur la nécessité d'améliorer la qualité et la viabilité des finances publiques en accordant la priorité aux investissements au niveau national et à l'échelon de l'UE. Enfin, elle mettait l'accent sur la nécessité de veiller à la solidité des cadres budgétaires nationaux et notamment des conseils budgétaires nationaux.

La situation budgétaire globale de la zone euro a continué de s'améliorer en 2014. Des progrès ont été accomplis concernant la coordination des politiques budgétaires. Les perspectives budgétaires pour la zone euro dans son ensemble se sont améliorées et l'orientation budgétaire globale semble appropriée. Après être passé sous la barre des 3 % du PIB en 2013 pour la première fois depuis 2008, le déficit nominal de la zone euro devrait,

selon les prévisions économiques de l'hiver 2015, tomber à 2,6 % du PIB en 2014 et à 2,2 % du PIB en 2015. Le taux d'endettement agrégé devrait toutefois rester pratiquement inchangé en 2015: d'environ 94,3 % du PIB en 2014, il devrait passer à 94 % du PIB en 2016 (voir le graphique 5). Bon nombre de pays verront leur taux d'endettement continuer à augmenter après 2015.

Il reste encore du chemin à parcourir avant de parvenir à une situation budgétaire viable. Après avoir interrompu leurs efforts d'assainissement en 2014, les États membres de la zone euro n'envisagent pas globalement de renouer avec l'assainissement budgétaire en 2015, comme le laissent supposer leurs différentes mesures d'ajustement budgétaire structurel - ni l'effort budgétaire discrétionnaire⁹ ni la variation du solde structurel ne reflètent d'ajustement en 2015 (voir le graphique 5). Après plusieurs années d'effort budgétaire de grande ampleur et dans le contexte actuel de croissance et d'inflation peu élevées, une orientation budgétaire globalement neutre semble largement appropriée. L'absence de resserrement budgétaire au niveau agrégé de la zone euro traduit en partie la nécessité de garantir un juste équilibre entre les exigences de viabilité budgétaire et les besoins de stabilisation conjoncturelle.

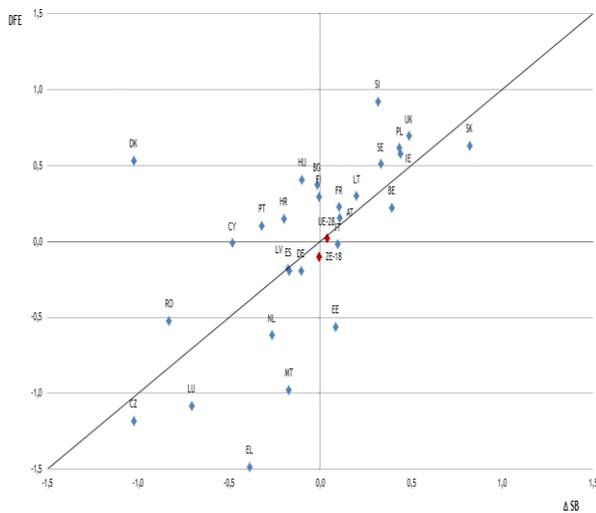
La coordination des politiques budgétaires reste imparfaite. De grandes différences entre pays subsistent, ce qui crée des risques pour l'ensemble de la zone euro (voir le graphique 6). Les États membres qui disposent d'une plus grande marge de manœuvre budgétaire ont maintenant la possibilité de prendre des mesures visant à stimuler la demande intérieure, et notamment l'investissement. Les réserves budgétaires n'ont pas encore été reconstituées, tandis que les questions de la viabilité budgétaire et des taux d'endettement élevés et croissants doivent encore être traitées de manière décisive dans les pays où elles se posent. En l'absence de nouveaux efforts pour rétablir leurs réserves budgétaires, les États membres et la zone euro dans son ensemble resteront vulnérables aux chocs économiques défavorables. La zone euro reste également confrontée au défi majeur qui consiste à réduire la dette publique en menant des politiques budgétaires différenciées et propices à la croissance, tout en stimulant le potentiel de croissance de son économie¹⁰. L'attention se porte de plus en plus sur la coordination imparfaite des politiques budgétaires dans le cadre des règles définies au niveau de l'UE. Les États membres qui n'ont aucune marge de manœuvre budgétaire devraient s'employer à en retrouver une, et ceux qui en ont une devraient en profiter pour encourager la demande intérieure, en particulier l'investissement. Des simulations concernant les effets d'une hausse temporaire de deux ans de l'investissement public dans les pays disposant d'une marge budgétaire de 1 % du PIB font apparaître un effet positif durable sur la croissance, avec un coefficient multiplicateur compris entre 0,8 et 1. L'augmentation corollaire des importations a des retombées relativement importantes sur les autres pays de la zone euro, augmentant le PIB de 0,2 à 0,3 %¹¹.

⁹ L'effort budgétaire discrétionnaire consiste en une approche ascendante du côté des recettes et en une approche essentiellement descendante en ce qui concerne les dépenses (voir également *Finances publiques dans l'UEM – 2014*, Commission européenne).

¹⁰ Voir, par exemple, Goujard, A. «Cross Country Spillovers from fiscal consolidations», OECD Economics Department Working Papers, n° 1099, 2013, et In't Veld, J., «Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core», *European Economic Papers*, n° 506.

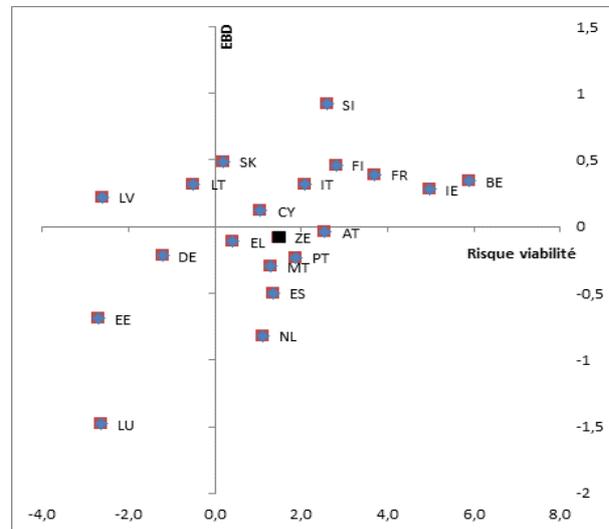
¹¹ Voir «Cross-border spillovers in the euro area» *Quarterly report on the euro area*, volume 13, n° 4, décembre 2014.

Graphique 5: L'effort budgétaire discrétionnaire et l'évolution du solde structurel en 2015 (en % du PIB)



Source: Commission européenne.

Graphique 6: Le degré de risque pour la viabilité et la projection de l'effort budgétaire discrétionnaire (EBD) en 2015



Source: Prévisions de l'hiver 2015, Commission européenne. Remarques: le degré de risque pour la viabilité est mesuré par l'indicateur S1, qui indique (en points de pourcentage du PIB potentiel) dans quelle mesure le solde structurel doit évoluer d'ici à 2020 par rapport à son niveau de 2014 pour que le ratio de la dette au PIB atteigne 60 % en 2030. L'effort budgétaire correspond à l'effort budgétaire discrétionnaire prévu pour 2015.

Les États membres doivent veiller au plein respect du pacte de stabilité et de croissance. Sachant que huit¹² des États membres de la zone euro ont continué de faire l'objet d'une procédure de déficit excessif en 2014 et que seuls deux des États membres relevant du volet préventif devraient avoir atteint ou dépassé leur objectif à moyen terme en 2014-2015, l'insuffisance de l'ajustement structurel indiquerait un manquement aux exigences du pacte de stabilité et de croissance dans l'ensemble de la zone euro¹³. Le cadre budgétaire de l'UE prône un assainissement budgétaire différencié et propice à la croissance. Le pacte de stabilité et de croissance autorise les États membres à adopter des stratégies budgétaires différenciées tenant compte de leur situation individuelle. Ainsi les pays confrontés à de plus grands défis budgétaires sont-ils tenus de déployer des efforts d'assainissement plus importants. Les

¹² France, Irlande, Malte, Portugal, Slovaquie, Espagne, Grèce et Chypre

¹³ Toutefois, l'ajustement structurel au niveau agrégé ne peut être considéré à cet égard que comme purement indicatif, car il ne rend pas compte des différences considérables de situation, d'un État membre à l'autre, vis-à-vis des exigences du pacte, ce dont traitent les évaluations par pays de la Commission. En outre, toute conclusion sur l'effort d'assainissement global se fondant sur l'évolution du solde structurel se doit d'être nuancée, car le solde structurel ne donne pas toujours une image exacte de l'effort budgétaire sous-jacent, du fait, par exemple, d'une sensibilité inhabituelle des recettes à la croissance économique.

objectifs à moyen terme correspondent à des positions budgétaires saines, qui intègrent la nécessité de se doter de marges pour faire face à des déficits excessifs et assurer la soutenabilité de la dette.

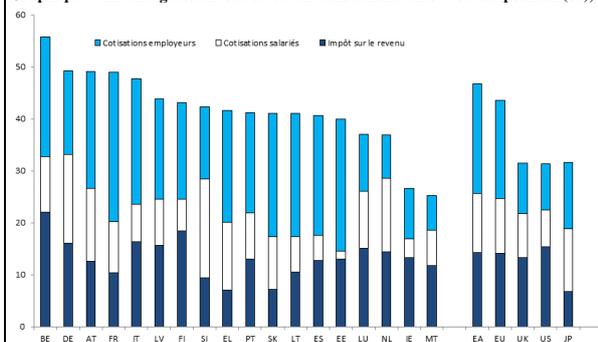
La flexibilité permise par le pacte de stabilité et de croissance permet de préserver la croissance à court terme. Pour le nombre croissant d'États membres relevant du volet préventif, notamment, l'effort budgétaire requis peut être adapté à la situation économique et tenir compte de la mise en œuvre de réformes structurelles importantes. Le plan d'investissement pour l'Europe contribuera à renforcer la croissance potentielle en encourageant l'investissement productif. Ainsi, dans les évaluations auxquelles elle procédera conformément au pacte de stabilité et de croissance, la Commission adoptera une position favorable à l'égard de tout apport en capital au Fonds européen pour les investissements stratégiques.

La qualité des finances publiques ne s'est pas suffisamment améliorée. La qualité globale des dépenses résulte de la combinaison de deux grands facteurs: i) la composition des dépenses, et en particulier la part des postes de dépenses les plus propices à la croissance, et ii) l'efficacité des dépenses, à savoir la mesure dans laquelle les ressources publiques se traduisent par des services aux citoyens et aux entreprises. Il reste une marge considérable pour repenser la composition des stratégies budgétaires dans un sens plus favorable à la croissance. Si cela vaut pour tous les États membres de l'UE, ceux de la zone euro ont particulièrement intérêt à ce que les budgets nationaux soient utilisés en tant que mécanisme d'ajustement performant. En ce qui concerne les recettes, la qualité des finances publiques pourrait être assurée, par exemple, par la lutte contre la fraude fiscale et les inégalités.

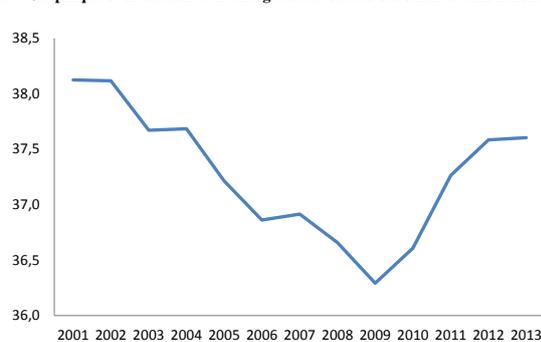
Encadré 2: Suivi des recommandations pour la zone euro – la pression fiscale sur le travail

La charge fiscale sur le travail est relativement forte dans la grande majorité des États membres de la zone euro (environ 40 % ou plus des coûts totaux de main-d'œuvre). Ces facteurs influent négativement sur les résultats du marché du travail et sur l'activité économique. Une solution décisive consisterait à déplacer la charge pesant sur le travail vers des sources de revenus plus propices à la croissance, comme les taxes sur la consommation, les impôts fonciers récurrents et les taxes environnementales. Ces sources de revenus sont en effet insuffisamment exploitées dans certains pays. L'allègement de la charge fiscale sur le travail stimule la demande et l'offre de main-d'œuvre et améliore la rentabilité des entreprises, contribuant ainsi à accroître le rendement du capital et l'incitation à investir.

Graphique 7: La charge fiscale sur le travail dans la zone euro et sa composition (%), 2013



Graphique 8: Évolution de la charge fiscale sur les bas salaires dans la zone euro



Sources: OCDE et Commission européenne. Remarque: L'indicateur représenté, qui est également appelé «coin fiscal», correspond à la part (en %) du coût de la main-d'œuvre imputable à l'impôt sur le revenu et aux cotisations sociales. Le coin fiscal est indiqué pour un

travailleur célibataire sans enfant touchant soit le salaire moyen en 2013 (graphique 7), soit 67 % du salaire moyen (graphique 8). Les derniers chiffres pour Chypre ne sont pas disponibles.

Pendant la crise, les efforts d'allègement de la lourde charge fiscale pesant sur le travail se sont relâchés; plusieurs États membres ont même augmenté les prélèvements sur le travail au nom de l'assainissement de leurs finances publiques. Le Conseil a recommandé à certains États membres de réduire la forte pression fiscale sur le travail; il a aussi recommandé que ce problème soit débattu au niveau de la zone euro, car il concerne bon nombre de ses membres et peut, en influant sur la demande et la compétitivité, avoir des répercussions importantes.

L'Eurogroupe a immédiatement donné suite à cette dernière recommandation en organisant plusieurs discussions thématiques. Des débats ouverts ont débouché sur un accord définissant des principes communs pour la conception et le financement des réformes de la fiscalité du travail et sur un engagement ferme des ministres de poursuivre les travaux.

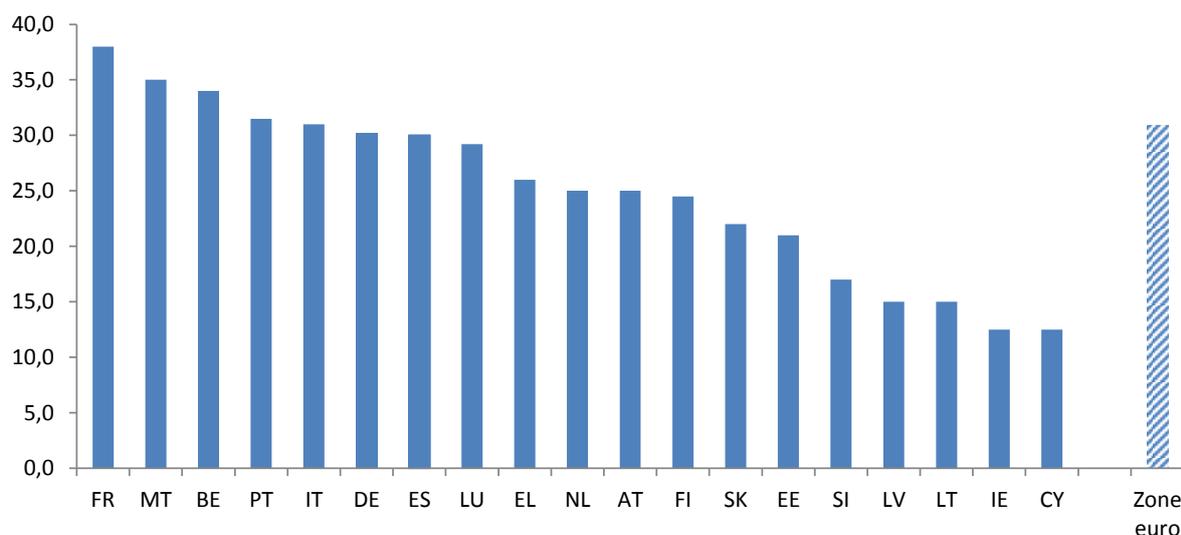
Les premiers constats sur la mise en œuvre de ces décisions montrent que les discussions de l'Eurogroupe ont largement contribué à faire prendre conscience aux États membres de la zone euro des avantages d'une réduction de la forte pression fiscale pesant sur le travail. En effet, très peu de mesures sont prises pour accroître le coin fiscal; en revanche, nombreux sont les États membres qui appliquent ou prévoient d'appliquer des mesures pour le réduire. Les principes communs adoptés par l'Eurogroupe sont également bien pris en compte; ainsi les mesures prises par les États membres pour réduire l'imposition du travail sont-elles souvent spécifiquement axées sur les bas revenus. Il faut aussi éviter de compliquer les choses à l'excès pour les contribuables et l'administration fiscale, envisager la question dans le contexte plus large de la situation du marché du travail et veiller à ce que les mesures prises soient soutenues au niveau politique et sociétal.

Si, dans l'ensemble, le défi à relever et la direction à suivre sont clairs, il importe de rester attentif à la mise en œuvre des recommandations. Le fait que l'Eurogroupe reste associé à ce processus pourrait contribuer à maintenir cette question en tête de l'agenda politique.

La Commission a toujours souhaité que la priorité soit donnée à une composition des politiques budgétaires qui stimule la croissance. Du côté des recettes, cela passe par un système fiscal performant et allant dans le sens de la croissance. Les impôts les plus préjudiciables à la croissance sont les impôts sur le travail (voir l'encadré 2). Une partie de la charge fiscale pesant sur le travail a été remplacée par des impôts plus propices à la croissance, comme les taxes à la consommation, les impôts fonciers récurrents et les taxes environnementales, mais ces réformes restent relativement modestes en regard du défi à relever. Si la moyenne des taux d'imposition maximale des revenus de sociétés dans la zone euro n'est pas particulièrement élevée par rapport à d'autres économies développées, il existe des écarts significatifs d'un État membre à l'autre, comme l'illustre le graphique 9. Or, des différences en termes de taux et de base d'imposition peuvent encourager la concurrence fiscale. Elles peuvent aussi, en permettant des transferts de bénéficiaires, contribuer à éroder la base d'imposition.

Quant à revoir la composition des dépenses dans un sens plus propice à la croissance, les progrès restent limités. Des informations détaillées sur l'évolution récente des dépenses révèlent que certains postes de dépenses considérés comme moins porteurs de croissance ont été revus à la hausse, ce qui pourrait toutefois être lié à l'activation de mécanismes de protection sociale destinés à atténuer les conséquences sociales de la crise. Dans le même temps, certaines dépenses plus propices à la croissance, comme les dépenses consacrées à l'éducation ou à l'investissement public, se sont stabilisées voire, dans certains cas, réduites.

Graphique 9: Pression fiscale sur les revenus des sociétés (en %), 2014



Source: Commission européenne. La moyenne pour la zone euro est pondérée en fonction du PIB. Cet indicateur correspond au taux légal maximal d'imposition générale des revenus de sociétés; il inclut les surtaxes et impôts locaux, permanents ou temporaires, actuellement en vigueur. Pour plus de précisions, voir Commission européenne, «*Tax reforms in EU Member States*», 2014.

L'efficacité des dépenses dans la zone euro pourrait être sensiblement améliorée. La qualité des dépenses publiques aurait tout à gagner d'un recours plus systématique au réexamen des dépenses en tant que partie intégrante du processus budgétaire, notamment pour répertorier les économies potentielles (les moins préjudiciables à la croissance), réorienter les ressources vers des postes de dépenses porteurs de croissance et améliorer l'efficacité du secteur public, en fonction des besoins et des priorités propres de chaque pays. Un réexamen bien conçu et rigoureux des dépenses permet en effet de les répartir plus intelligemment entre les différents domaines d'action prioritaires du pays, ce qui non seulement œuvre à la réalisation des objectifs budgétaires, mais peut aussi créer des marges dans le budget pour instituer de nouvelles dépenses ou de nouvelles baisses d'impôt propices à la croissance, ou pour augmenter celles qui existent déjà¹⁴. Si les réductions de dépenses sont plus particulièrement indiquées dans les pays dotés d'un secteur public important, il peut exister des possibilités d'ajustement fiscal dans ceux qui affichent un faible niveau de dépenses.

L'existence de cadres budgétaires nationaux solides et transparents est à la base de politiques budgétaires responsables et durables dans la zone euro. L'année 2014 a été marquée par l'entrée en vigueur de l'ensemble des dispositions légales visant à renforcer les cadres budgétaires nationaux dans la zone euro: la directive sur les cadres budgétaires¹⁵, le règlement sur le renforcement de la surveillance budgétaire¹⁶ et le pacte budgétaire¹⁷, qui

¹⁴ Voir Vandierendonck, C., «Public spending reviews: design, conduct, implementation», *European Economy Economic Papers* n° 525, juillet 2014

¹⁵ Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres.

¹⁶ Règlement (UE) n° 473/2013 établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro.

s'applique intégralement à tous les États membres de la zone euro. Cette législation a été l'occasion pour les États membres de la zone euro de réexaminer leur système interne de gouvernance budgétaire et de procéder à d'importantes réformes, voire de repenser l'ensemble de leurs règles, procédures et institutions budgétaires. Ces réformes ont porté sur tous les principaux éléments des cadres budgétaires nationaux:

- Les règles budgétaires ont été étoffées et consolidées, les règles sur l'équilibre budgétaire structurel devenant, dans presque tous les pays de la zone euro, l'élément central d'un cadre budgétaire renforcé. Ces règles sont conçues en fonction de l'objectif à moyen terme ou d'objectifs budgétaires plus ambitieux; cependant, l'existence de clauses dérogatoires et le degré de contrainte du mécanisme de correction en cas d'écart peuvent laisser des possibilités de dérapage; aussi la crédibilité de ces nouvelles règles doit-elle encore être mise à l'épreuve de la réalité des finances publiques.
- Les procédures d'établissement annuel du budget et de planification budgétaire à moyen terme ont vu leur portée, leur qualité et leur transparence accrues. En outre, ces procédures s'alignent progressivement sur les jalons communs définis dans le «two-pack».
- Des institutions indépendantes ont été mises en place (ou consolidées) avec pour mandat de surveiller les finances publiques, notamment les règles budgétaires en vigueur, et de produire ou d'entériner les prévisions macroéconomiques servant à la planification budgétaire. Toutefois, quelques pays de la zone euro ne se sont pas encore dotés de telles institutions; de manière plus générale, il est encore trop tôt pour juger de l'efficacité de ces nouvelles instances de surveillance et de leur impact sur la politique budgétaire nationale.

Les États membres de la zone euro qui s'efforcent de tirer le meilleur parti de ces cadres budgétaires nationaux de «nouvelle génération» dans la conduite de leur politique budgétaire ont deux défis à relever:

- i) finir d'élaborer et d'adopter les réformes encore nécessaires pour transposer en droit national les exigences découlant du nouveau cadre de gouvernance budgétaire de l'UE (sachant que le respect des dispositions juridiques concernées est vérifié en continu par la Commission européenne);
- ii) assurer le bon fonctionnement de leur cadre budgétaire, qu'il soit nouveau ou actualisé, afin qu'il puisse jouer pleinement son rôle dans la poursuite d'une politique budgétaire saine et durable, respectueuse à la fois des impératifs de politique intérieure et des engagements budgétaires pris dans le cadre des traités de l'UE. Cela suppose notamment de disposer d'institutions budgétaires indépendantes qui soient pleinement opérationnelles et de tirer le meilleur parti de leur expertise pour gérer plus efficacement les finances publiques nationales.

2.3. Politique concernant le secteur financier

Les recommandations spécifiques par pays de 2014 pour la zone euro appelaient à agir pour renforcer la résilience du système bancaire. Il s'agissait notamment de prendre les

¹⁷ Le pacte budgétaire constitue le chapitre budgétaire du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG).

mesures nécessaires suite à l'évaluation complète de la BCE, de mettre en œuvre les règlements relatifs à l'union bancaire et de mener à bien les travaux supplémentaires prévus pendant la période de transition du mécanisme de résolution unique (MRU). Ces recommandations soulignaient la nécessité de réduire la fragmentation financière, de stimuler l'investissement privé et d'accroître l'apport de crédit à l'économie par des mesures pour faciliter l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises (PME), approfondir les marchés de capitaux et relancer le marché de la titrisation. La crise récente s'est caractérisée par l'ampleur de l'effet de contagion exercé par les marchés financiers, qui s'est propagé aux différents marchés d'obligations souveraines ainsi qu'entre risques souverains et risques privés. L'analyse des effets de contagion bilatérale des risques de crédit souverains dans la zone euro révèle une grande hétérogénéité entre les pays, ceux appliquant un programme d'ajustement économique provoquant eux-mêmes des effets d'entraînement, tout en étant exposés aux tensions issues d'autres États membres. La crise a en partie interrompu le processus d'intégration financière dont l'union monétaire avait été le catalyseur et donné libre cours à de puissants facteurs de morcellement. La création, entre autres, d'une union bancaire et la mise en œuvre d'un corpus de règles unique contribueront à rompre le lien entre dette souveraine et banques. Dans ce contexte de plus grande résilience des banques, l'on devrait peu à peu voir se développer des flux bancaires transfrontières plus pérennes.

Dans l'ensemble, des progrès substantiels ont été accomplis en ce qui concerne l'application de ces recommandations. Ce constat appelle les précisions suivantes, si l'on considère aussi les défis politiques qui restent à relever en ce qui concerne le secteur financier dans la zone euro.

La situation s'est améliorée sur les marchés financiers de la zone euro, mais ces marchés restent fragmentés. Parallèlement à l'évolution des taux directeurs de la BCE, les taux du marché monétaire à court terme de la zone euro sont tombés à des niveaux proches de zéro. De même, les rendements des obligations d'État et les écarts de taux au sein de la zone ont évolué à la baisse, notamment en raison i) de l'impact des mesures de politique monétaire qui ont été prises, notamment de l'engagement de la BCE en faveur du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) et d'un assouplissement quantitatif à grande échelle, ii) d'une baisse des anticipations inflationnistes à long terme, iii) d'un risque de crédit perçu comme moindre dans les États membres économiquement vulnérables, iv) d'un renforcement des cadres de gouvernance économique et budgétaire et v) d'un renforcement de la réglementation et de la surveillance financières. Les marchés d'obligations souveraines de la zone euro ont bien résisté aux accès de volatilité temporaires provoqués par certains événements géopolitiques. Sur certains segments de marché, le processus de fragmentation financière s'est partiellement inversé depuis le milieu de l'année 2013, mais d'un point de vue historique, les marchés restent très morcelés. Les enquêtes menées sur les prêts bancaires font toujours apparaître des différences au niveau des conditions de prêt dans la zone euro, différences qui sont liées, dans une certaine mesure, à des facteurs propres aux entreprises et à l'évolution des prêts improductifs.

Malgré l'amélioration des coûts de financement, le volume des prêts bancaires au secteur privé reste faible. Il n'y a pas de preuves concluantes d'un déficit de financement généralisé dans l'économie de la zone euro, l'atonie de la demande expliquant, en grande

partie, la faible expansion du crédit. On note toutefois certaines tensions dans les flux de financement, en particulier pour les projets d'infrastructures à assez long terme et pour les PME actives dans les économies les plus vulnérables. Les contraintes qui restreignent indûment l'accès au crédit doivent encore être supprimées, afin que n'apparaissent pas de déficits de financement et que la croissance économique ne se trouve pas freinée une fois que la demande de crédit reprendra.

Pour remédier à la faiblesse de l'inflation, la BCE a adopté un certain nombre de mesures de politique monétaire, classiques et non classiques. En 2014, l'inflation a été de 0,4 % en moyenne dans la zone euro, ce qui est bien inférieur à l'objectif d'inflation à moyen terme défini par la BCE. Pour favoriser un ancrage ferme des prévisions d'inflation à moyen terme, la BCE a abaissé ses taux directeurs à leur limite inférieure effective. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (MRO) a été ramené à 0,05 % en septembre 2014, tandis que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt a été fixé à -0,20 %. En juillet 2013, des orientations prospectives ont été publiées, pour influencer plus directement la courbe des taux d'intérêt. La BCE a réaffirmé que les taux directeurs resteraient bas pour une longue période, compte tenu des prévisions de faible inflation. Des opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO) ont été instaurées, pour fournir des financements à terme pouvant aller jusqu'à quatre ans à un très faible taux d'intérêt fixe. La BCE a également pris d'autres mesures non classiques, en intervenant directement sur les marchés de titres adossés à des actifs (ABS) et d'obligations sécurisées.

En janvier 2015, la BCE a décidé d'un vaste programme d'assouplissement quantitatif. Elle a ainsi annoncé qu'elle prévoyait d'étendre son programme d'achat d'actifs au-delà des titres adossés à des actifs et des obligations sécurisées, pour y inclure des obligations de premier rang libellées en euros et négociables, émises par des États membres de la zone euro et des institutions européennes. Dans le cadre de ce programme d'achat étendu, le total des achats mensuels de titres publics et privés par l'Eurosystème s'élèvera à 60 milliards d'EUR jusqu'à la fin du mois de septembre 2016 et, dans tous les cas, aussi longtemps qu'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation en direction de taux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme n'aura pas été réalisé. En outre, la BCE a décidé de modifier la tarification de ses opérations de refinancement à long terme ciblées: le taux d'intérêt qui s'appliquera à toute future TLTRO sera égal au taux applicable aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème au moment où cette TLTRO sera conclue, ce qui supprimera l'écart de 10 points de base qui s'est appliqué aux deux premières TLTRO par rapport au taux sur les MRO. Les marchés ont réagi positivement au programme d'achat étendu, qui devrait être suffisamment vaste pour avoir une incidence sur l'évolution macroéconomique de la zone euro au sens large et induire le réalignement des perspectives d'inflation pour le moyen à long terme sur les objectifs de la BCE en matière de stabilité des prix, à savoir des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 %. Ces résultats devraient, à leur tour, faciliter le désendettement de l'ensemble de la zone euro et soutenir la demande de crédit et l'investissement. Mais l'efficacité de cette action déterminée de la BCE dépendra aussi du caractère approprié et de la mise en œuvre résolue d'autres mesures stratégiques – et notamment les réformes budgétaires et structurelles.

Si une forte impulsion monétaire est jugée essentielle pour combattre les faiblesses économiques et préserver la stabilité des prix à moyen terme, les efforts en ce sens ne s'accompagnent pas encore de mesures complémentaires dans d'autres domaines, et notamment dans le secteur financier. Les résultats de l'évaluation globale (*Comprehensive Assessment*) conduite par la BCE et de l'exercice de tests de résistance conduit à l'échelle de l'UE sous la coordination de l'Autorité bancaire européenne (ABE) confirment que la capitalisation des banques européennes s'est nettement améliorée au cours des 6 dernières années. Sur la période 2008-2013, les 130 groupes bancaires soumis à l'évaluation globale ont levé des fonds pour un montant supérieur à 200 milliards d'EUR. Entre janvier 2014 et l'achèvement de l'évaluation globale en octobre 2014, 57 milliards d'EUR supplémentaires ont été levés. Ces chiffres témoignent que les banques ont consenti d'importants efforts de recapitalisation, motivés par le nouveau cadre réglementaire de l'Union européenne (directive et règlement sur l'adéquation des fonds propres), les demandes des autorités de surveillance et les attentes du marché. Il est toutefois ressorti de l'évaluation globale de la BCE que 25 banques accusaient encore un déficit de fonds propres, dont le montant cumulé atteignait 25 milliards d'EUR. Sur ces 25 banques, 12 ont déjà comblé ce déficit en 2014, en augmentant leurs fonds propres d'un montant cumulé de 15 milliards d'EUR. Les banques dont la capitalisation est encore insuffisante ont préparé des plans de fonds propres et ont jusqu'à neuf mois pour remédier à leur sous-capitalisation. Les banques européennes sont désormais beaucoup mieux préparées à affronter les chocs financiers qu'avant la crise. Ainsi, les investisseurs devraient être rassurés quant à la qualité de leurs bilans, et la confiance devrait revenir, ce qui permettra aux banques d'exercer leur mission première: prêter à l'économie réelle.

Toutefois, il reste des défis à relever, et l'assainissement des bilans et des structures de gouvernance des banques n'est pas encore achevé. Des progrès considérables ont été accomplis pour relever le secteur financier en Europe. Les bilans des banques en sortent renforcés, et l'accès au crédit a été amélioré. En 2014, pour la première fois en sept ans, les banques de la zone euro ont fait mention d'un assouplissement des normes de crédit aux entreprises. D'après l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*), les conditions de la croissance du crédit dans la zone euro s'améliorent peu à peu, mais il reste à voir si cette évolution positive se traduira par la création nette de crédit, dès lors que, dans de nombreux pays, le volume des remboursements surpasse encore celui des nouveaux prêts. Pendant quelque temps encore, le crédit bancaire restera la principale source de financement des entreprises européennes, et les banques doivent encore recouvrer leur pleine capacité de prêt. À cet effet, de nouvelles réformes du secteur bancaire sont à prévoir. Les banques de la zone euro ont encore des efforts à fournir pour se conformer aux exigences de fonds propres plus élevées que leur imposent la nouvelle directive et le nouveau règlement en la matière (CRD IV et CRR), qui prendront pleinement effet en 2019. En outre, elles devront améliorer leur gestion des risques, renforcer leurs structures de gouvernance et relever le défi de la rentabilité. Les banques européennes pourraient rendre leurs modèles économiques encore plus résilients face aux chocs négatifs, par exemple en stabilisant davantage leurs sources de financement. Par ailleurs, les bilans des banques restent sous pression, en raison du volume élevé de prêts non productifs. Lorsque le niveau d'endettement des entreprises débitrices n'est pas tenable, mais que leur modèle économique est jugé viable,

le problème des prêts non productifs peut être traité par des mesures telles qu'une restructuration de la dette, un régime d'insolvabilité plus favorable ou des outils spécifiques, comme un échange de créances contre des actifs (*debt/equity swap*). Ces instruments peuvent être complétés par des mesures visant à mieux aligner le traitement fiscal respectivement réservé aux instruments de dette et de fonds propres. Le traitement du problème des prêts non productifs inscrits au bilan des banques devrait nécessairement avoir pour contrepartie un désendettement du secteur privé non financier, qui contribuerait, à son tour, à alléger l'encours total de la dette héritée de la crise et à soutenir l'activité économique.

La mise en œuvre de l'union bancaire continue à progresser. Le mécanisme de surveillance unique (MSU) est devenu opérationnel le 4 novembre 2014. À ce titre, la BCE est désormais chargée de la surveillance directe des banques les plus importantes de la zone euro.

Une mise en œuvre cohérente du règlement établissant le mécanisme de résolution unique (MRU) viendra parachever l'architecture de l'union bancaire. La mise en place du conseil de résolution unique (CRU) progresse. Les membres permanents du CRU devraient prendre leurs fonctions dans les mois à venir. Le CRU se met également en place sur les plans administratif et opérationnel, puisque l'élaboration des plans de résolution bancaire devrait commencer cette année.

Les travaux visant à doter le Fonds de résolution unique d'un dispositif de soutien commun pour la période transitoire durant laquelle les fonds nationaux de résolution des pays participant au MRU seront peu à peu mutualisés progressent également. En décembre 2014, les États membres ont adopté une déclaration, en vertu de laquelle les États membres de la zone euro, soutenus par le mécanisme européen de stabilité (MES), et les États membres hors zone euro qui décident d'adhérer à l'union bancaire seront soumis aux mêmes règles concernant le Fonds de résolution unique.

La construction d'un système financier plus solide doit nécessairement s'accompagner du développement d'autres canaux de financement, passant par le marché, diversifiés et résilients. C'est d'autant plus important que l'Europe reste très dépendante des financements bancaires classiques et que ceux-ci se trouvent contraints par les exigences de désendettement et le nécessaire ajustement des modèles économiques des banques au nouveau cadre réglementaire qui entrera bientôt en application. Par comparaison avec d'autres économies, la zone euro se distingue comme étant largement fondée sur les banques. En ce qui concerne les financements par le marché, s'ils se sont développés, ils restent fortement axés sur le financement par l'emprunt, tandis que le financement par fonds propres conserve un rôle mineur. La recherche suggère qu'une plus grande diversification en faveur des financements de marché produirait des gains économiques. En outre, les structures financières de marché présentant un risque systémique moins élevé et générant plus de croissance économique en période de tensions que les modèles fondés sur les banques, elles seraient synonymes d'une plus grande stabilité financière, avec d'autres effets positifs à la clé.

Afin de diversifier les sources de financement externe des entreprises et de contribuer ainsi à la croissance économique, la Commission européenne s'est engagée à mettre en place une union des marchés de capitaux (UMC).

Engagements	Évaluation succincte
Recommandations adressées en 2014 aux États membres de la zone euro	
<p>Première recommandation</p> <p>Promouvoir et suivre, en collaboration étroite avec la Commission, la mise en œuvre des réformes structurelles dans les domaines les plus importants pour le bon fonctionnement de la zone euro, afin de favoriser la croissance et la convergence ainsi que la correction des déséquilibres internes et externes; évaluer et encourager les progrès dans la réalisation des engagements pris en matière de réforme dans les États membres de la zone euro qui connaissent des déséquilibres excessifs et dans la mise en œuvre des réformes dans les États membres de la zone euro dont les déséquilibres nécessitent des mesures résolues, afin de limiter les effets d’entraînement négatifs sur le reste de la zone euro; promouvoir la mise en œuvre de politiques appropriées dans les pays qui enregistrent des excédents importants de la balance courante, afin qu’ils contribuent à produire des retombées positives; organiser régulièrement des discussions thématiques sur les réformes structurelles des marchés du travail et des marchés des produits susceptibles d’avoir des répercussions importantes, en mettant l’accent sur la réduction de la pression fiscale élevée sur le travail et sur la réforme des marchés des services;</p>	<p>La zone euro a réalisé certaines avancées dans la mise en œuvre de la première recommandation:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les progrès dans la mise en œuvre des engagements pris en matière de réforme ont été encouragés au niveau de la zone euro, par les discussions techniques au sein du comité de politique économique et du comité économique et financier ainsi que par les débats politiques au sein de l’Eurogroupe et du Conseil ECOFIN. Des progrès dans la mise en œuvre des réformes dans le pays sous programme ont également eu lieu, de même que des discussions sur l’avancement des réformes dans les États membres qui présentent des déséquilibres excessifs ou dont les déséquilibres requièrent des mesures décisives. • Il ressort de l’évaluation de la mise en œuvre des engagements de réforme pris par les différents États membres qu’au niveau de la zone euro dans son ensemble, environ [50]% des recommandations par pays ont au moins en partie été suivies d’effets. • L’Eurogroupe a tenu une série de discussions sur la manière de promouvoir la mise en œuvre de politiques appropriées dans les pays présentant d’importants excédents de la balance courante, notamment dans le cadre de l’évaluation des projets de plans budgétaires. • L’Eurogroupe a tenu deux discussions thématiques, en juillet et en septembre, sur la réduction de la pression fiscale élevée sur le travail et il en tiendra une autre en mars sur la réforme des marchés des services.
<p>Deuxième recommandation</p> <p>Coordonner leurs politiques budgétaires, en étroite collaboration avec la Commission, notamment lors de l’examen des projets de plans budgétaires, afin d’assurer une orientation budgétaire cohérente et propice à la croissance dans toute la zone euro; améliorer la qualité et la viabilité des finances publiques en accordant la priorité à l’investissement matériel et immatériel au niveau national et à l’échelon de l’UE; veiller à la solidité des cadres budgétaires nationaux et notamment des conseils budgétaires nationaux.</p>	<p>La zone euro a réalisé certaines avancées dans la mise en œuvre de la deuxième recommandation:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Des progrès ont été réalisés dans la coordination des politiques budgétaires, dans la mesure où les perspectives budgétaires au niveau de la zone euro dans son ensemble se sont améliorées et où l’orientation générale des politiques budgétaires semble appropriée. Cependant, la coordination des politiques budgétaires demeure sous-optimale. Des discussions ont eu lieu dans le cadre de l’évaluation des projets de plans budgétaires.

	<ul style="list-style-type: none"> • Le 13 janvier, la Commission a publié une communication sur la meilleure utilisation possible de la flexibilité offerte par les règles existantes du pacte de stabilité et de croissance. Il s'agit notamment de faciliter l'investissement. • Des progrès limités ont été réalisés dans l'amélioration de la qualité et de la viabilité des finances publiques, qui restera au cœur des examens thématiques par les pairs qui auront prochainement lieu dans le cadre du comité de politique économique. • Des discussions ont eu lieu au niveau technique, ainsi qu'au sein de l'Eurogroupe et du Conseil ECOFIN, sur la question de la promotion de l'investissement, et notamment de la priorisation de l'investissement matériel et immatériel aux niveaux national et de l'UE. • Enfin, des discussions techniques ont eu lieu sur les cadres budgétaires nationaux, y compris les conseils budgétaires nationaux.
<p>Troisième recommandation par pays</p> <p>Assurer la résilience du système bancaire, notamment en prenant les mesures nécessaires pour le suivi de l'examen de la qualité des actifs et des tests de résistance, ainsi qu'en mettant en œuvre les règlements de l'union bancaire et en faisant avancer les travaux futurs prévus au cours de la période transitoire prévue pour le MRU; stimuler l'investissement du secteur privé et accroître l'offre de crédit à l'économie par le biais d'actions de nature à améliorer l'accès des PME au crédit, approfondir les marchés des capitaux et relancer le marché de la titrisation sur la base des propositions et du calendrier figurant dans la communication de la Commission sur le financement à long terme de l'économie européenne.</p>	<p>La zone euro a réalisé des avancées remarquables dans la mise en œuvre de la troisième recommandation.</p> <p>Les progrès ont été substantiels dans les mesures prises pour garantir la résilience du système bancaire:</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'évaluation globale conduite par la BCE, y compris les tests de résistance conduits à l'échelle de l'UE sous la coordination de l'ABE, a été menée à bien en octobre 2014. Elle a confirmé une nette amélioration de la capitalisation des banques européennes au cours des dernières années. Le suivi de l'évaluation globale est en cours. Les banques dont la capitalisation est encore insuffisante ont préparé des plans de fonds propres et ont jusqu'à neuf mois pour remédier à leur sous-capitalisation. • En ce qui concerne la mise en œuvre de l'union bancaire, le mécanisme de surveillance unique (MSU) a officiellement pris ses fonctions de surveillance le 4 novembre 2014. L'une de ses principales priorités est de garantir des conditions de concurrence équitables entre les grandes banques européennes, non seulement en matière de surveillance, mais aussi aux fins de l'application cohérente du «règlement uniforme» (corpus unique de règles applicable au secteur financier). • La mise en place opérationnelle du conseil de résolution unique (CRU) est également en bonne voie. Les membres permanents du CRU devraient prendre leurs fonctions dans les mois à venir, puisque l'élaboration des plans de résolution bancaire devrait commencer cette

	<p>année.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les règles relatives au calcul ajusté au risque des contributions des banques aux fonds de résolution en vertu de la directive sur le redressement et la résolution bancaires (DRRB) ont été arrêtées. <p>Diverses mesures ont permis des progrès dans la stimulation de l'investissement privé et l'accroissement de l'offre de crédit à l'économie:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dans le cadre des mesures publiques prises pour stimuler directement l'investissement privé, la Commission européenne a lancé son plan d'investissement en novembre 2014. Il permettra une meilleure intégration et une plus grande diversification des marchés européens du financement et agira comme un catalyseur de l'investissement privé. • Le règlement relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (FEILT) permettra aux fonds spécialisés dans les investissements à long terme, par exemple les projets d'infrastructure ou les PME, de bénéficier d'un cadre réglementaire européen commun et des droits que confère un passeport. Les FEILT devraient être opérationnels d'ici à la mi-2015. • La Commission européenne a déclaré travailler à la mise en place d'une union des marchés de capitaux (UMC) pour permettre à ces marchés de gagner en taille et en profondeur, l'objectif ultime étant de créer un véritable marché unique des services financiers. • L'une des priorités à court terme de la Commission est de créer un marché de la titrisation viable à l'échelle de l'UE. Dans ce contexte, la Commission privilégie une approche qui instaure une plus grande sensibilité au risque dans le cadre réglementaire. L'adoption, en octobre, de critères de «qualité élevée» dans les actes délégués de la Commission relatifs, d'une part, aux règles de solvabilité applicables aux assureurs (Solvabilité II) et, d'autre part, aux règles de liquidité applicables aux banques (ratio de liquidité à court terme, LCR) représente un premier pas dans cette direction. D'autres initiatives publiques et privées sont toutefois nécessaires au développement de marchés de la titrisation sûrs, profonds et liquides dans l'UE.
<p>Quatrième recommandation</p> <p>Poursuivre les travaux en vue de l'approfondissement de l'Union économique et monétaire et contribuer à l'amélioration du cadre de surveillance économique dans le</p>	<p>La zone euro a réalisé certaines avancées dans la mise en œuvre de la quatrième recommandation:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La Commission a présenté sa communication sur le réexamen du «two-pack» et du «six-pack» comme base de discussion avec le Parlement

contexte des réexamens prévus pour la fin de 2014.

européen et le Conseil. Sur cette base, elle appréciera s'il est nécessaire d'apporter des adaptations à la législation elle-même ou à sa mise en œuvre dans la pratique.

- Dans le cadre de l'examen annuel de la croissance, la Commission a annoncé un certain nombre de mesures pour améliorer l'application du système de gouvernance économique dès le semestre européen 2015.
- En ce qui concerne la question plus vaste de l'approfondissement de l'Union économique et monétaire, le sommet de la zone euro d'octobre dernier a invité le président de la Commission européenne à préparer, avec les présidents de la BCE, du Conseil européen et de l'Eurogroupe, de nouvelles mesures pour renforcer la gouvernance économique. Le Conseil européen de décembre a appelé à la tenue de discussions informelles au Conseil européen de février et à ce qu'il en soit rendu compte au Conseil européen de juin.