JANVIER 2009 Synthèses

OCDE

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

Étude économique de la zone euro, 2009

Quelle sera la durée de la récession ?

Que doit faire la politique monétaire ?

Que faut-il faire pour stabiliser le système financier ?

Quel est l'impact de l'intégration financière ?

Comment la surveillance financière peut-elle répondre aux risques transnationaux ?

Comment renforcer la viabilité budgétaire ?

Pour plus d'informations

Références

Où nous contacter ?

Résumé

Après une période prolongée de bonne performance macroéconomique, l'économie de la zone euro se trouve confrontée à plusieurs difficultés. La croissance de la production, après avoir fléchi en 2007, s'est encore affaiblie tout au long de 2008, avec un PIB en recul au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année. Ce ralentissement a été aggravé par les turbulences qui ont commencé d'affecter les marchés internationaux de capitaux en août 2007 et se sont intensifiées en septembre 2008. L'activité économique mondiale s'est nettement ralentie. Avec la hausse antérieure des prix des produits de base, l'inflation était passée à un niveau nettement supérieur à l'objectif de stabilité des prix de la Banque centrale européenne bien qu'elle se soit reculée depuis.

La zone euro avait au départ résisté à ces chocs, mais la production devrait se contracter au deuxième semestre de 2008 et au premier semestre de 2009, avec une croissance inférieure à la tendance jusqu'au milieu de 2010. Bien que les pressions que subissent les marchés monétaires aient pu être enrayées encore récemment par la banque centrale, les conditions de crédit se sont durcies pour le secteur privé. Malgré tout, une forte contraction du crédit bancaire ne s'est pas encore produite. Les risques d'instabilité des prix n'ont pas totalement disparu, mais on ne constate guère à l'heure actuelle de larges effets de second tour, et les anticipations de prix semblent bien ancrées. Mais les risques sont grands pour les perspectives de croissance. Il faut que les autorités nationales et européennes restent très attentives à l'évolution des marchés de capitaux et de l'ensemble de l'économie et y réagissent comme il convient. Cet épisode d'instabilité financière a mis en lumière la nécessité d'une régulation adéquate des activités financières, ce qui pose des problèmes particuliers pour un marché européen des capitaux de plus en plus intégré. Les autorités, dans leur action à court terme, doivent éviter les mesures qui compromettraient les objectifs à plus long terme. Des problèmes subsistent à plus longue échéance pour parvenir à la viabilité budgétaire, améliorer la résilience économique et relever les niveaux de vie en intensifiant les réformes structurelles sur les marchés européens.

L'innovation et l'intégration financières ont modifié l'environnement. Le système financier européen s'est développé en s'intégrant de plus en plus, mais de nouvelles mesures pourraient être prises pour intensifier la concurrence dans la banque de détail. Le crédit s'est montré très dynamique, de grands groupes bancaires internationaux se sont constitués et les innovations financières ont ouvert des possibilités de diversification des risques tout en augmentant la prise de risque. Cela a resserré les liens entre les marchés nationaux et a sans doute modifié la transmission de la politique monétaire aux activités économiques.

Cette Synthèse présente les évaluations et les recommandations de l'Étude économique de la zone euro pour 2009. Le Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, composé des 30 pays membres de l'Organisation et de la Commission européenne, est responsable de ces Études. Le Département des affaires économiques prépare un projet d'étude qui est ensuite modifié sur la base des délibérations et publié sous la responsabilité du Comité.

L'Observateur ocde

© OCDE 2009

Il faudrait renforcer le cadre d'action pour faire face aux risques systémiques qui menacent le système financier. Les turbulences financières actuelles, auxquelles s'ajoutent la fin du cycle de crédit et le gel récent du marché interbancaire, ont posé de graves problèmes. Les autorités européennes et nationales ont engagé une action coordonnée pour restaurer la confiance sur les marchés de capitaux. Les événements récents soulignent également les faiblesses du dispositif réglementaire, qu'on s'efforce de corriger au niveau européen et international. Malgré les progrès accomplis, il est indispensable de réfléchir à l'harmonisation des systèmes de surveillance nationaux pour faire face aux risques internationaux en passant à une supervision plus centralisée et intégrée au niveau de l'UE. Des mesures s'imposent pour remédier aux risques macroprudentiels et s'assurer que la réglementation ne renforce pas le caractère procyclique du système financier.

La balance des risques s'est modifiée en ce qui concerne la stabilité des prix. L'inflation globale, après avoir atteint des niveaux très élevés, a récemment reflué, mais les anticipations inflationnistes sont restées bien ancrées. Les tensions inflationnistes s'atténuant, la BCE a réduit son taux directeur de concert avec les autres banques centrales. À en juger par les prévisions de l'OCDE, l'année prochaine devrait être marquée par un net sous-emploi des ressources économiques, ce qui contribuera à ralentir encore l'inflation. Avec un tel scénario, un nouvel assouplissement de la politique monétaire serait possible. Mais les perspectives économiques sont entourées d'une extrême incertitude. Si les tensions inflationnistes devaient être plus fortes que prévu, la marge de manœuvre sera restreinte. Les autorités monétaires devront être prêtes à réagir en cas de désancrage des anticipations inflationnistes à long terme.

La discipline budgétaire devrait être encore améliorée. Les performances budgétaires se sont améliorées dans la zone euro depuis la révision du Pacte de stabilité et de croissance, grâce à une progression très favorable des recettes, bien que des déficits importants subsistent dans certains pays. Le ralentissement économique et le coût des mesures d'urgence prises par les gouvernements pour stabiliser les marchés de capitaux accentueront les pressions budgétaires. Le vieillissement de la population reste un enjeu majeur à long terme et, en général, rien ne justifie véritablement une politique budgétaire discrétionnaire expansionniste au fur et à mesure du ralentissement économique. Améliorer la qualité des finances publiques, aussi bien du côté des dépenses que du côté de la fiscalité, permettrait de relever les niveaux de vie. ■

Quelle sera la durée de la récession ?

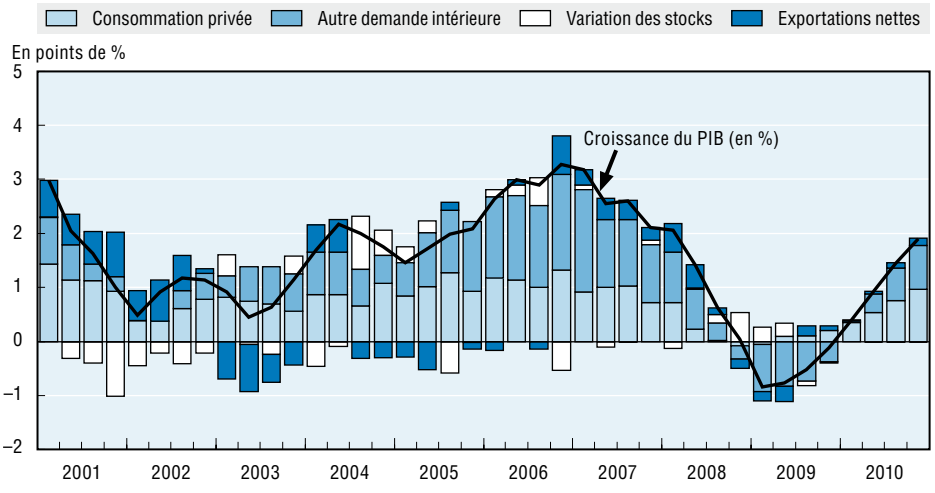
La zone euro est parvenue à un niveau élevé de stabilité macroéconomique durant la première décennie de l'union économique et monétaire. L'un des principaux atouts a été la fin des désordres et des réajustements qui affectaient les taux de change. Toutefois, les turbulences que traversent les marchés de capitaux depuis l'été de 2007 et leur intensification depuis la mi-septembre 2008 ont eu de lourdes conséquences pour l'économie mondiale. Même si le marché américain des prêts hypothécaires à haut risque est la cause immédiate de ces turbulences, les marchés de capitaux et les institutions financières de la zone euro ont pris part au cycle prolongé du crédit observé ces dernières années et ont subi de plein fouet l'aggravation des tensions sur les marchés de capitaux. C'est la première crise financière que connaît la zone euro. Elle a coïncidé au départ avec une très forte hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires ainsi qu'avec une nette appréciation de l'euro, laquelle a atténué l'impact inflationniste, mais a nui à la compétitivité. Aujourd'hui, la priorité pour tous les pays membres est de trouver des solutions à la crise financière et de les mettre en œuvre rapidement. Face à ces évolutions, il faut éviter les mesures qui anéantiraient les objectifs à plus long terme. La réponse qui s'impose devant la possibilité d'une déstabilisation financière met en cause un grand nombre d'intervenants : les autorités de régulation financière, les instances de surveillance, les banques centrales et les ministères des Finances. Cette *Étude* rendra compte des évolutions récentes, analysera la politique monétaire et la politique budgétaire et sera plus spécialement axée sur l'ensemble des problèmes qui se rattachent aux marchés de capitaux. L'examen macroéconomique porte sur la zone euro, alors qu'un grand nombre d'aspects de la réglementation financière relèvent des compétences nationales et des compétences de l'Union européenne dans le cadre du marché unique européen. Les autres questions structurelles se rapportant à la croissance seront traitées de façon plus approfondie dans l'*Étude économique 2009 de l'Union européenne*.

L'activité économique a commencé de se ralentir durant la première partie de 2007 et elle n'a cessé de s'affaiblir, la production reculant aux deuxième et troisième trimestres de 2008. Les cinq années précédentes s'étaient caractérisées par une reprise soutenue de l'activité, à la faveur d'une vive progression des exportations et de l'investissement. La consommation restait néanmoins assez atone, à cause d'un taux élevé d'épargne des ménages et d'une faible augmentation du revenu disponible. La demande ayant eu tendance à se rapprocher des capacités, la politique monétaire a été durcie à partir de décembre 2005. L'euro s'est régulièrement apprécié et, au milieu de 2008, il avait progressé de 30 % en termes effectifs nominaux par rapport au milieu de 2002. Il se maintient à un niveau élevé malgré sa baisse récente. Depuis que s'est amorcé le ralentissement de la croissance, la zone euro a subi trois grands chocs macroéconomiques : les prix de l'énergie et des produits alimentaires ont fortement augmenté, le cycle mondial du crédit s'est retourné, ce qui s'est traduit par de graves

Graphique 1.

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB

Variation par rapport à la même période de l'année précédente



Source : OCDE, *base de données des Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 84.

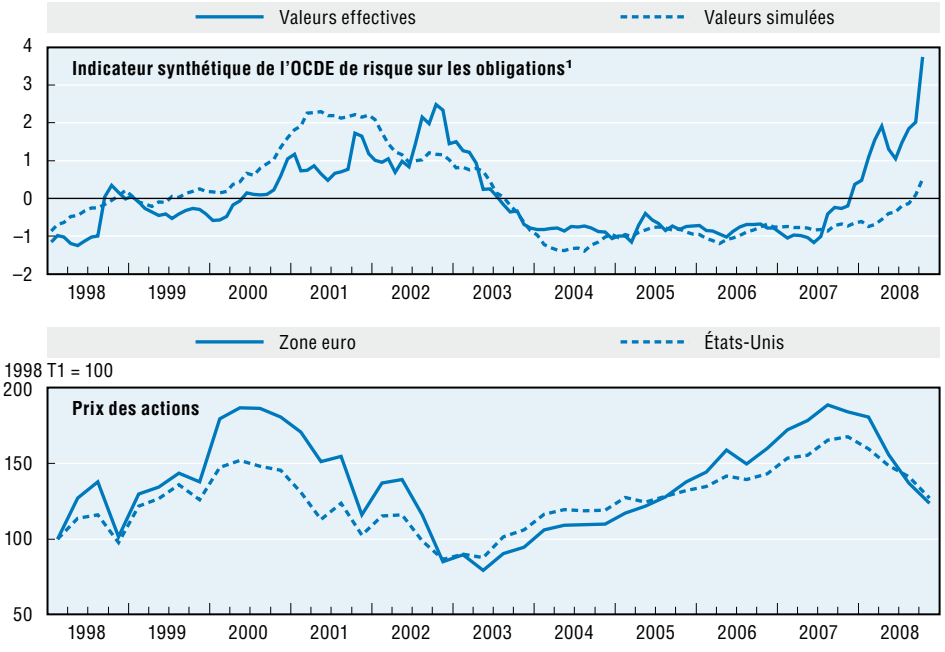
turbulences prolongées sur les marchés internationaux de capitaux, et le cycle de l'immobilier a atteint son point haut dans plusieurs pays.

C'est la crise du marché américain des prêts hypothécaires à haut risque qui a déclenché ces turbulences en ayant de profondes répercussions sur les marchés de capitaux. Cela a marqué le retournement, dans un contexte plus large, d'un cycle du crédit particulièrement dynamique, au cours duquel les taux d'intérêt à long terme sont tombés bien au-dessous de leur moyenne sur longue période, la prise de risque s'est accentuée et les prix des actifs ont augmenté. Le cycle du crédit a donné un coup de fouet au marché immobilier dans un grand nombre de pays : dans la zone euro, les prix des logements ont connu une hausse de l'ordre de 50 % ces cinq dernières années. Lorsque le cycle s'est retourné, les intervenants sur les marchés ont pris moins de risques, le capital s'est renchéri et les prix des actifs financiers ont baissé. L'effet global de ces chocs a commencé de se faire sentir dans la zone euro, bien que l'appréciation de l'euro ait eu un effet d'amortissement sur les prix à l'importation, l'intensité pétrolière de la production soit plus faible, le cycle du logement soit moins prononcé, les bilans des ménages soient relativement sains et les activités financières qui se trouvent au cœur de la crise soient plus distanciées. Les dernières prévisions de l'OCDE estiment que la production continuera de s'affaiblir au quatrième trimestre de 2008 et au premier semestre de 2009, avant de se reprendre progressivement. La croissance ne devrait pas dépasser le taux tendanciel avant la fin du deuxième semestre de 2010.

La politique monétaire a été durcie entre la fin de 2005 et juillet 2008, le taux directeur passant de 2 à 4¼ pour cent devant l'aggravation des risques d'instabilité des prix. Les taux directeurs ont été réduits de 50 points de base en octobre 2008 en coordination avec six autres banques centrales du fait de la baisse des prix des produits de base, du ralentissement de l'inflation et du recul des anticipations inflationnistes. Une nouvelle réduction de 50 points de base est intervenue début novembre. De plus, l'intensification des turbulences financières durant la deuxième moitié de septembre 2008 a aggravé les risques de ralentissement de la croissance et a diminué encore les risques d'instabilité des prix. Les taux réels *ex ante* paraissent maintenant proches ou inférieurs à leur moyenne sur longue période. Mais les écarts de taux restent marqués

Graphique 2.

ÉVOLUTION AU COURS DU CYCLE DU CRÉDIT



1. Écart par rapport à la moyenne, en termes d'écart type de l'indicateur synthétique mentionné dans OCDE (2006), « L'indicateur synthétique de primes de risque de l'OCDE », appendice I.2 dans les *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 80, OCDE, Paris.

Source : Datastream et OCDE, *base de données des Perspectives économiques de l'OCDE*.

du fait des turbulences financières et les banques pratiquent des conditions de crédit plus restrictives qu'avant ces turbulences, bien que le rythme d'expansion du crédit au secteur non financier ne se soit ralenti que progressivement. Le taux de change nominal s'est fortement apprécié malgré un léger recul depuis le printemps de 2008. Bien que les taux directeurs aient nettement été réduits récemment, les conditions financières ne sont pas particulièrement accommodantes. ■

Que doit faire la politique monétaire ?

L'inflation s'est nettement accélérée depuis le début de 2007, atteignant 4 % au milieu de 2008. Auparavant, elle restait proche – mais au-dessus – du niveau correspondant à la définition de la stabilité des prix par la Banque centrale européenne. La nette recrudescence de l'inflation tenait en grande partie à une flambée imprévue des prix mondiaux de l'énergie et des produits alimentaires, sur laquelle la politique monétaire ne peut guère exercer d'influence. L'inflation tendancielle (hors énergie et produits alimentaires) est demeurée inférieure à 2 % et la hausse dans les services a été stationnaire, à environ 2½ pour cent. Cela montre qu'il n'y a pas eu jusqu'à présent d'amples effets de second tour, bien que les coûts unitaires de main-d'œuvre se soient accélérés, traduisant la persistance des pressions sur les prix. En outre, la hausse du coût de l'énergie freine la croissance potentielle. L'inflation globale diminue depuis juillet 2008 et si le récent fléchissement des prix des produits de base est durable, elle pourrait descendre nettement au-dessous de 2 % au cours de 2009 selon les prévisions de l'OCDE. Avec une faible croissance de la production, le sous-emploi des ressources pourrait être marqué dès lors que la croissance potentielle ne se ralentit pas trop, ce qui atténuera les pressions sous-jacentes sur les salaires et les prix. Avec de telles prévisions, un nouvel assouplissement de la politique monétaire serait possible, mais ce scénario est entouré d'une extrême incertitude. Si les conditions financières devaient être plus restrictives que prévu ou l'activité se contractait très rapidement, de plus fortes baisses des taux d'intérêt pourraient être nécessaires. En revanche, si les tensions inflationnistes sont plus prononcées que prévu, la marge de manœuvre sera limitée. Les autorités monétaires doivent être prêtes à réagir en cas de désancrage des anticipations inflationnistes.

L'euro a su s'affirmer comme une monnaie stable et la BCE a mis en place un cadre sophistiqué de politique monétaire. Durant les dix premières années de l'Union monétaire, l'inflation a été proche de 2 % en moyenne – en dépassant légèrement ce chiffre – et elle est restée aux alentours de ce niveau relativement faible aussi bien par rapport au passé que par rapport aux autres économies développées. Ce résultat a pu être obtenu grâce à la stratégie à deux piliers de la BCE. Une communication claire est un volet essentiel de ce succès, mais il faudrait apporter certaines améliorations. La BCE devrait diffuser auprès du public des prévisions faisant apparaître des profils trimestriels à un horizon suffisamment lointain pour permettre d'absorber totalement les effets immédiats des chocs et des changements de politique ; cela pourrait aider à la formation des anticipations d'inflation. Mais toute amélioration des prévisions actuelles devra être pleinement conforme à la stratégie à deux piliers de la BCE, qui relie déjà les anticipations inflationnistes aux évolutions monétaires. Dans ce contexte, des explications plus détaillées et plus régulières concernant les analyses conduites pour le pilier monétaire du cadre de la BCE informeraient mieux le public sur les conséquences de la croissance monétaire actuelle pour l'inflation future et sur la façon dont les taux directeurs sont fixés. La décision qu'a prise le Conseil des gouverneurs en 2007 d'étoffer son analyse monétaire sur plusieurs aspects bien définis devrait remédier au besoin d'informations supplémentaires. ■

Que faut-il faire pour stabiliser le système financier ?

L'instabilité financière actuelle s'est traduite par de fortes turbulences sur les marchés monétaires. Éprouvant des difficultés à évaluer leurs engagements sur le marché américain des prêts hypothécaires à haut risque, les banques ont été réticentes à se faire crédit. En conséquence, les taux d'intérêt des marchés monétaires ont fortement augmenté. La BCE et les autres banques centrales ont fourni des liquidités au système bancaire via différents types d'opérations de refinancement. L'apport de liquidités supplémentaires a enrayé l'accroissement des écarts de taux sur les marchés monétaires durant la première vague de turbulences monétaires, mais avec la recrudescence des tensions financières en septembre et au début d'octobre 2008, ces écarts se sont considérablement creusés, ce qui a donné lieu à de nouvelles injections

coordonnées de liquidités de la part de la BCE et des autres banques centrales. La BCE n'a guère dû modifier son cadre d'action, car un large éventail de garanties était déjà accepté, un grand nombre d'institutions avaient accès à ses opérations monétaires et les banques doivent respecter un niveau relativement élevé de réserves, lesquelles sont rémunérées. La BCE a tiré parti de la flexibilité de ce cadre pour améliorer la liquidité des marchés, en particulier à partir de la mi-septembre 2008, lorsque les turbulences se sont aggravées. Par exemple, elle a introduit une adjudication à taux fixe d'un montant illimité pour ses principales opérations de refinancement et elle a allongé la liste des garanties éligibles. L'action de la BCE et ses campagnes de communication ont contribué à limiter la hausse des taux d'intérêt du marché, même si ceux-ci dépassent leur niveau antérieur aux turbulences. Il faudrait prendre en compte les leçons à tirer de ces événements pour la tarification des garanties et la maîtrise des risques. ■

Quel est l'impact de l'intégration financière ?

Les progrès ont été considérables dans l'intégration et l'approfondissement des marchés de capitaux européens au cours de la première décennie de l'Union monétaire, notamment via les regroupements transfrontaliers d'institutions et d'infrastructures financières. L'introduction de l'euro a créé des marchés plus larges et plus profonds pour les titres de créance et de capital, et de nouvelles mesures ont contribué à lever les obstacles à la prestation transfrontalière des services financiers et à mettre en place de nouvelles infrastructures communes de paiement. Les innovations financières et l'intégration plus étroite des marchés ont accentué les pressions concurrentielles et facilité l'approfondissement des marchés. L'actif et le passif des ménages, des entreprises et des institutions financières ont nettement augmenté par rapport aux revenus et à la production, et la répartition géographique des actifs s'est élargie. Mais il subsiste des obstacles à la prestation transfrontalière des services financiers, surtout sur les marchés hypothécaires, et il faudrait aller plus loin dans l'intégration, notamment en ouvrant davantage l'accès des établissements étrangers aux registres de crédit et aux registres fonciers des pays et en harmonisant le coût et la durée des procédures de saisie. Les pratiques de surveillance et de régulation devront évoluer de pair avec l'intégration transfrontalière.

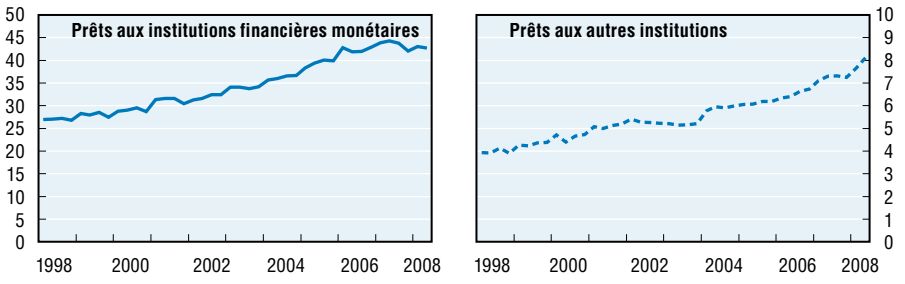
La croissance des marchés de capitaux et les innovations financières ont élargi l'éventail des possibilités de financement et d'investissement qui s'offrent aux ménages et aux entreprises. En définitive, cela devrait être bénéfique du point de vue de la croissance. Ces évolutions influeront également sur la vitesse et le degré de transmission des décisions de politique monétaire à l'économie de la zone euro. Certains canaux de transmission de la politique monétaire se sont renforcés au cours de la dernière décennie et de nouveaux canaux sont apparus, alors que d'autres ont pu s'affaiblir. Les plus grandes possibilités de prise de risque accentuent probablement les non-linéarités potentielles de la transmission de la politique monétaire, les variations de la valeur des actifs et des garanties induites par les politiques mises en œuvre influant également sur la perception du risque et la tolérance au risque. Au total, il est difficile d'évaluer ces changements, car on ne dispose de données que pour une période relativement brève, mais il faudrait revoir et mettre à jour les travaux analytiques du réseau de transmission monétaire de l'Eurosystème.

L'intégration et le développement des marchés de capitaux en Europe ont contribué à la croissance économique et à plus de résilience, car un système financier de plus grande

Graphique 3.

PRÊT TRANSFRONTALIERS CONSENTIS PAR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO

Prêts dans l'UE en pourcentage du total des prêts



Source : Banque centrale européenne.

dimension et plus diversifié est davantage à même d'absorber les chocs économiques. Mais cela peut aussi ouvrir des possibilités supplémentaires de transmission des chocs financiers, notamment au-delà des frontières. En outre, plusieurs produits financiers nouveaux ont accru la prise de risque. Concevoir une réglementation appropriée est une tâche complexe, car il faut un équilibre entre stabilité, innovation et croissance. Il est très improbable qu'on puisse totalement éviter à l'avenir des épisodes d'instabilité. Il sera toujours difficile pour les autorités de régulation et de surveillance d'être bien informées – à cause de l'asymétrie de l'information – sur les institutions qu'elles supervisent et de suivre le rythme de l'innovation en saisissant bien l'impact qu'elle peut avoir sur la stabilité des marchés de capitaux. Le marché unique européen de capitaux reste très largement tributaire de la coopération entre les autorités nationales de régulation qui collaborent au sein de structures différentes de surveillance, en n'ayant pas les mêmes attributions, moyens d'action et pouvoirs. C'est pourquoi il faut poursuivre l'effort pour assurer l'égalité devant la concurrence, améliorer l'échange d'informations entre les autorités de régulation et de surveillance, et aligner les incitations des autorités nationales sur l'impact transnational des institutions qu'elles supervisent. ■

Comment la surveillance financière peut-elle répondre aux risques transnationaux ?

Les turbulences en cours sur les marchés mondiaux de capitaux soulèvent un certain nombre de problèmes quant à la façon dont le secteur financier doit être réglementé et surveillé. Les autorités européennes participent à plusieurs initiatives internationales qui ont été prises pour réagir aux faiblesses que l'instabilité financière a mises en lumière. En octobre 2007, le Conseil « affaires économiques et financières » (ECOFIN) a arrêté une feuille de route pour faire face à la tourmente financière qui s'était récemment déclenchée, sur la base des recommandations formulées au niveau international, notamment dans le cadre du Forum de stabilité financière et du G7. Le Conseil a arrêté un programme de travail afin d'examiner, avec les partenaires internationaux de l'UE, comment améliorer encore la transparence, les méthodes de valorisation, la gestion des risques et le fonctionnement des marchés. Il faudrait que les autorités de l'UE restent très attentives aux initiatives internationales. Les principales priorités d'action sont les suivantes :

- Améliorer la transparence en divulguant mieux les risques, en s'appuyant sur des méthodes plus satisfaisantes de valorisation et en obtenant une image plus complète des entités hors bilan.
- Modifier le rôle des agences de notation et améliorer leur fonctionnement.
- Renforcer les normes et les procédures de gestion des risques et mieux inciter à un niveau suffisant de capitalisation. Il faudrait mieux gérer le risque de liquidité.
- Les autorités de régulation et de surveillance devraient être plus réactives aux risques. Il faut pour cela une meilleure information sur les évolutions financières, un cadre bien défini pour l'apport de liquidités en concertation avec les autorités monétaires, des mécanismes plus satisfaisants pour identifier et traiter suffisamment tôt les défaillances bancaires, des procédures de faillite plus efficaces et plus spécifiques pour les banques et de meilleurs dispositifs de surveillance transnationale.
- Faire en sorte que des régimes d'assurance-dépôts adéquats soient en place, avec des règlements rapides et prévisibles.
- Atténuer le caractère procyclique des réglementations et politiques financières de façon à pouvoir résister à la tendance, notamment grâce à un lissage des obligations de fonds propres et de provisionnement.

Les autorités de l'UE ont pris des initiatives concrètes à cet effet. La Commission européenne a déjà soumis une révision des règles communautaires applicables aux dispositifs de garantie des dépôts.

Face à l'intensification des turbulences financières en septembre et au début d'octobre 2008, les différents pays ont adopté au départ un large éventail de mesures, notamment des plans complets de recapitalisation du système bancaire, des opérations ponctuelles de recapitalisation ou de financement d'urgence au profit de diverses institutions financières, des garanties illimitées des dépôts des particuliers

et l'assurance qu'aucune institution financière ne pourrait être mise en faillite. Ces initiatives ont été suivies d'un plan coordonné de sauvetage du système bancaire de l'UE qui a été adopté par le Conseil européen à la mi-octobre. Les gouvernements se sont engagés à :

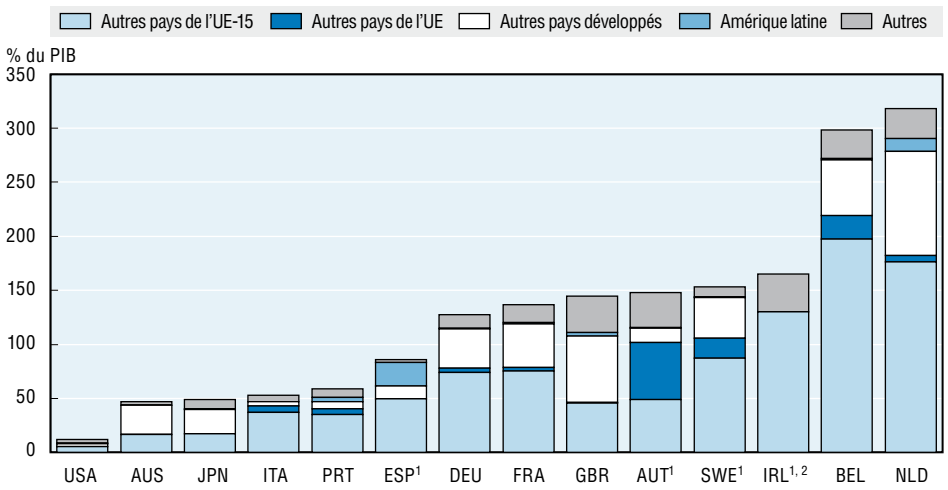
- Assurer aux institutions financières des conditions adéquates de liquidité.
- Fournir aux institutions financières des ressources supplémentaires en capital et permettre une recapitalisation efficace des banques.
- Adopter de nouvelles normes comptables pour atténuer les conséquences des turbulences exceptionnelles qu'ont connues récemment les marchés de capitaux.
- Améliorer les procédures de coopération entre pays européens.

De plus, le Conseil a décidé de mettre en place une unité de crise pour une réaction rapide de l'UE et une meilleure coordination des mesures prises par les États membres. La Commission européenne joue son rôle en veillant à ce que les plans de sauvetage nationaux soient exécutés rapidement ; pour ce faire, elle se prononce promptement sur la conformité de ces plans aux règles concernant les aides d'État. Les États membres ont fait savoir dans l'intervalle comment ces orientations seraient traduites en mesures concrètes. Les indicateurs concernant le secteur financier se sont légèrement améliorés par rapport à la mi-octobre, mais ceux concernant les entreprises non financières et les marchés émergents se sont encore dégradés, vu les inquiétudes que suscite la faiblesse de l'économie mondiale.

Les interventions sur les marchés de capitaux doivent être conçues soigneusement. Par exemple, autoriser les institutions financières à ne pas valoriser leurs actifs strictement à leur valeur de marché peut leur procurer un répit durant la crise actuelle, mais cela peut aussi nuire au contenu informatif des prix. Il n'est pas sûr non plus qu'une garantie de non-faillite d'une banque soit appropriée en cas d'insolvabilité d'institutions qui ne sont pas importantes d'un point de vue systémique. Mais, en temps réel, il peut être difficile de distinguer insolvabilité et illiquidité. Comme en sont convenues les autorités européennes, les interventions doivent être rapides et temporaires, en gardant à l'esprit l'intérêt des contribuables et en faisant en sorte que les actionnaires du moment supportent les conséquences de l'intervention et que les dirigeants de l'entreprise n'en tirent pas des avantages indus. Il faudra également examiner de près comment les pays devront se désengager lorsque les turbulences finiront par s'apaiser. Enfin, même si les problèmes de liquidité et de solvabilité peuvent être différents et appeler de la part des pays des réponses différentes, il faut

Graphique 4.

ENGAGEMENTS ÉTRANGERS DES BANQUES AYANT LEUR SIÈGE DANS LE PAYS



1. Sur la base de l'emprunteur immédiat.
2. Décomposition incomplète.

Source : BRI (2008), Consolidated banking statistics, août, *www.bis.org/statistics/consstats.htm*.

que chacun réduise à un minimum les externalités pour les autres pays européens, et la concurrence ne doit pas être faussée.

L'enjeu primordial est la gestion des risques systémiques et transnationaux de façon à assurer la stabilité financière sur un marché intégré. La directive sur l'adéquation des fonds propres fixe les principales normes de solvabilité des banques. Mais la surveillance des banques reste essentiellement de la compétence des autorités nationales de contrôle. Sous le régime du passeport bancaire unique de l'UE, les autorités de contrôle du pays d'origine sont compétentes dans un grand nombre de domaines à l'égard des succursales des banques à activité internationale, alors que la surveillance des filiales incombe aux autorités de contrôle du pays d'accueil. La structure Lamfalussy constitue le cadre permettant de mettre à jour les réglementations financières de l'UE et de rapprocher les pratiques de surveillance. La coordination entre les autorités nationales de surveillance est favorisée à la fois via les comités Lamfalussy de niveau 3 (couvrant les activités bancaires, les assurances et les marchés de valeurs mobilières) et le Comité de la supervision bancaire.

Le régime réglementaire actuel de l'UE a un certain nombre d'avantages. Il aligne la compétence réglementaire et juridique à l'égard des entreprises sur les prérogatives politiques et budgétaires – en cas d'évolution défavorable – et sur l'activation du droit national de la faillite et des régimes nationaux de garantie des dépôts. Mais le dispositif actuel de l'UE et le patchwork d'instruments, d'institutions et d'attributions ont un certain nombre d'inconvénients, en particulier du fait que les grandes institutions financières complexes ont de vastes activités transnationales et peuvent avoir un large impact sur des pans plus larges de l'économie. Le risque est que les divergences réglementaires d'un pays à l'autre aboutissent à des arbitrages réglementaires sapant les objectifs de la réglementation et faussant le fonctionnement du marché unique européen des services du capital. Le système actuel s'appuie pour beaucoup sur une étroite coordination et sur l'échange d'informations entre les différentes autorités de régulation, dont les compétences et les démarches sont variables. Il impose en outre une lourde charge aux entreprises transnationales, qui doivent informer tout un éventail d'autorités. Certes, les autorités nationales de contrôle sont plus proches des institutions qu'elles supervisent, mais un système plus centralisé et plus uniforme de surveillance des grandes institutions financières complexes aurait plusieurs avantages : les informations seraient regroupées, la régulation serait cohérente, la préparation à une crise s'améliorerait et les coûts réglementaires seraient plus faibles. Bien que la BCE exerce une surveillance macroprudentielle dans la zone euro, il faudrait des liens plus étroits entre la surveillance macroprudentielle et la surveillance microprudentielle. La coopération envisagée entre le Comité européen des contrôleurs bancaires et le Comité de supervision bancaire du SEBC pour l'évaluation semestrielle des risques dans l'UE sera très utile à cet égard. Il faudrait également harmoniser davantage les pratiques de régulation et de surveillance.

On progresse actuellement dans la régulation au niveau de l'UE : Le Conseil ECOFIN a adopté en décembre 2007 une feuille de route pour l'amélioration du processus Lamfalussy. Elle rationalise l'élaboration des réglementations financières et accroît le rôle des comités de niveau 3. La Commission travaille à une révision de ses décisions instituant ces comités. D'ici à la fin de 2008, ils se verront attribuer des missions précises notamment de médiation, de formulation de recommandations et lignes directrices et de renforcement des analyses et de la réactivité aux risques qui pèsent sur la stabilité du système financier de l'UE. En octobre 2007, le Conseil a adopté des conclusions définissant de nouvelles mesures à prendre au niveau de l'UE et au niveau national pour mettre en place des dispositifs de stabilité financière. Ces conclusions énoncent des principes communs et contiennent un nouveau protocole d'accord pour la gestion de crise ainsi qu'une feuille de route destinée à améliorer la coopération et la préparation à une crise et à examiner les instruments disponibles pour prévenir, gérer et résoudre les crises.

Des propositions sont actuellement formulées ou examinées dans plusieurs domaines : le transfert transnational d'actifs et d'autres aspects dans le cadre de la révision de la directive liquidation et la modification des règlements de l'UE concernant l'assurance-dépôts. De plus, la Commission a adopté en octobre 2008

une proposition de modification de la directive sur l'adéquation des fonds propres. Cette proposition prévoit la création de collèges de superviseurs pour améliorer la coopération transnationale entre les autorités compétentes, l'échange obligatoire de renseignements entre superviseurs pour mieux déceler les signes de tensions financières, la réduction des engagements des banques sur les marchés du crédit interbancaire et l'obligation, pour les émetteurs de titres adossés à des actifs, de conserver à leur bilan une partie de ces titres. Dans ce contexte, le rôle du superviseur sur une base consolidée devrait être renforcé en vue d'une surveillance cohérente à l'échelle du groupe. En attendant, la Commission a publié des orientations concernant les aides d'État au secteur bancaire.

Pour obtenir un système cohérent de régulation financière et gérer efficacement les risques transnationaux, une démarche plus centralisée et plus intégrée est nécessaire. Deux solutions seraient envisageables : une autorité unique de supervision financière pour l'UE, ou un système européen d'autorités de supervision financière comportant un organisme central collaborant avec les organismes nationaux. Chacune de ces solutions serait à même d'améliorer la surveillance et d'aider à enrayer les risques systémiques sur un marché européen des capitaux qui est en forte croissance et de plus en plus intégré. Un système européen s'insérerait probablement plus facilement dans le cadre actuel et serait sans doute un atout de proximité culturelle et géographique pour la supervision. Il serait possible en principe de faire concorder les intérêts des pays d'origine et des pays d'accueil. Mais si un tel système n'était pas en mesure de remédier aux biais nationaux et aux externalités qui en découlent, il faudrait envisager une autorité unique de supervision. Dans l'immédiat, il est urgent de détailler davantage les principes et procédures de répartition des charges, d'élargir à une dimension européenne les mandats des autorités nationales de contrôle pour ajuster leurs incitations, d'harmoniser plus étroitement les réglementations pour limiter les coûts d'application et de mettre en place des formulaires communautaires de communication d'informations. Il faudrait aussi que les collèges de superviseurs aient des pouvoirs renforcés pour que la surveillance soit plus efficace, et aussi que les comités de niveau 3 jouent un plus grand rôle afin que ces collèges puissent remplir leurs missions comme il convient. Comme l'ont bien montré les événements récents, il est indispensable de réfléchir à l'élaboration d'une vision commune à plus long terme de l'architecture communautaire de surveillance qui concilie l'impératif de stabilité financière de l'UE et les intérêts nationaux légitimes. ■

Comment renforcer la viabilité budgétaire ?

La performance budgétaire s'est améliorée ces dernières années. Le déficit budgétaire global de la zone euro est tombé de 2.5 % du PIB en 2005 à 0.6 % en 2007 et le déficit corrigé des fluctuations conjoncturelles a également diminué. Certains pays ont opéré un redressement spectaculaire, mais plusieurs pays très endettés ne se sont guère employés à assainir leur situation financière. La dernière expansion économique s'est accompagnée de recettes particulièrement abondantes et d'une forte progression du produit de l'impôt sur les sociétés et de la taxation des plus-values et de la propriété, de sorte que l'amélioration du solde budgétaire sous-jacent, telle que mesurée, est probablement surestimée. Le ralentissement économique, l'évolution défavorable des élasticités fiscales et les mesures de stabilisation des marchés de capitaux pèseront sur les budgets. Le déficit budgétaire effectif de la zone euro devrait se creuser de 0.8 % du PIB en 2008 et 2009, ce qui annulera une grande partie de la diminution du déficit de 2006-07. La dette publique avait baissé en pourcentage du PIB, mais elle devrait s'accroître de nouveau. L'enjeu majeur pour la viabilité budgétaire à long terme reste le coût du vieillissement et des soins de santé : selon l'estimation la plus récente de la Commission européenne, la part des dépenses liée au vieillissement devrait augmenter de 4.4 % du PIB entre 2010 et 2050 pour atteindre environ 28 % du PIB, mais le coût effectif pourrait être bien supérieur. Il faudrait examiner comment s'attaquer à ce problème par des réformes structurelles et des solutions de préfinancement.

Le Pacte de stabilité et de croissance révisé en 2005 a été une réussite jusqu'à ces derniers temps, mais le ralentissement économique ou une crise financière ne manqueront pas de le mettre à l'épreuve. Les pays de la zone euro étaient sortis ces dernières années des procédures de déficit excessif dans le cadre du dispositif « dissuasif » du Pacte. La plus grande latitude découlant du Pacte révisé a été à peine

utilisée jusqu'à présent et il ne faudrait la mettre à profit que très parcimonieusement. C'est en fait exactement ce qu'on a pu observer depuis la réforme de 2005. Le dispositif « préventif » du Pacte s'est développé, en mettant davantage l'accent sur la réalisation de la viabilité budgétaire à long terme. Toutefois, l'éventail actuel d'objectifs budgétaires à moyen terme des pays ne reflète pas pleinement les enjeux de viabilité budgétaire qui leur sont propres : il faudrait mettre en œuvre les propositions actuelles qui visent à prendre en compte les engagements implicites dans la définition des objectifs à moyen terme. Les résultats sont mitigés pour ce qui est d'atteindre les objectifs budgétaires à moyen terme en améliorant le solde structurel de 0.5 % du PIB ou plus en « période faste ». Il faudrait affiner la définition de ce qui doit être considéré comme une période « faste » ou « néfaste » et son impact sur le solde budgétaire. Pour évaluer le solde structurel, il faudrait prêter davantage attention aux prix des actifs et à une analyse désagrégée des recettes.

La politique budgétaire s'est durcie dans certains États membres de la zone euro au fur et à mesure de l'expansion économique de ces dernières années, mais elle est restée proconjoncturelle dans d'autres pays, plusieurs s'étant d'ailleurs trouvé contraints à un durcissement dans une conjoncture défavorable. Vu le contexte actuel de ralentissement économique et de mesures exceptionnelles prises pour soutenir le système financier, une action budgétaire discrétionnaire peut se justifier s'il existe une marge de manœuvre. Tout assouplissement discrétionnaire devra être rapide, ciblé et temporaire et répondre aux problèmes spécifiques du pays concerné. Le Pacte de stabilité et de croissance tel qu'il a été réformé ménage une flexibilité suffisante pour que la politique budgétaire puisse jouer son rôle normal de stabilisation. Les stabilisateurs automatiques, d'assez grande ampleur, aideront à freiner le ralentissement en Europe. La priorité devrait rester la même : améliorer la viabilité budgétaire à long terme face aux problèmes que posera le vieillissement de la population. Cela est conforme aux conclusions du Conseil ECOFIN d'octobre 2008. De plus, les incitations fiscales à investir dans l'immobilier accentuent le cycle du logement; il faudrait les éliminer dans le long terme. Enfin, il serait possible dans certains cas de mieux concevoir la fiscalité immobilière pour qu'elle joue un rôle de stabilisateur automatique. Mais il faudra être très attentif au calendrier de ces changements, compte tenu en particulier du risque qu'ils pourraient aggraver encore les difficultés actuelles sur le marché du logement.

L'efficience des interventions des pouvoirs publics peut largement contribuer, via la politique budgétaire, à l'amélioration du niveau de vie, les principaux facteurs à cet égard étant la façon dont les fonds sont dépensés et la conception du système fiscal. C'est là un enjeu essentiel pour la zone euro puisque les dépenses publiques représentent en moyenne quelque 45 % du PIB. Les investissements en infrastructures peuvent contribuer à l'amélioration du niveau de vie, mais ils doivent être bien conçus et certaines mesures comme les redevances d'utilisation peuvent concourir à leur efficacité. Il est difficile d'évaluer l'efficience des dépenses publiques. Il apparaît néanmoins que les pays de la zone euro pourraient tirer avantage d'une optimisation des dépenses : de meilleurs résultats éducatifs pourraient être obtenus en adoptant les meilleures pratiques internationales ou en faisant en sorte que, dans les systèmes nationaux, l'efficience soit proche de celle des établissements scolaires les mieux classés, et on pourrait faire un meilleur usage des financements consacrés au système de santé de façon qu'il soit plus performant. Il faudrait que le système fiscal soit mieux conçu, ce qui serait possible en recourant davantage à l'impôt sur la consommation et en accroissant l'efficience de cet impôt ; cela créerait moins de distorsions qu'avec la structure actuelle, largement tributaire de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, même si une telle réforme suppose qu'on prenne bien en compte son effet sur la répartition du revenu réel. De plus, une ferme gouvernance budgétaire peut favoriser à la fois des finances publiques saines et des dépenses publiques plus efficientes. ■

Pour plus d'informations

Pour de plus amples informations à propos de cette *Synthèse*, veuillez contacter :
M. Nigel Pain, courriel : nigel.pain@oecd.org, tél. : +33 1 45 24 91 54 ou
M. Jeremy Lawson, courriel : jeremy.lawson@oecd.org, tél. : +33 1 45 24 87 62 ou
M. Sebastian Barnes, courriel : sebastian.barnes@oecd.org, tél. : +33 1 45 24 94 21.

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

Références

Études économiques : *Les Études économiques* examinent les économies des pays membres et, de temps en temps, certains pays non membres. Il y a environ 18 études réalisées chaque année. Elles sont disponibles individuellement ou par abonnement. Pour plus d'informations, veuillez consulter la section des périodiques de la librairie en ligne de l'OCDE à l'adresse Internet suivante : *www.oecd.org/librairie*.

Pour plus d'informations : De plus amples renseignements concernant les travaux du Département des affaires économiques de l'OCDE, y compris des informations sur d'autres publications, des données statistiques, et des documents de travail sont disponibles pour téléchargement sur le site Internet à l'adresse : *www.oecd.org/eco-fr*.

Perspectives économiques n° 84, décembre 2008. Pour plus d'informations concernant cette publication, veuillez visiter le site Internet de l'OCDE : *www.oecd.org/eco/perspectiveseconomiques*.

Réformes économiques : Objectif croissance – Édition 2008. Pour plus d'informations concernant cette publication, veuillez visiter le site Internet de l'OCDE : *www.oecd.org/economie/objectifcroissance2008*.

Les publications de l'OCDE sont en vente sur notre librairie en ligne :
www.oecd.org/librairie

Les publications et les bases de données statistiques de l'OCDE sont aussi disponibles sur notre bibliothèque en ligne : *www.SourceOCDE.org*

Où nous contacter ?

SIÈGE DE L'OCDE DE PARIS
2, rue André-Pascal
75775 PARIS Cedex 16
Tél. : (33) 01 45 24 81 67
Fax : (33) 01 45 24 19 50
E-mail : sales@oecd.org
Internet : *www.oecd.org*

ALLEMAGNE
Centre de l'OCDE de Berlin
Schumannstrasse 10
D-10117 BERLIN
Tél. : (49-30) 288 8353
Fax : (49-30) 288 83545
E-mail :
berlin.centre@oecd.org
Internet :
www.oecd.org/berlin

ÉTATS-UNIS
Centre de l'OCDE de Washington
2001 L Street N.W., Suite 650
WASHINGTON DC 20036-4922
Tél. : (1-202) 785 6323
Fax : (1-202) 785 0350
E-mail : washington.
contact@oecd.org
Internet : *www.oecdwash.org*
Toll free : (1-800) 456 6323

JAPON
Centre de l'OCDE de Tokyo
Nippon Press Center Bldg
2-2-1 Uchisaiwaicho,
Chiyoda-ku
TOKYO 100-0011
Tél. : (81-3) 5532 0021
Fax : (81-3) 5532 0035
E-mail : center@oecdtokyo.org
Internet : *www.oecdtokyo.org*

MEXIQUE
Centre de l'OCDE du Mexique
Av. Presidente Mazaryk 526
Colonia: Polanco
C.P. 11560 MEXICO, D.F.
Tél. : (00 52 55) 9138 6233
Fax : (00 52 55) 5280 0480
E-mail :
mexico.contact@oecd.org
Internet :
www.oecd.org/centrodemexico

Les Synthèses de l'OCDE sont préparées par la Division des relations publiques de la Direction des relations publiques et de la communication. Elles sont publiées sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE.

10 2009 01 2 P4

© OCDE 2009