

# **Perspectives économiques régionales : EUROPE**

## **Comment affronter la crise**

### **Mai 2009**

#### **Résumé analytique**

À la suite de l'effondrement de la confiance et de la demande mondiale, l'Europe est entrée dans une profonde récession. L'un des principaux risques est que le ralentissement s'amplifie encore sous l'effet des interactions négatives entre le système financier et l'économie réelle. L'inflation a fortement diminué dans le contexte d'une baisse rapide et généralisée de la consommation, de l'investissement et des exportations. Les effets du ralentissement se font sentir dans tous les pays avancés et émergents d'Europe, en raison de leur exposition similaire aux chocs mondiaux qui ont frappé la sphère financière et la l'économie réelle, et du degré élevé d'intégration financière et commerciale au niveau régional. Cela dit, les particularités nationales ont leur importance et certains pays où les difficultés de financement sont les plus aiguës appliquent des programmes d'ajustement avec le soutien du FMI et d'autres acteurs, dont l'Union européenne (UE).

Même dans l'hypothèse d'une intervention plus vigoureuse des pouvoirs publics, il est probable que le ralentissement se prolongera jusqu'au début de 2010 et la reprise attendue devrait être progressive. Il faudra du temps pour rétablir la confiance, s'adapter à une baisse de la richesse et réduire l'effet de levier dans le secteur financier. De plus, le repli de l'activité étant synchronisé à l'échelle mondiale, l'Europe ne peut guère compter sur les exportations pour alimenter la reprise. Après la révision brutale du risque au niveau mondial et la diminution de l'appétit pour le risque, le coût du capital va rester élevé pendant un certain temps et plusieurs pays émergents sont confrontés à une réduction des entrées de capitaux. Le reflux des cours des produits de base et le creusement de l'écart de production ont entraîné une accentuation des pressions déflationnistes, mais jusqu'à présent les anticipations inflationnistes restent fermement positives. Particulièrement dans les pays où l'ajustement s'opère dans un régime de change fixe, on peut s'attendre à une baisse du niveau général des prix, tandis que, dans les autres pays, la dépréciation nominale de la monnaie pourrait atténuer les pressions à la baisse de l'inflation.

En s'appuyant sur les efforts déjà engagés, il convient de prendre de nouvelles mesures, surtout dans le secteur financier, pour rétablir la confiance sur les marchés et dans tous les pays. Outre la poursuite des apports de liquidité, il convient de procéder à une reconnaissance crédible des pertes, en tenant pleinement compte des pertes à prévoir en raison du ralentissement de l'activité. Les institutions viables doivent être recapitalisées, au besoin avec des fonds publics, et les autres doivent faire l'objet d'une intervention des autorités. Il est tout aussi important de cantonner les actifs compromis pour réduire l'incertitude.

Étant donné que le ralentissement va sans doute se prolonger, les politiques macroéconomiques devront continuer à soutenir la demande sans perdre de vue les considérations à moyen et plus long terme. Il y aurait lieu d'exploiter sans tarder les

possibilités qui restent d'abaisser les taux d'intérêt et il conviendra d'envisager un assouplissement additionnel non conventionnel, assorti de garde-fous appropriés pour limiter les distorsions du marché, garantir le caractère réversible des mesures prises et préserver l'intégrité des banques centrales. Les politiques budgétaires visant à amortir les effets du ralentissement devraient rester en place jusqu'en 2010, en donnant la priorité aux impératifs d'efficacité et de viabilité. Il sera particulièrement important de mener à bien les réformes structurelles visant à rehausser la croissance afin de faire face aux augmentations de coûts qui se profilent à l'horizon en raison du vieillissement de la population.

La crise économique et financière actuelle offre à l'Europe l'occasion de mener une action globale et cohérente, dans l'intérêt de tous les pays avancés et émergents, qui lui permettra de sortir de la crise avec des institutions plus solides et de se rapprocher sensiblement de ses objectifs d'intégration et de convergence. L'action coordonnée présente des avantages particulièrement importants dans le domaine financier en atténuant le risque de voir la situation se dégrader au niveau régional. En s'entendant sur des méthodes de base pour déterminer les besoins en capital et sur le traitement à donner aux actifs compromis, les pays éviteront les distorsions et les arbitrages de politique économique, et ils maintiendront les coûts collectifs au minimum. De même, une coordination complète entre pays d'origine et pays d'accueil pour ce qui est de la reconnaissance des pertes et de la recapitalisation des banques transnationales est un élément important à cet égard. Il conviendrait de prévenir les difficultés que pourraient rencontrer certains pays pour assurer le service de leur dette ainsi que les fluctuations perturbatrices des taux de change, avec le concours des institutions de l'UE et, le cas échéant, du FMI, en accordant aux pays émergents des lignes de crédit réciproques pour les échanges de monnaies et en clarifiant la feuille de route établie en vue de l'adoption de l'euro.

Au-delà de la crise immédiate, il sera essentiel d'améliorer le cadre de stabilité financière de l'UE. La mise en œuvre des recommandations du rapport Larosière mérite d'être fermement soutenue. Cependant, il faudra à terme que les réformes aillent plus loin pour garantir l'intégration plurisectorielle des arrangements de surveillance et pour créer un cadre efficace de gestion et de règlement transnationaux des crises.

Maintenant que le recours actif à la politique budgétaire est de nouveau incontestablement d'actualité, il importe de considérer la question de son efficacité et de sa coordination (Chapitre 2). Il est particulièrement vrai dans une région étroitement intégrée et dotée d'une monnaie commune telle que la zone euro que les avantages de l'expansion budgétaire débordent les frontières tandis que ses coûts — à savoir l'augmentation de la dette et la hausse potentielle des dépenses de financement — s'accumulent au niveau local. Cela crée des possibilités considérables d'expansion budgétaire coordonnée, car des mesures de relance simultanées dans toute la zone auraient des effets bien plus prononcés sur la croissance que des mesures de relance limitées à un seul pays. Quant à la nature des mesures de relance, dans les circonstances actuelles, ce sont les dépenses d'infrastructure et les transferts ciblés qui auront sans doute les plus grands effets multiplicateurs, tandis qu'une baisse généralisée des impôts ou l'octroi de subventions, aussi bien en faveur des consommateurs que des entreprises, seront probablement moins efficaces.

Pour être efficaces, les politiques budgétaires devront tenir compte de la viabilité des finances publiques. Si les événements mondiaux ont contribué à la hausse récente des différentiels de taux d'intérêt souverains dans la zone euro, les facteurs propres à certains pays — en particulier l'accroissement rapide des niveaux d'endettement prévus ainsi que les préoccupations quant à la solvabilité des systèmes bancaires nationaux et à ses conséquences pour les finances publiques — ont pris de plus en plus d'importance. Cela signifie notamment qu'une politique budgétaire expansionniste aura un effet plus sensible dans les pays dont la dette publique est relativement moins élevée et le secteur bancaire relativement sain ; il est donc d'autant plus justifié d'inviter les pays à adapter leur action à la marge de manœuvre budgétaire dont ils disposent. Il en découle aussi que, pour préserver leur marge budgétaire, les pays doivent privilégier les mesures budgétaires réversibles, mettre au point des stratégies à moyen terme plausibles, renforcer le cadre budgétaire au niveau national et utiliser pleinement, le cas échéant, le cadre à moyen terme lié au Pacte de stabilité et de croissance.

Certaines de ces considérations valent aussi pour les pays émergents, avec toutefois des différences à l'intérieur de la région (Chapitre 3). Dans les pays émergents d'Europe aussi, la crise a donné toute son importance à la mise en œuvre de politiques bien conçues au niveau national. Pour une large part, les différences observées dans la manière dont la crise a touché chaque pays s'expliquent par la diversité des résultats macroéconomiques et des facteurs de vulnérabilité externes, tels que le déficit du compte des transactions courantes. En même temps, les nouveaux États membres de l'UE qui étaient apparemment capables de se financer à moindre coût en raison de leur appartenance à l'UE (grâce à « l'effet de halo » de l'UE) ont perdu cet avantage. De même, plus personne ne croit que le financement bancaire des besoins de capitaux extérieurs garantit un afflux stable de capitaux en temps de crise. Du fait que les banques mères d'Europe occidentale ont elles-mêmes besoin du soutien de l'État, les marchés ne voient plus d'un si bon œil la multiplication des participations étrangères dans le secteur financier. De plus en plus, la recapitalisation des banques devient une affaire régionale, ce qui ne fait que souligner les avantages d'une approche coordonnée au niveau européen.

L'allure à laquelle les pays émergents d'Europe sortiront de la crise pourrait aussi être déterminée par le secteur bancaire. En effet, les mesures visant à soutenir le crédit, au moyen par exemple de la recapitalisation des banques, pourraient permettre d'éviter un resserrement du crédit, soutenir la consommation et empêcher la récession de trop se prolonger dans certains pays. Ce mécanisme occupe une place de premier plan dans les programmes soutenus récemment par le FMI, qui prévoient l'allocation de fonds précisément pour la recapitalisation des banques. Pour atténuer la volatilité procyclique des bénéfices et des prêts des banques à l'avenir, il conviendra, une fois la crise terminée, de renforcer les règles prudentielles en matière de provisionnement. Enfin, le renforcement de la coordination transnationale entre les banques centrales, les organes de surveillance et les gouvernements des pays d'origine et des pays d'accueil des banques doit aussi rester d'actualité.