

Perspectives économiques régionales : EUROPE

Réévaluation des risques

Avril 2008

Résumé analytique

Perspectives : navigation en eau trouble

La propagation de la crise des marchés financiers a nettement assombri les perspectives de l'économie européenne. Bien que l'Europe ait affronté les turbulences financières en position de force du point de vue de ses fondamentaux économiques, les retombées de la récession modérée prévue aux États-Unis, la réévaluation des risques à l'échelle mondiale et les tensions sur les marchés financiers sapent la vigueur de son économie. L'appréciation de l'euro et la forte hausse de l'inflation, poussée par les prix de l'alimentation et de l'énergie, ne font qu'amplifier ces difficultés. Pour 2008, on s'attend à ce que la croissance de l'Europe accuse un net recul, de 1/4 point de pourcentage, et, selon les projections, les taux de croissance des pays avancés tomberaient pour un certain temps bien en dessous de leur potentiel.

Des risques considérables pèsent sur les perspectives de croissance. Du côté des risques de dégradation de la situation, le repli de la croissance mondiale pourrait avoir des retombées encore plus lourdes que prévu, les déséquilibres mondiaux pourraient se résorber soudainement, ce qui entraînerait une nouvelle appréciation de l'euro, et le resserrement du crédit pourrait se transformer en une véritable pénurie. Les risques sont plus grands dans les pays où s'opère une correction des prix de l'immobilier, même si ce facteur est atténué en Europe par le fait que les ménages ont moins recours aux emprunts garantis par des biens immobiliers. Les pays émergents dont le déficit courant ou le ratio d'endettement extérieur est élevé seraient particulièrement vulnérables à une perte de confiance de la part des investisseurs. Pour ce qui est des chances de révision à la hausse des prévisions, la demande intérieure pourrait être plus forte que prévu, surtout à court terme, dans la mesure où les marchés du travail sont encore solides.

Dans les pays avancés, l'enjeu pour les responsables consiste à rétablir la confiance dans le système financier et à limiter autant que possible les répercussions de la crise financière sur l'économie réelle, tout en préservant leur crédibilité si durement acquise en matière de lutte contre l'inflation ainsi que la viabilité à long terme des finances publiques. Dans l'immédiat, la priorité est de rétablir la confiance des contreparties et de renforcer la solidité des institutions financières. Il y aurait lieu de continuer à fournir de la liquidité en fonction des besoins. Les banques centrales devront trouver un juste équilibre entre le soutien à l'économie réelle et la prévention des effets indirects de la hausse récente de l'inflation. Dans la zone euro, si l'inflation atteint actuellement un niveau jugé préoccupant, elle devrait retomber en dessous de 2 % dans le courant de 2009, les perspectives étant de plus en plus négatives pour l'activité. En conséquence, la Banque centrale européenne (BCE) peut se

permettre d'assouplir quelque peu sa politique. Dans les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire, il conviendrait de laisser opérer pleinement les stabilisateurs automatiques pour amortir les effets du ralentissement. Dans le cas où le repli de la croissance serait plus prononcé, le recours en temps opportun et de façon temporaire à des stimuli budgétaires bien ciblés pourrait être utile pour soutenir l'économie de quelques pays.

Les économies des pays émergents d'Europe continuent à se développer rapidement, mais leur dynamisme se heurte au ralentissement de l'activité dans les pays avancés, à la réévaluation des risques et au renchérissement des produits de base. Les turbulences financières commencent à avoir des effets sur le coût et la disponibilité des financements : les écarts de rendement observés sur les obligations souveraines et les obligations privées s'accroissent, les flux financiers transnationaux à court terme ont diminué et la croissance du crédit commence à ralentir dans certains pays. Dans la plupart des pays, la croissance économique ne devrait fléchir que modérément en gravitant vers les taux de croissance potentiels et en limitant ainsi les risques de surchauffe. Cependant, compte tenu du risque croissant d'atterrissage brusqué dans les pays dont les déséquilibres extérieurs sont importants, il y a lieu de continuer en priorité à réduire les facteurs de vulnérabilité et à gérer la pression exercée par la demande.

Turbulences financières : test de résilience et frein à la croissance

Les turbulences financières se sont propagées rapidement à l'ensemble des systèmes financiers en Europe (voir chapitre 2). Les pertes directes de revalorisation et de revenu sur les titres liés aux prêts hypothécaires à risque (*subprime*) ont entamé le capital et la rentabilité des institutions financières européennes. Avec la généralisation de l'incertitude entourant leurs engagements et les risques de contrepartie, le risque de crédit a été réévalué mais de façon asymétrique pour les diverses classes d'actifs. L'appétit pour le risque s'est érodé, ce qui a engendré des pressions sans précédent sur le marché monétaire interbancaire et celui des effets financiers.

Malgré la profondeur et l'ampleur des turbulences, les systèmes financiers européens se sont montrés assez résilients jusqu'à présent. Les principaux acteurs systémiques sont restés solides, les actionnaires et les investisseurs extérieurs ayant injecté du capital là où cela était nécessaire. En partie pour cette raison et aussi parce que les instruments de dette «ordinaires» ont été moins touchés, les prêts bancaires se sont maintenus dans les pays avancés d'Europe et les répercussions sur les pays émergents d'Europe ont été limitées.

Mais les systèmes financiers européens ne sont pas au bout de leurs peines. D'après une série d'estimations, il semblerait que dans de nombreuses institutions financières, la comptabilisation des pertes soit encore éloignée de la réalité. Entre-temps, jusqu'à ce que le marché immobilier se stabilise aux États-Unis, la valeur des produits hypothécaires à risque va sans doute continuer de baisser. Les difficultés financières perdurent en se propageant à d'autres formes de dette ainsi qu'à l'assurance des risques de défaillance et, par le jeu de leurs effets sur les banques mères situées dans les pays avancés, risquent de se propager aussi aux

pays émergents d'Europe. De plus, la liquidité reste gravement compromise malgré la réaction énergique des grandes banques centrales.

Le principal sujet de préoccupation concerne les conséquences de la crise actuelle pour l'économie réelle. Les analyses portent à croire que, tant en raison de la hausse des coûts de financement et de la pénurie de crédit que par l'effet d'entraînement de la correction des prix de l'immobilier et des actions, la crise aura des répercussions considérables sur la croissance. Une pénurie de crédit plus grave reste tout à fait possible, qui amplifierait le ralentissement de l'activité.

Pays émergents d'Europe : poursuite de la convergence et lutte contre les facteurs de vulnérabilité

L'analyse des perspectives et des facteurs de vulnérabilité des pays émergents d'Europe (voir chapitre 3) amène à conclure que le mouvement de convergence de la région s'appuie sur des fondamentaux solides et que, par conséquent, il se poursuivra, à un rythme toutefois plus lent. Les réformes structurelles ont avancé dans la plupart des pays, grâce à quoi la croissance a été alimentée essentiellement par l'amélioration de la productivité. Cela dit, depuis quelques années, les taux de croissance de la plupart de ces pays sont supérieurs à leur potentiel estimatif et un ajustement est déjà en train de s'opérer.

Dans plusieurs pays, la croissance vigoureuse s'est accompagnée d'une aggravation des déséquilibres extérieurs, sous forme notamment de déficits courants importants et d'une dette extérieure élevée, ce qui accroît le risque d'atterrissage brusqué. Les fondamentaux justifient l'existence de déficits courants relativement élevés dans la région, mais ces déficits sont peut-être excessifs dans certains pays et laissent entrevoir la nécessité d'un ajustement à moyen terme. Dans certains pays, le niveau élevé de la dette extérieure et des engagements au bilan constituent un autre facteur de vulnérabilité.

Il faudra que les politiques macroéconomiques et les réformes structurelles contribuent davantage à la résorption des déséquilibres des pays émergents d'Europe. Dans la plus grande partie de la région, les conditions monétaires sont plutôt peu restrictives et devraient être resserrées là où cela est possible. Le rééquilibrage des finances publiques n'a pas toujours tiré parti de la conjoncture favorable et doit jouer un plus grand rôle dans la gestion de la demande intérieure, en particulier dans les pays où la politique monétaire est centrée sur la stabilité du taux de change. Notre analyse révèle aussi l'existence d'un lien très étroit entre les réformes structurelles et le potentiel de croissance, ce qui indiquerait qu'il est indispensable de poursuivre ces réformes pour garantir une convergence sans à-coups des pays émergents d'Europe. En outre, les réformes structurelles faciliteront la réorientation des ressources vers le secteur des biens échangeables et aideront ainsi à réduire les déséquilibres extérieurs.