

Perspectives économiques régionales : EUROPE

Faire face aux chocs

Octobre 2008

Résumé analytique

De multiples chocs sont venus freiner l'activité économique en Europe. Le niveau élevé des cours des matières premières a mis à mal les revenus réels et la consommation, et poussé l'inflation à ses plus hauts niveaux depuis une dizaine d'années. La vigueur de l'euro et le repli de la demande chez les partenaires commerciaux ont pesé sur les exportations. Enfin, les tensions extraordinaires qui sévissent sur les marchés financiers exercent un effet négatif sur les pays avancés et mettent à l'épreuve la résistance des pays émergents.

L'activité devrait stagner à court terme dans la plupart des pays avancés, tandis que la consommation et les prix des actifs retomberont après avoir atteint des niveaux record et que les institutions financières limiteront le crédit pour réduire le levier d'endettement. Dans la plupart des pays émergents, les projections laissent entrevoir un ralentissement marqué de la croissance économique. Il est probable que l'ajustement du système financier sera laborieux et demandera un certain temps ; on s'attend donc à une reprise modeste de l'activité, mais seulement vers la fin de l'année 2009. L'intensification des tensions dans le secteur financier ainsi que l'interaction négative entre la dégradation de la situation financière et celle de l'activité économique en général sont les principaux facteurs qui risquent d'entraîner une révision à la baisse des prévisions. En principe, une hausse des cours du pétrole et des denrées alimentaires ne devrait pas engendrer une poussée durable de l'inflation. Pourtant, on peut craindre que, compte tenu de son ampleur et de son étendue, la hausse actuelle suscite des revendications salariales, ce qui provoquerait la généralisation des tensions sur les prix. Le risque que s'enclenche une spirale salaires-prix est particulièrement aigu dans les pays émergents où les effets de la surchauffe se sont déjà fait sentir. Dans les pays avancés, le ralentissement prononcé de l'activité dont font état les projections ainsi que le reflux récent des cours de plusieurs produits de base importants devraient engendrer une diminution régulière de l'inflation.

La stabilisation de la situation financière est la priorité absolue. Pour y parvenir, une action s'imposera à l'échelle mondiale, avec notamment la fourniture de liquidités en cas de besoin et l'assainissement des bilans financiers par la reconnaissance des pertes et la reconstitution des fonds propres. Les dirigeants européens devront s'engager à se concerter et à mener une action coordonnée pour atténuer les tensions financières. Les turbulences financières ont clairement montré que, compte tenu de l'importance des institutions financières transnationales, l'Union européenne doit faire de la stabilité financière une responsabilité et un devoir partagés afin de prévenir le risque grave que soient anéantis les acquis de l'intégration financière en Europe.

La maîtrise de l'inflation demeure l'un des soucis des pouvoirs publics, mais il est probable que les efforts porteront aussi de plus en plus sur les moyens d'alimenter la reprise.

Dans la plupart des pays avancés, l'inflation globale devrait, d'après les projections, revenir à des niveaux inférieurs aux objectifs des banques centrales en raison des perspectives très peu encourageantes pour l'activité économique. Dans ces conditions et compte tenu du fait que la situation pourrait se dégrader encore en raison des turbulences financières, il est désormais possible de relâcher la politique monétaire. Dans le même temps, les stabilisateurs budgétaires automatiques devraient soutenir l'activité, mais pour préserver la viabilité à long terme des finances publiques, il faut que les déficits respectent les plafonds imposés par les règles budgétaires. Des exceptions peuvent être envisagées le cas échéant, lorsque des ressources publiques s'avèrent nécessaires pour atténuer directement les tensions financières. Dans de nombreux pays émergents, il faudra peut-être durcir encore les politiques macroéconomiques pour contrer les pressions inflationnistes et les facteurs de vulnérabilité extérieurs. Enfin, des plans d'intervention devraient être mis en place pour faire face aux risques d'instabilité financière et de ralentissement brutal de la croissance.

Les pays avancés sont mieux placés que leurs homologues émergents pour surmonter les effets indirects de la flambée des cours des matières premières sur le plan de l'inflation (chapitre 2). Bien que des vestiges d'indexation subsistent dans certains pays, la plus grande flexibilité du marché du travail, la crédibilité bien établie de la politique monétaire et les perspectives peu encourageantes pour l'activité devraient limiter la répercussion de la montée en flèche des cours des produits de base sur l'inflation sous-jacente. Le risque que les tensions sur les prix débordent sur un éventail plus large de biens est plus prononcé dans les pays émergents, où l'alimentation et l'énergie constituent une part considérable des dépenses de consommation. Dans certains de ces pays, la hausse des prix des produits de base s'ajoute aux tensions sur les prix résultant de la surchauffe de l'économie. De plus, l'inflation pourrait être plus difficile à maîtriser dans les pays émergents appliquant un régime de changes fixes ou pour lesquels la crédibilité de la politique monétaire n'est pas encore bien établie.

La riposte à apporter à la hausse des prix des produits de base dépend de l'origine des pressions qui s'exercent sur les prix, de la crédibilité des décideurs et du degré de flexibilité du marché du travail. Étant donné que les aspects touchant à la demande mondiale ont joué un rôle important au cours de la période qui a abouti à la flambée des prix, il pourrait être indiqué de resserrer plus que d'ordinaire la politique monétaire, surtout dans certains pays émergents et dans les pays dont le marché du travail est relativement plus rigide. L'expérience enseigne que les décideurs devraient résister à la tentation de chercher à maintenir des taux de croissance élevés face à la flambée des cours des matières premières. Il est préférable d'axer les politiques budgétaires et structurelles sur la suppression des goulets d'étranglement qui gênent l'appareil productif et sur la mise en place d'incitations appropriées pour les producteurs et les consommateurs.

Comme le rappellent avec force les turbulences financières actuelles, les systèmes financiers suivent des cycles auxquels ils ne peuvent échapper, qui ont des conséquences importantes mais différenciées pour l'activité réelle dans les pays (chapitre 3). L'évolution des systèmes nationaux de financement de l'immobilier et des entreprises—qui renforcent le rôle des actifs financiers en tant que garantie des emprunts—peut donner un effet procyclique aux prêts bancaires. C'est de cette manière que le secteur financier a la capacité d'amplifier les fluctuations du cycle conjoncturel ainsi que les effets des chocs monétaires et des

variations des prix des actifs sur l'activité réelle. La propriété transnationale des actifs ne fait que renforcer ce mécanisme. Il ressort de l'analyse que les pays émergents sont sans doute plus vulnérables que les pays avancés pendant la phase descendante actuelle du cycle du crédit, même s'il existe de grandes disparités à cet égard entre pays.

Que peuvent faire les décideurs pour atténuer la volatilité macroéconomiques néfaste dont s'accompagne l'évolution dynamique des prix des actifs ? Les avis divergent encore à ce sujet, mais l'introduction d'un élément anticyclique dans la régulation prudentielle pourrait réduire sensiblement la volatilité de l'investissement, en particulier dans les pays intégrés sur le plan financier qui appliquent des plafonds d'emprunt plus restrictifs. À cet égard, l'intégration financière demeure indispensable pour faciliter un ajustement sans à-coups axé sur la croissance. En même temps, il convient que les organes de supervision restent capables de contrôler les liens transnationaux de plus en plus complexes afin de garantir une coordination adéquate des politiques financières dans toute l'Europe, et en particulier au sein de la zone euro.

Avec les capitaux internationaux, le flux de main-d'œuvre à travers les frontières des nouveaux États membres de l'Union européenne a été un pilier du processus de convergence dans ces pays (chapitre 4). Depuis le début de la transition, ces mouvements de main-d'œuvre se sont sensiblement intensifiés et ont gagné en diversité et en souplesse. La mobilité de la main-d'œuvre présente de nets avantages : elle accélère le processus de convergence, améliore les ratios capital/travail dans l'ensemble de l'économie, soutient la demande globale par le biais des envois de fonds des travailleurs émigrés et peut concourir à l'amélioration des compétences locales lorsque les travailleurs émigrés retournent au pays pour réintégrer le marché du travail national.

Contrairement à ce que pensent certains observateurs, ce n'est pas en restreignant la mobilité de la main-d'œuvre que l'on remédiera à la surchauffe de l'économie ; il est de beaucoup préférable d'améliorer la mobilisation globale de la main-d'œuvre. Loin d'être une des causes de la surchauffe, la mobilité de la main-d'œuvre joue bien plus souvent un rôle modérateur. En effet, les augmentations de salaires consenties pendant les périodes d'expansion économique ont pour effet de dissuader les travailleurs de rechercher un emploi à l'étranger et, en revanche, d'attirer des immigrants, deux facteurs qui atténuent les tensions sur les salaires intérieurs. Cependant, l'émigration de la main-d'œuvre accélère la hausse des salaires dont s'accompagne normalement le processus de convergence des revenus. Si le marché du travail est rigide, cette hausse risque d'avoir des effets inflationnistes indirects, qu'il faut alors combattre pour préserver la compétitivité. De plus, les flux de main-d'œuvre entrants et sortants diffèrent sur le plan de l'âge et des compétences, ce qui peut créer des déséquilibres qualitatifs entre l'offre et la demande sur le marché du travail. Il est donc indispensable d'améliorer la mobilisation et l'utilisation de la main-d'œuvre pour permettre une croissance durable et garantir une répartition harmonieuse des ressources à l'intérieur des pays.