

Perspectives économiques régionales : EUROPE

Assurer la reprise

Octobre 2009

Résumé analytique

La récession européenne, l'une des plus profondes et des plus longues que la région ait jamais connues, paraît avoir commencé à se dissiper. Après s'être accéléré jusqu'au début de 2009, le repli de l'activité semble s'être arrêté au milieu de l'année, grâce au retour de la confiance et à un début de reprise du commerce mondial. L'inflation reste basse, ce qui s'explique par l'évolution des cours des matières premières et la faiblesse de la demande, surtout de l'investissement. Dans la plupart des pays émergents, l'activité économique et l'inflation ont suivi des trajectoires similaires, mais avec des différences plus prononcées entre pays. En particulier, le ralentissement met plus de temps à s'inverser dans les pays qui ont subi une forte baisse des entrées de capitaux.

Bien que, en Europe, la politique économique s'inscrive généralement dans une perspective à moyen terme, les autorités se sont adaptées et se sont employées avec constance à surmonter beaucoup des problèmes de politique économique et de coordination posés par la crise. Les baisses de taux d'intérêt, les mesures monétaires non conventionnelles et l'accumulation rapide de déficits budgétaires ont contribué à limiter le repli de l'activité économique. De plus, diverses interventions dans le secteur financier ont permis de dissiper les menaces systémiques et de rehausser l'appétit pour le risque ainsi que les prix des actifs, même si leur mise en œuvre et leur coordination ont dans un premier temps été compliquées par le

caractère exceptionnel de la crise et l'absence de mécanismes établis à l'échelle européenne pour y faire face.

La reprise sera vraisemblablement lente et précaire. En raison du rééquilibrage en cours de la demande mondiale, l'Europe ne peut pas compter sur les seules exportations pour tirer la reprise. En même temps, l'activité économique sera plombée par la montée du chômage et le manque de crédit tandis que les banques continuent d'assainir leurs bilans en inversant l'effet de levier. Les aléas autour de ce scénario de base sont à peu près équilibrés : d'une part, la reprise du commerce mondial pourrait s'avérer plus vigoureuse et plus durable qu'on ne le prévoit actuellement ; mais d'autre part, une augmentation des prêts improductifs liés à la récession pourrait accentuer encore les tensions dans le secteur financier. En outre, le poids excessif de la dette libellée en devises dans les pays émergents d'Europe engendre des vulnérabilités qui pourraient se propager à travers tout le continent en raison de la forte intégration du système bancaire et de l'étroitesse des liens commerciaux. Un autre risque concerne la consommation, qui pourrait pâtir si l'emploi ne s'adaptait que lentement à l'évolution du cycle économique, laissant entrevoir la possibilité d'une reprise sans création d'emplois, avec des conséquences négatives pour la confiance, la consommation et l'investissement.

Au-delà du court terme, la reprise sera sans doute entravée par l'impact de la crise sur la production potentielle et les rigidités structurelles bien connues de l'Europe. Les perspectives de croissance à moyen terme de l'Europe ont été fragilisées par la chute de l'investissement engendrée par la crise, la menace d'aggravation du chômage structurel et la fin du boom

qu'ont connu les secteurs de la finance, de l'immobilier et du bâtiment dans plusieurs pays (chapitre 2). S'il est difficile de mesurer avec précision les effets de la crise et si certaines des évolutions qui pèsent sur la production potentielle vont inévitablement se résorber, d'autres facteurs restent inextricablement liés à des problèmes déjà anciens, tels que le niveau élevé de la protection de l'emploi et un potentiel de croissance non réalisé sur le marché des services, en particulier dans les pays avancés.

Dans ces conditions, les décideurs devraient s'attacher avant tout à faire en sorte que la reprise soit vigoureuse et durable. Dans l'immédiat, ils devraient agir de façon plus résolue et plus anticipative en évaluant les risques de bilans des banques avant de recapitaliser ou de restructurer les établissements viables et en organisant la fermeture des autres. En outre, la refonte opportune des arrangements de l'Union européenne (UE) en matière de stabilité financière devrait être mise en œuvre sans tarder afin de garantir la coordination effective de la supervision financière au niveau transnational, notamment entre pays émergents et pays avancés, et de guider l'application de la réglementation macroprudentielle comme protection contre les risques futurs émanant du secteur financier. Des progrès décisifs restent nécessaires dans le domaine de la gestion globale des crises transnationales, notamment par la création d'instruments d'intervention rapide et l'instauration de règles en matière de partage des coûts.

En même temps, les autorités doivent réorienter prudemment leurs politiques monétaires et budgétaires vers le soutien au redémarrage de l'activité tout en préparant l'inversion des mesures extraordinaires qui ont été mises en place pendant la crise. La fragilité de la reprise

exige d'aller jusqu'au bout des mesures de relance prévues et de laisser jouer les stabilisateurs automatiques, mais l'action des pouvoirs publics doit s'inscrire dans la durée, ce qui suppose un vigoureux effort de rééquilibrage des finances publiques, compte tenu en particulier des charges budgétaires qui se profilent à l'horizon en raison du vieillissement rapide de la population européenne. Pour l'heure, il est préférable de maintenir une politique monétaire accommodante et de garder ouvertes toutes les options pour l'avenir. Dans les pays avancés, les autorités monétaires disposent peut-être encore d'une marge de manœuvre sous forme d'un signal plus fort de leur intention de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux bas et d'une extension des mesures non conventionnelles. Mais ces mesures ont un coût et font naître la possibilité de dérèglements des marchés, d'aléa moral et d'une accumulation de risques sur les bilans fortement accrus des banques centrales. Ces dernières devraient donc prévoir de se désengager dès que la reprise se sera confirmée.

La croissance potentielle est étroitement liée à tous les éléments qui composent le programme d'action de l'Europe. La reprise sera d'autant plus dynamique et robuste que des mesures seront prises rapidement pour réparer les dommages causés à la production potentielle par la crise, ce qui, entre autres avantages, renforcera la viabilité des finances publiques et amoindrira les problèmes liés à l'inversion des mesures de relance budgétaire. Dans les pays avancés, les autorités devraient saisir les occasions qui se présentent de réformer les marchés du travail et de produits et ne ménager aucun effort pour redonner de l'élan à la Stratégie de Lisbonne. Dans la plupart des pays émergents, il sera important de miser sur la souplesse structurelle, qui permet aux ressources et à la main-d'œuvre de se déplacer vers la production de biens échangeables et les services, pour continuer à combler

l'écart de revenu par rapport aux pays avancés, surtout si les flux de capitaux à destination des pays émergents d'Europe continuent à manquer de dynamisme.

L'incertitude qui entoure l'ampleur de la baisse de la production potentielle causée par la crise est considérable et les décideurs devront en tenir compte (chapitre 3). Les banques centrales doivent faire connaître clairement leur avis sur l'évolution envisageable de la production potentielle et ses implications pour la stabilité des prix de manière à ancrer les anticipations inflationnistes et à limiter le coût des erreurs de politique économique. Compte tenu des effets de la crise sur les finances publiques, il est préférable que la politique budgétaire pêche par excès de prudence et enclenche le rééquilibrage nécessaire dès que le cycle économique aura atteint un stade qui le permettra.

Il est probable aussi que les effets de la crise continueront de se faire sentir dans de nombreux pays émergents sous forme d'une certaine instabilité macroéconomique (chapitre 4). Les marchés financiers sont devenus très attentifs aux facteurs de vulnérabilité internes et externes. En particulier, les préoccupations suscitées par la viabilité des finances publiques, qui tiennent en partie à l'étendue des problèmes du secteur financier, ont déclenché une décompression des écarts de taux d'intérêt et accentué la volatilité des taux de change dans des proportions qui dépassent les effets des chocs globaux subis par la région. À court terme, il sera utile de prendre des mesures pour stabiliser le secteur financier et remédier au montant excessif de l'endettement extérieur. Mais pour s'attaquer aux accès de volatilité les plus persistants, les décideurs gagneraient à mettre en place des structures de nature à stabiliser la politique budgétaire autour d'une trajectoire soutenable et à améliorer

les arrangements en place pour promouvoir la stabilité financière. Les mesures allant dans ce sens profiteraient aussi à la croissance en réduisant le risque perçu par les investisseurs et en faisant baisser les taux d'intérêt.