

Perspectives économiques régionales : EUROPE

Promouvoir la viabilité

Mai 2010

Résumé analytique

On observe une reprise modérée et inégale de l'activité dans toute l'Europe, qui est alimentée par le rebond du commerce mondial et les mesures de relance prises par les pouvoirs publics. L'Europe reste moins performante que les autres régions du monde, où l'activité se redresse également, à cause pour l'essentiel des traces laissées par la crise économique et financière mondiale, qui l'a touchée plus profondément. Le rythme de la reprise dans les pays avancés d'Europe, dont beaucoup continuent d'éprouver des difficultés, notamment dans le sud du continent, est étroitement lié au degré de surchauffe et à l'ampleur de l'expansion du crédit au moment où les effets de la crise ont commencé à se faire sentir. Les différences de rythme sont encore plus prononcées entre les pays émergents d'Europe, ce qui s'explique par les faiblesses propres à chaque pays, les difficultés d'accès aux financements extérieurs et la plus ou moins grande dépendance de chacun à l'égard de la demande d'exportations. Dans les pays avancés, les pressions inflationnistes sont modérées, mais, parmi les pays émergents, le panorama est là aussi plus contrasté en raison de la plus grande diversité des régimes de change et des structures économiques.

Les pouvoirs publics ont pris des mesures sans précédent et souvent synchronisées qui ont aidé à éviter l'implosion de l'économie et du système financier, et qui continuent de soutenir la reprise. La politique budgétaire a atténué les effets du choc sur la demande globale et la consommation privée au moyen de mesures de relance discrétionnaires et par le jeu des stabilisateurs automatiques. Un train de mesures monétaires et financières d'urgence a empêché les faillites bancaires en cascade et endigué le risque d'effondrement du système financier. Dans les pays émergents les plus vulnérables et les plus durement touchés, l'aide coordonnée du FMI, de l'Union européenne (UE) et d'autres institutions multilatérales a facilité l'ajustement inévitable au durcissement considérable des conditions d'accès aux financements extérieurs. De vastes plans de financement officiel à effet immédiat ont permis une correction plus progressive du compte extérieur et des ajustements moins abrupts de la politique économique.

La croissance économique devrait s'accélérer en 2010–11, mais les moteurs traditionnels de la reprise seront sans doute moins vigoureux que par le passé. A court terme, elle continuera d'être alimentée par les exportations, les mesures de relance budgétaire (notamment l'effet décalé des investissements d'infrastructure) et une remontée des stocks. Le regain de confiance des investisseurs et des consommateurs devrait se traduire par une hausse de la demande intérieure. Cependant, étant donné que le chômage devrait s'aggraver encore et que la persistance de difficultés dans le secteur bancaire va sans doute restreindre le crédit, la consommation et l'investissement continueront à manquer de tonus.

Les aléas susceptibles d'influer sur les perspectives globales semblent à peu près équilibrés. Les craintes que nourrissent les opérateurs de marché au sujet de la liquidité souveraine et de la solvabilité de la Grèce pourraient, si elles ne sont pas contrecarrées, donner lieu à des effets de contagion. En outre, une flambée des prix des produits de base pourrait amener les banques centrales à relever leurs taux d'intérêt plus tôt que prévu. Par contre, la croissance pourrait être nettement plus forte si le dynamisme persistant des Etats-Unis et des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine avait pour effet de stimuler les échanges commerciaux. Dans les pays émergents d'Europe, un moindre goût des investisseurs pour le risque pourrait dissuader les autorités d'assouplir davantage la politique monétaire, tandis que la poursuite du désendettement et le manque persistant de crédit pourraient continuer à peser sur la demande intérieure.

Si des politiques macroéconomiques d'accompagnement restent nécessaires pour que la reprise puisse se poursuivre, le coût et les limites de nombreuses interventions suscitent de plus en plus de préoccupations. Celles-ci ont essentiellement trait au volet budgétaire, mais les politiques monétaires et financières sont aussi concernées. La stabilisation à court terme de la dette publique n'est ni faisable ni souhaitable, compte tenu du risque de rechute et de l'ampleur du resserrement budgétaire nécessaire. Toutefois, les indicateurs de viabilité de la dette publique ont atteint la cote d'alerte dans de nombreux pays, où de vigoureux efforts de rééquilibrage s'imposeront à moyen terme. Même si les ajustements requis ne sont pas forcément extraordinaires, ils dépassent souvent les plans de rééquilibrage budgétaire existants. Pour les pays dont la crédibilité en matière budgétaire est déjà basse, le rééquilibrage des finances publiques est plus urgent. Sur les plans monétaire et financier, le retrait des mesures de soutien adoptées pendant la crise a été amorcé par suite à la fois de l'application de clauses de caducité automatique et de la normalisation de la situation sur les marchés, qui rend moins attrayant le recours à un grand nombre de mécanismes d'urgence. Cela dit, la persistance dans le secteur financier de mesures générales de lutte contre la crise permet encore à certaines banques de différer leur restructuration, ce qui ne fait que prolonger l'existence des faiblesses sous-jacentes. Des interventions spécifiques dans les différentes institutions concernées doivent remplacer progressivement les soutiens accordés globalement sous forme de garanties ou d'apports de liquidité.

Étant donné que les effets de la crise se sont propagés entre pays et d'un domaine à l'autre de la politique économique, il convient de bien coordonner et échelonner le retrait des mesures prises pour contrer la crise, surtout au sein de l'UE et dans la zone euro. Faute de coordination, la suppression des dispositions adoptées pour mieux garantir les dépôts entraînera des flux de capitaux opportunistes sur les marchés étroitement intégrés de l'UE. Pour ce qui est des répercussions entre les différents domaines de la politique économique, l'élimination des problèmes qui subsistent dans le secteur bancaire aidera à normaliser la situation en matière de crédit, rendra la politique monétaire plus efficace et facilitera le retrait des mesures de relance budgétaire. Le besoin de coordination est particulièrement aigu dans la zone euro, où les répercussions entre pays et entre domaines de la politique économique sont étroitement

imbriquées. Dans ce cas, les structures en place telles que la procédure en matière de déficits excessifs et le Pacte de stabilité et de croissance peuvent être utiles, par exemple en servant de point d'ancrage commun à des plans à moyen terme d'ajustement et de retrait des mesures budgétaires dans le respect des principes approuvés par le G-20. Cependant, la crise grecque est venue rappeler avec force les carences qui existent de longue date dans l'architecture budgétaire de la zone. Pour les éliminer, il faudra renforcer considérablement la discipline budgétaire en période de prospérité et mettre en place des procédures de gestion des crises.

En ce qui concerne les pays émergents d'Europe, le principal défi consiste à attirer des flux de capitaux robustes et à les mettre à profit pour relancer la croissance économique (chapitre 2). Après une longue période pendant laquelle elles étaient relativement élevées et semblaient ne pas devoir s'arrêter, les entrées de capitaux ont ralenti lorsque la crise a commencé. Les effets de la crise ont varié d'un pays à l'autre en fonction des facteurs qui avaient présidé à l'afflux excessif de capitaux étrangers avant qu'elle ne se déclenche. En général, les pays qui ont été le plus touchés sont ceux où cet afflux était le moins justifié par des facteurs structurels, tels que le degré de convergence des revenus ou la taille et la structure de l'économie. Leurs économies présentaient souvent des caractéristiques qui créaient l'illusion d'une marge de manœuvre budgétaire (régimes de change fortement dirigés, marchés du crédit en pleine essor et surchauffe de la croissance). De plus en plus préoccupées par les facteurs de vulnérabilité nés des entrées de capitaux, les autorités ont eu souvent recours à des politiques prudentielles qui ont permis dans une certaine mesure de limiter la taille de ces flux et d'en maîtriser la composition.

Ces tendances observées avant la crise sont riches d'enseignements pour la conduite de la politique économique. Les pays qui connaissent déjà une reprise des entrées de capitaux devront fondamentalement adapter leurs politiques macroéconomiques pour éviter que ces flux n'atteignent des niveaux excessifs. Dans les pays à taux de change fixe, la meilleure politique à adopter face à des entrées de capitaux sans commune mesure avec les facteurs structurels consiste à resserrer la politique budgétaire et, dans ceux dont le taux de change n'est pas fixe, la réaction la plus efficace pourrait être de laisser la monnaie s'apprécier. Un taux de change flottant librement est aussi utile pour éviter des entrées excessives de capitaux et l'accumulation de faiblesses dans le secteur financier.

Ces politiques macroéconomiques devraient être accompagnées de mesures visant à promouvoir la stabilité du système financier de plus en plus intégré de la région. Des mesures prudentielles, telles que l'imposition de normes de fonds propres pour les emprunts étrangers, freinent les entrées excessives de capitaux et limitent les risques qui en découlent pour les banques. L'affectation de coefficients de risque plus élevés aux prêts accordés à certains secteurs aide à constituer des marges de sécurité au sein du système bancaire et à éviter la surchauffe de certains secteurs. Pour contribuer à la solidité du système financier, ces mesures doivent être étayées par des politiques macroéconomiques appropriées et par une surveillance financière transnationale efficace.

Là où les entrées de capitaux de nature à promouvoir la convergence des revenus n'ont pas encore repris, les autorités devront réorienter les sources de la croissance économique vers le secteur des biens échangeables. Cette transformation, qui aurait certes lieu dans le secteur privé, devra être soutenue par des politiques permettant de rétablir l'équilibre entre le secteur des biens non échangeables et celui des biens échangeables, d'améliorer la mobilité de la main-d'œuvre entre secteurs, de réduire l'écart entre les qualifications des demandeurs d'emplois et celles que recherchent les employeurs et de remédier à l'insuffisance des infrastructures dans les différents pays.