



PRÉSERVER LA REPRISE SUR FOND DE REFLUX DES LIQUIDITÉS MONDIALES

29 avril 2014

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

La croissance reprend dans la plupart des pays d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est (ECOSE) par suite de la relance observée dans la zone euro, mais la région est confrontée à une myriade inhabituelle de risques. La région ECOSE¹, à l'exclusion des plus grands pays — la Russie et la Turquie — devrait, selon les projections, afficher un taux de croissance de 2,3 % en 2014, sensiblement supérieur à celui de 1,2 % enregistré l'année dernière. Les conditions de financement extérieur sont devenues plus instables depuis le milieu de 2013. Outre la réduction actuellement observée des financements des banques étrangères, les flux de portefeuille à destination de la région ECOSE, abstraction faite de la Russie et de la Turquie, sont devenus négatifs au troisième trimestre de 2013, et ce pour la première fois depuis 2009. Bien que ces flux aient repris au quatrième trimestre de 2013, des pressions pourraient réapparaître si les risques posés par une éventuelle escalade des tensions géopolitiques dans la région, de nouveaux épisodes de volatilité financière accompagnant le processus de normalisation de la politique monétaire dans les pays avancés, et la possibilité d'une période prolongée de croissance faible dans la zone euro, se concrétisent.

La sensibilité de la région aux chocs affectant le financement extérieur tient essentiellement à l'encours relativement élevé des dettes extérieures, à l'ampleur des besoins de refinancement et à l'importance des engagements en devises. Si de nombreux pays de la région ECOSE ont fortement amélioré dans leur position en compte courant au cours des dernières années, ils continuent d'être exposés à des chocs extérieurs en raison *du niveau relativement élevé de l'encours de leur dette extérieure* — qui tient à l'accumulation de dettes par le secteur privé durant la période de haute conjoncture qui a précédé la crise mondiale et par le secteur public depuis la crise — et *des importants besoins de refinancement correspondants*. Le *risque posé par les engagements en devises* liés aux emprunts extérieurs est encore aggravé par le haut degré d'euroïsation financière dans la région.

¹ Dans ce rapport, le sigle «ECOSE» recouvre les pays suivants : Albanie, Bélarus, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Kosovo, Lettonie, Lituanie, Macédoine, Moldova, Monténégro, Pologne, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Russie, Serbie, Slovénie, Turquie et Ukraine.

Selon l'édition des Regional Economic Issues (Thèmes économiques régionaux, REI) du printemps 2014, la sensibilité des pays de la région ECOSE aux variations des conditions financières mondiales tient à un certain nombre de facteurs supplémentaires:

- *La participation plus importante d'investisseurs étrangers aux opérations des marchés obligataires locaux.* Le resserrement des conditions mondiales exercera donc des pressions sur le coût des emprunts et pourrait provoquer une inversion des flux de financement concernant la région ECOSE; les pays dotés de facteurs fondamentaux et de cadres macroéconomiques plus solides devraient toutefois être relativement moins touchés.
- *L'accroissement du rôle joué par les investisseurs institutionnels étrangers.* Si les flux de cette nature sont habituellement plus résistants et plus différenciés selon les pays que les flux émanant des investisseurs de détail, ils réagissent toutefois généralement plus fortement et de manière plus persistante à des chocs extrêmes.
- *Le recours à un nombre relativement faible de créanciers communs.* Il semble que les avoirs extérieurs constitués par des titres de pays de la région ECOSE soient fortement concentrés, en particulier sur les marchés de plus petite taille; les flux de portefeuille sont, de ce fait, sensibles aux décisions d'allocation d'un petit nombre de gérants de fonds. De la même manière, une grande partie du financement bancaire extérieur provient d'un nombre relativement faible de banques de la zone euro.

Un net durcissement des conditions de financement extérieur, accompagné d'une intensification de la volatilité des marchés, aurait un effet négatif net — mais gérable — sur la plupart des pays de la région ECOSE. Selon l'analyse, une reprise économique plus rapide aux États-Unis donnerait une impulsion à la croissance de la région ECOSE, mais cet effet serait, pour la plupart des pays concernés, plus que contrebalancé par l'effet de contraction exercé par le resserrement des conditions monétaires mondiales et par la volatilité des marchés financiers qui pourraient accompagner une normalisation plus rapide que prévu de la politique monétaire aux États-Unis.

Quelques pays de la région ECOSE pourraient également être confrontés à de plus amples contractions des flux bancaires transfrontières, peut-être parce que les pressions exercées sur les banques mères pour qu'elles réduisent leur levier d'endettement s'intensifient dans le contexte de l'examen de la qualité des actifs et des tests de résistance dans la zone euro, qui entraînent des réductions sélectives des engagements envers certains pays. Selon les résultats empiriques, les faiblesses observées au niveau des paramètres fondamentaux macroéconomiques et bancaires des pays d'accueil (qualité des actifs, rentabilité, recours à des financements qui ne sont pas basés sur des dépôts) accroissent le risque d'une réduction des financements bancaires transfrontaliers.

La poursuite de politiques plus résolues et l'existence de marges de manœuvre plus importantes contribueraient à atténuer les chocs extérieurs et aussi à permettre d'exploiter

un potentiel de croissance plus important, comme en témoigne l'expérience des pays de la région ECOSE qui n'ont pas été assujettis à des pressions du marché aussi fortes au cours de l'année écoulée. Plus précisément,

- Les pays dotés d'un *taux de change et d'une politique monétaire souples* devraient continuer d'utiliser cette souplesse comme principale ligne de défense durant les épisodes de volatilité du marché. Il pourrait également être utile d'obtenir des lignes de crédits extérieures et de constituer des provisions de liquidités ciblées.
- *Diversifier les sources de financement et élargir la base des investisseurs locaux* contribueraient à réduire la vulnérabilité des pays à des chocs particuliers et à limiter la propagation de leurs effets par l'intermédiaire de prêteurs communs.
- Tous les pays, en particulier ceux dont les facteurs fondamentaux macroéconomiques sont moins solides, peuvent accroître leur capacité de résistance aux chocs en *reconstituant un espace budgétaire et en faisant face aux problèmes existant de longue date ainsi qu'à ceux qui ont été exposés par la crise* — les carences structurelles qui entravent la croissance et maintiennent le chômage à un niveau intolérablement élevé, et l'ampleur du volume des prêts improductifs qui paralysent le crédit.
- La *mise en œuvre de réformes structurelles* ayant pour effet d'accroître le potentiel de croissance permettra également d'attirer des investissements extérieurs plus stables.