

# Résumé

Après avoir réussi à surmonter les défis posés par la pandémie et le choc des prix des produits énergétiques déclenché par la guerre que la Russie mène en Ukraine, l'Europe est confrontée à la difficulté de devoir rétablir la stabilité des prix tout en assurant une croissance forte et verte à long terme. Les transformations mondiales résultant de la fragmentation géoéconomique et les effets actuels du changement climatique présentent de nouveaux enjeux économiques qui s'ajoutent à des problèmes de croissance connus de longue date et pourraient mettre la convergence au point mort.

Le ralentissement de l'inflation globale apporte un certain soulagement aux ménages et aux entreprises. Cela s'explique principalement par un recul des prix des produits de base et un relâchement des contraintes qui pesaient sur les chaînes d'approvisionnement, mais l'inflation hors énergie et alimentation s'entête et reste plus difficile à juguler. Les banques centrales d'Europe ont considérablement resserré leur politique monétaire et les gouvernements réduisent l'appui budgétaire.

Les effets persistants des chocs des prix de l'énergie de l'année dernière et le resserrement de la politique économique contribuent également à un ralentissement de la croissance cette année. Ce ralentissement est moins prononcé dans les pays qui dépendent des services et du tourisme que dans ceux où l'industrie manufacturière et les secteurs à forte consommation d'énergie occupent une plus grande place. Dans l'ensemble, les prévisions de croissance sont le résultat de forces opposées : d'une part, un durcissement des politiques macroéconomiques et d'autre part, un redressement des revenus réels dans un contexte de repli de l'inflation et de hausse des salaires.

Nos prévisions pour l'Europe indiquent un atterrissage en douceur, à la faveur d'un recul progressif de l'inflation. Globalement, la croissance de la région devrait ralentir à 1,3 % en 2023 contre 2,7 % l'année dernière, et remonter à 1,5 % en 2024. Parmi les pays européens avancés, ceux dont l'économie est orientée vers les services se remettront plus rapidement que ceux où l'industrie manufacturière occupe une plus grande place, car ces derniers font face à une demande extérieure faible et sont davantage exposés à des prix élevés de l'énergie. En ce qui concerne les pays européens émergents, leur reprise sera modeste en 2024 mais son ampleur dans chaque pays dépendra de l'intensité énergétique de la production, de l'importance du secteur des services et, en particulier pour les pays le plus à l'Est, du niveau de perturbation des relations commerciales avec la Russie.

Le cycle de resserrement de la politique monétaire touche à sa fin. Le rééquilibrage budgétaire devrait être modéré en 2023, puis s'accélérer en 2024. Si une économie américaine robuste constitue un important filet de sécurité pour la demande mondiale, le recul de l'activité en Chine, de nouveaux chocs des prix des produits de base et la concrétisation des risques qui pèsent sur la stabilité financière pourraient davantage ralentir la croissance. Le durcissement de la politique monétaire a renchéri le coût du crédit et affaibli les bilans des ménages et du secteur de l'immobilier commercial. Même si les volants de capitaux des banques sont sains, ils pourraient s'avérer inadéquats dans un scénario défavorable.

L'inflation ne devrait ralentir que progressivement sur la période de prévision. Si la demande intérieure modeste de 2023 et la baisse des prix des produits de base se répercuteront sur l'inflation hors énergie et alimentation, la reprise prévue des revenus réels et la vigueur persistante des marchés du travail ralentiront le rythme de la désinflation. La plupart des pays ne devraient pas atteindre leur cible d'inflation avant 2025. La croissance soutenue des salaires nominaux au-delà de l'inflation et des taux de croissance de la productivité constituent des risques majeurs pour la désinflation, en particulier dans les pays européens émergents. Il est

possible que l'inflation persiste, ce qui obligerait les pays à resserrer davantage la politique économique et entraînerait potentiellement une stagflation.

L'Europe est confrontée à ces risques à un moment où les transformations structurelles imposées par la fragmentation géopolitique et le changement climatique exacerbent des difficultés préexistantes de nature à entraver la croissance à long terme. Les perspectives de croissance à moyen terme de l'Europe s'assombrissent depuis un certain temps, en grande partie du fait du ralentissement de la croissance de la productivité. De nouvelles difficultés telles que des coûts de l'énergie plus élevés et plus instables et les changements observés dans les chaînes d'approvisionnement et les relations commerciales perturbent les structures de production. Elles s'ajoutent à des facteurs bien connus (comme le vieillissement de la population et les contraintes de l'offre de main-d'œuvre) qui obèrent la croissance potentielle.

Pour la plupart des pays européens émergents, la conjonction d'une faible productivité et d'une perte de compétitivité du coût des salaires pourrait entraver la convergence économique. Dans de telles circonstances, il pourrait s'avérer également difficile de stabiliser les trajectoires de la dette publique, en particulier dans les pays très endettés qui doivent absolument réduire leur endettement.

Dans ce contexte, la politique économique devrait avoir pour but de rétablir la stabilité des prix et de renforcer les paramètres fondamentaux de l'économie. L'histoire nous apprend qu'il faut plusieurs années pour ramener l'inflation à des niveaux normaux après un épisode inflationniste.

Il est donc de la plus haute importance de maintenir une politique monétaire restrictive pour permettre à l'inflation de revenir au niveau ciblé dans un délai raisonnable. Une grande incertitude entoure la persistance de l'inflation et un assouplissement prématuré serait extrêmement coûteux. Certes, les circonstances nationales dicteront le niveau de restriction requis pour la politique monétaire, mais bon nombre de banques centrales devront maintenir des taux directeurs élevés pendant un certain temps.

Les pays doivent redoubler d'efforts pour reconstituer ou préserver leur marge de manœuvre budgétaire tout en sanctuarisant les dépenses essentielles. En réduisant les déficits, la politique budgétaire s'allie à la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation. Il convient d'éliminer progressivement l'appui non ciblé au secteur de l'énergie qui subsiste et de remédier aux inefficiences en matière de dépenses et de recettes. Cependant, ces économies pourraient ne pas suffire pour répondre aux besoins de dépenses liés à l'éducation, aux évolutions démographiques, aux infrastructures et à la lutte contre le changement climatique tout en réduisant de gros déficits. En outre, les ratios dette publique/PIB devraient augmenter à moyen terme dans la plupart des pays émergents d'Europe, sous l'effet d'une croissance atone et de l'augmentation du coût du service de la dette. Ces pays devront également mieux rationaliser les dépenses et mobiliser les recettes afin de ramener les ratios de dette publique sur une trajectoire descendante. Pour les pays de l'Union européenne (UE), il demeure prioritaire de renforcer la capacité d'absorption des dons de l'UE pour financer des infrastructures résilientes au climat, la protection sociale et l'accélération de la transition verte.

Les politiques macrofinancières devraient veiller à surveiller et maîtriser les risques nouveaux qui pèsent sur la stabilité. Les bénéfices des banques ont augmenté grâce à l'expansion des marges d'intérêt nettes. Ces ressources devraient être employées pour rehausser les volants de fonds propres, y compris au moyen d'exigences réglementaires. Compte tenu de leur exposition au crédit de l'immobilier, les banques ont d'autant plus besoin de volants robustes en une période comme celle-ci où le marché de l'immobilier est confronté à des vents contraires structurels et cycliques.

Des politiques structurelles restent indispensables à la réalisation d'une croissance forte, verte et équitable. Les réformes doivent privilégier l'élimination des obstacles à l'innovation et au dynamisme économiques. Renforcer le climat des affaires en adoptant des mesures qui encouragent l'investissement et les dépenses en matière de recherche-développement favorisera la concurrence qui augmente la productivité. Dans les pays européens émergents, pour attirer l'investissement, il convient également de renforcer la gestion du secteur public et la gouvernance, d'améliorer l'emploi et d'accroître la fiabilité des infrastructures numériques et énergétiques et des transports. L'Europe doit préserver le marché unique, qui est son principal atout en matière de croissance. Les politiques sectorielles peuvent jouer un rôle (lorsque les externalités de réseau sont présentes) en augmentant les dépenses de recherche-développement et en ouvrant l'accès aux nouvelles technologies, ce qui augmente les efficacités et facilite la transition écologique. Mais celles-ci devraient être déployées de façon minutieuse et ciblée pour éviter une course aux subventions coûteuse ou le recours à des droits de douane qui créent des distorsions. Afin de réduire les émissions tout en préservant la compétitivité, il est essentiel de promouvoir une collaboration internationale dans la lutte contre le changement climatique, avec notamment l'adoption d'un plancher mondial pour le prix du carbone. Les récents accords visant à renforcer le système européen d'échange d'émissions constituent une étape importante vers la réalisation des objectifs climatiques de l'Union européenne.