

# Perspectives économiques régionales : EUROPE

## Conforter la reprise

### Mai 2011

## Introduction et vue d'ensemble

La reprise mondiale monte en régime, mais elle reste exposée à d'importants risques de décélération. Selon les projections de la dernière édition du rapport sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, la croissance du PIB réel mondial atteindrait 4½ % en 2011 et en 2012, après avoir été légèrement supérieure (5 %) l'année dernière. Dans les pays émergents et en développement, l'activité devrait s'accélérer à un rythme nettement plus soutenu, de 6½ %, que dans les pays avancés, où la croissance ne sera que de 2½ %. Cette configuration de la croissance, ainsi que les politiques monétaires accommodantes des principales banques centrales, ont ravivé l'afflux de capitaux en direction des économies émergentes. Conjuguée aux chocs survenus du côté de l'offre et aux inquiétudes suscitées par les troubles politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, elle a contribué à faire remonter les cours des produits de base à des niveaux proches de ceux d'avant la crise de 2008–09. Les principaux risques de décélération sont les suivants : i) des cours du pétrole supérieurs à ceux que prédisent actuellement les marchés à terme; ii) d'importants facteurs de vulnérabilité budgétaire et financière occultés par l'évolution récemment favorable des marchés, surtout dans la zone euro; et iii) la surchauffe dans les économies émergentes.

Sur cette toile de fond, la reprise devrait s'affermir en Europe. Cette édition des *Perspectives économiques régionales* situe la croissance pour l'ensemble de l'Europe à 2,4 % en 2011 et 2,6 % en 2012, contre 2,4 % l'année dernière (tableau 1). Dans ce scénario de référence, il est probable que l'inflation monte à 3,8 % cette année sous l'effet de la reprise de l'activité économique et du niveau élevé des prix des produits de base, avant de redescendre à 3 % en 2012. Cette évolution repose sur l'hypothèse que la forte hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation sera temporaire et ne provoquera pas indirectement une poussée généralisée de l'inflation, ce qui permettrait d'éviter un resserrement sensible de la politique monétaire, lequel risquerait de freiner la reprise.

Dans les pays avancés d'Europe, l'activité réelle devrait progresser de 1,7 % cette année et de 1,9 % l'année prochaine, contre 1,7 % en 2010. Les écarts devraient persister au sein de ce groupe de pays, même si l'on s'attend à ce que la demande privée continue de s'affermir dans les pays du noyau dur de la zone euro et dans les pays nordiques, et compense ainsi en grande partie l'effet du rééquilibrage des finances publiques sur la croissance, tandis qu'elle devrait rester faible en Espagne, en Grèce, en Irlande et au Portugal, où les efforts se poursuivent pour résorber les énormes déséquilibres accumulés avant la crise. Selon les projections, les économies grecque et portugaise connaîtront une récession cette année.

Dans les pays émergents d'Europe, la croissance devrait être plus vigoureuse et atteindre 4,3 % en 2011 et en 2012, après 4,2 % en 2010<sup>1</sup>. La reprise devrait se généraliser, la demande intérieure devenant le principal moteur de la croissance et tous les pays affichant des taux de croissance positifs pour la première fois depuis la crise de 2008–09. Cela dit, de grandes différences subsistent entre ces pays en ce qui concerne leur position dans le cycle économique, les entrées de capitaux, les soldes courants et les pressions inflationnistes.

Il est probable que les reprises des pays avancés et des pays émergents d'Europe se renforceront mutuellement, grâce à la symbiose entre ces deux parties du continent, les pays avancés continuant d'absorber l'essentiel des exportations des pays émergents. Parallèlement, les pays émergents d'Europe les plus dynamiques continueront de gagner en importance en tant que marchés pour les entreprises des pays avancés du continent. Cependant, le potentiel de croissance le plus prometteur réside dans la constitution de chaînes de production transnationales fondées sur les avantages comparatifs nationaux dans une zone géographique variée mais ramassée, dotée d'institutions grandement améliorées. Les entreprises allemandes jouent un rôle directeur dans ce domaine. Les importations en provenance des pays émergents d'Europe ont atteint 12 % des importations allemandes, contre 8 % pour les autres pays avancés d'Europe. Dans les deux cas la proportion est faible, ce qui ouvre de vastes possibilités pour poursuivre l'intégration intrarégionale.

La principale menace pesant sur les perspectives économiques de l'Europe tient aux tensions dans la périphérie de la zone euro. Il existe aussi d'autres risques au plan mondial, mais les inquiétudes suscitées par le risque de surchauffe dans les pays émergents du continent sont moins vives que dans les autres régions. Les mesures vigoureuses prises par les pouvoirs publics ont réussi à circonscrire, jusqu'à présent, les problèmes afférents à la dette souveraine et au secteur financier dans la périphérie de la zone euro, mais la contagion aux pays du noyau dur de la zone euro, puis aux pays émergents d'Europe, demeure un risque réel. Il s'avère difficile de briser le cycle des interactions négatives entre les inquiétudes concernant la stabilité des finances publiques et celle des bilans des banques. De plus, les craintes suscitées par l'état des finances publiques et les bilans du secteur financier dépassent la périphérie de la zone euro. Dans les pays émergents d'Europe, les finances publiques se sont aussi fortement détériorées et les banques ont à supporter un grand nombre de créances improductives. Les pays émergents d'Europe ont souffert de façon disproportionnée de la crise de 2008–09, de sorte que les écarts de production y sont généralement encore négatifs — seuls le Bélarus et la Turquie connaissent une croissance très rapide : les pressions inflationnistes engendrées par le niveau élevé des prix des produits de base sont source de

---

<sup>1</sup> Dans le rapport sur les *Perspectives économiques régionales*, l'expression «pays émergents d'Europe» désigne i) les pays d'Europe centrale et du Sud-Est, à l'exception de la République tchèque et des pays ayant adopté l'euro, ii) les pays composant la Communauté des États indépendants (CEI) et iii) la Turquie.

difficultés pour les pouvoirs publics, surtout dans les pays où les écarts de production sont sur le point d'être comblés, les prix de l'alimentation et de l'énergie comptent pour beaucoup dans l'indice des prix à la consommation (IPC) et la crédibilité des banques centrales est moins bien établie.

Des mesures globales et ambitieuses sont nécessaires pour remédier de façon décisive aux tensions financières au sein de la zone euro. Les enjeux sont de taille. Des réformes continues au niveau national dans les pays touchés par la crise doivent constituer la première ligne de défense. Il est essentiel d'assainir les finances publiques, d'affronter résolument le problème des banques en difficulté et de mettre en œuvre des réformes structurelles pour rétablir la compétitivité. Il est indispensable de continuer à renforcer la gestion de crise au niveau de l'Union européenne (UE) pour obtenir un bon résultat global. Il y a certes lieu de saluer les décisions prises en mars par l'UE, mais leur mise en œuvre ne sera pas dénuée de difficultés.

Il est primordial de rééquilibrer les finances publiques et de redresser les bilans des banques pour éloigner les risques de décélération de l'activité. Afin d'apaiser durablement les tensions financières au sein de la zone euro et pour briser le cycle des interactions négatives entre l'instabilité des finances publiques et celle du secteur bancaire, il est crucial de préserver la viabilité de la dette publique. Les pays soumis aux pressions des marchés ont décidé à juste titre d'engager sans attendre leurs mesures d'ajustement budgétaire, qu'ils doivent maintenant mener à bien. D'autres pays peuvent se permettre d'étaler davantage les mesures de rééquilibrage budgétaire, mais il reste nécessaire qu'ils suivent pour cela une stratégie cohérente et crédible inscrite dans un cadre à moyen terme pour reconstituer leurs marges de manœuvre budgétaire et mettre un terme à la hausse constante de leurs ratios d'endettement public. Dans les pays émergents en Europe, il est tout aussi important de réduire les facteurs de vulnérabilité budgétaire. Les principaux indicateurs budgétaires s'y sont dégradés davantage que dans les autres pays émergents et, dans bien des cas, dépassent aujourd'hui les seuils jugés prudents. En outre, là où l'inflation commence à être une source de préoccupation, le rééquilibrage des finances publiques est nécessaire du point de vue de la gestion de la demande.

La page de la crise ne pourra être tournée tant que la confiance dans le système bancaire de la zone euro n'aura pas été rétablie. Les tests de résistance rigoureux, larges et transparents auxquels il sera bientôt procédé offrent l'occasion de remédier aux facteurs de vulnérabilité qui subsistent. Mais pour être efficaces, ces tests doivent être suivis de programmes crédibles de restructuration et de recapitalisation. Il conviendra d'accélérer les efforts déployés pour renforcer le système bancaire des pays vulnérables et, dans cette optique, il faudrait aussi prendre des mesures pour approfondir l'intégration du secteur financier de l'UE — notamment en ce qui concerne les fusions-acquisitions transnationales — en continuant à renforcer la gouvernance et les institutions paneuropéennes. Dans les pays émergents d'Europe, le principal souci a trait aux créances improductives, tandis que le niveau de capitalisation semble confortable pour l'instant. Une deuxième vague d'assainissement des

banques et la perspective de l'entrée en vigueur de l'accord de Bâle III offrent des occasions de renforcer ce secteur.

La politique monétaire de la zone euro peut rester encore relativement accommodante, même si une normalisation est à prévoir avec la résorption progressive des capacités inutilisées. La réapparition des risques d'inflation pose une difficulté supplémentaire. Dans beaucoup de pays émergents d'Europe, l'inflation dépasse la cible fixée et les effets secondaires sont plus difficiles à éviter. Des cycles de resserrement sont déjà engagés, qui devraient être soutenus par la politique budgétaire.

Des mesures sont actuellement prises pour renforcer le filet de sécurité mis en place pour l'ensemble de la zone euro afin de remédier aux tensions financières et d'éviter de futures crises. Des engagements ont été pris en vue d'améliorer la capacité de prêt et la fixation des prix dans le cadre du Fonds européen de stabilité financière (FESF). Il est maintenant essentiel de rendre ces engagements opérationnels en précisant le contenu. Le Mécanisme européen de stabilité (MES), appelé à remplacer de façon permanente le FESF, prend forme et il est doté, à juste titre, d'une capacité accrue et d'une plus grande souplesse par rapport à ce dernier. La refonte du Pacte de stabilité et de croissance ainsi que la nouvelle procédure concernant les déséquilibres excessifs sont deux éléments qui renforcent la prévention des crises.

Si l'on examine les crises survenues dans la périphérie de la zone euro et, plus généralement, dans les pays émergents d'Europe à la suite de l'effondrement de Lehman Brothers, un schéma commun apparaît, qui incite à tirer un certain nombre d'enseignements. L'intégration financière consécutive à l'adoption de l'euro a contribué à l'afflux de capitaux transnationaux sur le marché de la dette publique, les marchés interbancaires et le secteur des biens non échangeables. Les rendements des obligations publiques ont vite convergé dans toute la zone euro, les banques ont accumulé d'abondants engagements transnationaux et le secteur des biens non échangeables a prospéré. Les décideurs ont omis de réagir avec fermeté lorsque des bulles des prix d'actifs se sont formées dans le secteur relativement protégé des biens non échangeables, ce qui n'a fait que renforcer l'impression de rentabilité de ce secteur. Après de nombreuses années de déficit courant sans cesse croissant et d'érosion de la compétitivité, les financements se sont soudain taris, précipitant les pays dans une profonde récession. L'ampleur des ajustements nécessaires, le niveau élevé d'endettement et les interactions négatives entre l'instabilité du secteur bancaire et celle des finances publiques sont autant d'éléments qui concourent à la lenteur de la reprise.

Or l'intégration financière ne conduit pas inexorablement à ce type de cycle expansion/récession et peut même contribuer à la convergence des revenus.

L'internationalisation des activités bancaires n'a pas été suffisamment accompagnée de réformes de la réglementation, de la supervision et des normes bancaires. Les autorités nationales ont conservé la responsabilité ultime, notamment celle d'un éventuel sauvetage

par les pouvoirs publics. De plus, les marchés financiers ont omis d'intégrer dans leurs primes de risque l'accentuation des facteurs de vulnérabilité jusqu'à ce qu'il soit trop tard pour permettre un atterrissage en douceur.

Ce serait une erreur de revenir sur le principe de l'intégration financière. Il conviendrait au contraire de mener à bien l'intégration et de mettre en place des politiques d'accompagnement adéquates. Il y aurait lieu en outre de supprimer les obstacles qui entravent les investissements transnationaux sous forme de prises de participation et les fusions-acquisitions, de manière à ce que les flux de dette ne soient plus favorisés. La concurrence devrait être rehaussée dans le secteur des biens non échangeables et des mesures devraient être prises sans tarder pour contrer l'apparition de bulles des prix d'actifs et éviter ainsi d'attirer les investissements vers des usages relativement improductifs. La supervision, la réglementation et le règlement des faillites bancaires doivent être portés au niveau où les banques opèrent réellement — dans une région financièrement intégrée.

Fondamentalement, les crises en Europe ne pourront être surmontées que lorsque la productivité recommencera à progresser dans les pays touchés; c'est là une tâche qui dépasse largement le cadre des améliorations à apporter à la gouvernance européenne et de l'achèvement de l'intégration financière. Au cours de la décennie écoulée, la croissance de la productivité de la main-d'œuvre a été insuffisante dans ces pays, et ce malgré l'accès à d'abondants financements étrangers. Faire en sorte que le secteur exportateur retrouve son dynamisme est une entreprise aux multiples dimensions, mais les premiers résultats sont déjà visibles dans les pays baltes et en Bulgarie, ainsi qu'en Irlande et en Espagne, où la croissance des exportations est en forte accélération et où les indicateurs de compétitivité s'améliorent.

Le reste de cette édition du rapport sur les *Perspectives économiques régionales* examine plus en détail les perspectives et les priorités des pays avancés d'Europe (chapitre 1) et des pays émergents d'Europe (chapitre 2). Le chapitre 3 analyse le rôle de l'intégration financière dans l'accumulation et la résorption des déséquilibres au sein de la zone euro et des pays voisins. L'appendice énumère les accords du FMI avec des pays européens qui sont actuellement en vigueur.

**Pays européens : croissance du PIB réel et inflation (IPC), 2009–12**
*(Pourcentage)*

	Croissance du PIB réel				Inflation moyenne mesurée par l'IPC			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Europe <sup>1</sup>	-4.5	2.4	2.4	2.6	2.7	3.0	3.8	3.0
Économies avancées d'Europe <sup>1</sup>	-4.0	1.7	1.7	1.9	0.7	1.9	2.5	1.8
Économies émergentes d'Europe <sup>1</sup>	-5.9	4.2	4.3	4.3	8.5	6.3	7.3	6.2
Union européenne <sup>1</sup>	-4.1	1.8	1.8	2.1	0.9	2.0	2.7	1.9
Zone euro	-4.1	1.7	1.6	1.8	0.3	1.6	2.3	1.7
Allemagne	-4.7	3.5	2.5	2.1	0.2	1.2	2.2	1.5
Autriche	-3.9	2.0	2.4	2.3	0.4	1.7	2.5	2.0
Belgique	-2.7	2.0	1.7	1.9	0.0	2.3	2.9	2.3
Chypre	-1.7	1.0	1.7	2.2	0.2	2.6	3.9	2.8
Espagne	-3.7	-0.1	0.8	1.6	-0.2	2.0	2.6	1.5
Estonie	-13.9	3.1	3.3	3.7	-0.1	2.9	4.7	2.1
Finlande	-8.2	3.1	3.1	2.5	1.6	1.7	3.0	2.1
France	-2.5	1.5	1.6	1.8	0.1	1.7	2.1	1.7
Grèce	-2.0	-4.5	-3.0	1.1	1.4	4.7	2.5	0.5
Irlande	-7.6	-1.0	0.5	1.9	-1.7	-1.6	0.5	0.5
Italie	-5.2	1.3	1.1	1.3	0.8	1.6	2.0	2.1
Luxembourg	-3.7	3.4	3.0	3.1	0.4	2.3	3.5	1.7
Malte	-3.4	3.6	2.5	2.2	1.8	2.0	3.0	2.6
Pays-Bas	-3.9	1.7	1.5	1.5	1.0	0.9	2.3	2.2
Portugal	-2.5	1.4	-1.5	-0.5	-0.9	1.4	2.4	1.4
République slovaque	-4.8	4.0	3.8	4.2	0.9	0.7	3.4	2.7
Slovénie	-8.1	1.2	2.0	2.4	0.9	1.8	2.2	3.1
Autres économies avancées de l'UE								
Danemark	-5.2	2.1	2.0	2.0	1.3	2.3	2.0	2.0
République tchèque	-4.1	2.3	1.7	2.9	1.0	1.5	2.0	2.0
Royaume-Uni	-4.9	1.3	1.7	2.3	2.1	3.3	4.2	2.0
Suède	-5.3	5.5	3.8	3.5	2.0	1.9	2.0	2.0
Économies émergentes de l'UE								
Bulgarie	-5.5	0.2	3.0	3.5	2.5	3.0	4.8	3.7
Hongrie	-6.7	1.2	2.8	2.8	4.2	4.9	4.1	3.5
Lettonie	-18.0	-0.3	3.3	4.0	3.3	-1.2	3.0	1.7
Lithuanie	-14.7	1.3	4.6	3.8	4.4	1.2	3.1	2.9
Pologne	1.7	3.8	3.8	3.6	3.5	2.6	4.1	2.9
Roumanie	-7.1	-1.3	1.5	4.4	5.6	6.1	6.1	3.4
Économies avancées hors UE								
Islande	-6.9	-3.5	2.3	2.9	12.0	5.4	2.6	2.6
Israël	0.8	4.6	3.8	3.8	3.3	2.7	3.0	2.5
Norvège	-1.4	0.4	2.9	2.5	2.2	2.4	1.8	2.2
Suisse	-1.9	2.6	2.4	1.8	-0.5	0.7	0.9	1.0
Autres économies émergentes								
Albanie	3.3	3.5	3.4	3.6	2.2	3.6	4.5	3.5
Bélarus	0.2	7.6	6.8	4.8	13.0	7.7	12.9	9.7
Bosnie-Herzégovine	-3.1	0.8	2.2	4.0	-0.4	2.1	5.0	2.5
Croatie	-5.8	-1.4	1.3	1.8	2.4	1.0	3.5	2.4
Macédoine	-0.9	0.7	3.0	3.7	-0.8	1.5	5.2	2.0
Moldova	-6.0	6.9	4.5	4.8	0.0	7.4	7.5	6.3
Monténégro	-5.7	1.1	2.0	3.5	3.4	0.5	3.1	2.0
Russie	-7.8	4.0	4.8	4.5	11.7	6.9	9.3	8.0
Serbie	-3.1	1.8	3.0	5.0	8.1	6.2	9.9	4.1
Turquie	-4.7	8.2	4.6	4.5	6.3	8.6	5.7	6.0
Ukraine	-14.8	4.2	4.5	4.9	15.9	9.4	9.2	8.3
<b>Pour mémoire</b>								
Monde	-0.5	5.0	4.4	4.5	2.5	3.7	4.5	3.4
Économies avancées	-3.4	3.0	2.4	2.6	0.1	1.6	2.2	1.7
Économies émerg. et en développ.	2.7	7.3	6.5	6.5	5.2	6.2	6.9	5.3
États-Unis	-2.6	2.8	2.8	2.9	-0.3	1.6	2.2	1.6
Japon	-6.3	3.9	1.4	2.1	-1.4	-0.7	0.2	0.2
Chine	9.2	10.3	9.6	9.5	-0.7	3.3	5.0	2.5

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

<sup>1</sup> Moyenne pondérée par le PIB à parité de pouvoir d'achat.