

dzfjkl

Études économiques et financières

Perspectives économiques régionales

Europe

Renforcer les systèmes financiers



NOV 07

©2007 International Monetary Fund

Cataloging-in-Publication Data

Perspectives économiques régionales : Europe — [Washington, D.C.] :
Fonds monétaire international, 2007.

p. cm. — (Études économiques et financières)

“Renforcer les systèmes financiers”

French translation of: Regional Economic Outlook: Europe

Nov. 07

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-698-4

1. Economic forecasting — Europe. 2. Europe — Economic conditions — 1945– 3.
Europe — Economic conditions — Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series
(World economic and financial surveys) III. Title.

HC240 .R44514 2007

Prix : 31 dollars EU

(26 dollars EU pour les enseignants
et les étudiants de l'enseignement supérieur)

Les commandes doivent être adressées à :

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431, U.S.A.
Téléphone : (202) 623-7430 Télécopie : (202) 623-7201
Messagerie électronique : publications@imf.org
Internet : www.imf.org

Table des matières

Avant-propos	vii
Résumé analytique	ix
I^e PARTIE	1
Perspectives : entre turbulences financières et croissance soutenue	3
La bonne tenue des indicateurs économiques fondamentaux devrait permettre de surmonter les perturbations financières	3
Un resserrement prolongé du crédit accentuerait le risque de ralentissement	7
Les pouvoirs publics sont confrontés à des facteurs d'incertitude inattendus	9
Les réformes sont indispensables pour soutenir la croissance	10
II^e PARTIE	21
Analyse : renforcer les systèmes financiers	23
1. Réglage des systèmes financiers dans les pays avancés	27
Aperçu général	27
Évolution des systèmes financiers	28
L'importance de la qualité du système financier	32
Recueillir les fruits de l'innovation sans risques excessifs	33
2. Gérer la financiarisation rapide des pays émergents d'Europe	41
Le rôle de la finance dans la convergence	42
Conduire vite en toute sécurité	45
Se préparer à négocier le prochain virage	52
3. Poursuivre le développement financier dans les pays émergents d'Europe	57
Où en est le développement financier?	57
Quels sont les facteurs clés?	59
Que faire pour que ces progrès continuent?	60
Bibliographie	69
Tableaux	
1. Pays d'Europe — Croissance réelle du PIB et inflation selon l'IPC, 2006–08	4
2. Pays d'Europe — Solde extérieur courant et solde budgétaire, 2006–08	12
3. Indice de liberté économique — Position par rapport au reste du monde, 2005	18
4. Crédit aux ménages et aux entreprises non financières, 2000–06	44
5. Engagements des banques dans les pays émergents, 2006	50

Graphiques

1. Europe et reste du monde — Croissance du PIB réel, 2001–08	3
2. Convergence en Europe et dans le reste du monde, 2001–06	5
3. Zone euro — Taux interbancaires moyens, 25 juillet 2007–3 octobre 2007	5
4. Variation des cours des actions du secteur bancaire, 25 juillet 2007–3 octobre 2007	7
5. Indices boursiers quotidiens, janvier 2005–octobre 2007	8
6. Écarts d'intérêt sur les emprunts souverains, 25 juillet 2007–1 ^{er} octobre 2007	8
7. Indicateurs de confiance UE-27, janvier 2005–septembre 2007	8
8. Europe et groupes de pays européens — Solde des administrations publiques, 2003–08	11
9. Pays émergents d'Europe — Conditions monétaires, 2000–06	13
10. Pays émergents d'Europe — Expansion du crédit, 1999–2006	13
11. Europe et groupes de pays européens — Solde courant/PIB, 2003–08	14
12. Dette extérieure, 2006	14
13. Crédit bancaire au secteur privé en Europe, 1995–06	23
14. Innovation financière en Europe, juin 1995–juin 2007	23
15. Intégration financière en Europe, 1995–06	24
16. Indice financier par sous-indices, 1995 et 2004	28
17. Écarts de taux, 1995 et 2004	29
18. Avoirs des institutions financières non bancaires, 1995 et 2006	29
19. Volume des transactions boursières, 1995 et 2005	29
20. Encours des titres de dette intérieure émis par les sociétés non financières, 1995 et 2006	29
21. Convergence en Europe, 2000–06	42
22. Soldes des comptes courants et niveaux de revenu en Europe, 2006	42
23. Convergence avec et sans afflux de capitaux	43
24. Avoirs et engagements extérieurs par rapport au PIB, 2005	44
25. Crédit aux corporations non financières, 2000–06	45
26. Crédit aux ménages, 2000–06	46
27. Productivité, flexibilité et le compte courant	46
28. Rythme d'augmentation du crédit et des prix immobiliers, 2002–06	47
29. Part des prêts en devises dans le total des prêts, 2006	50
30. Effet de la confiance sur le prix relatif des biens non échangeables	50
31. Part des actifs détenus par des banques étrangères, 2000 et 2005	50
32. Les deux stades de la convergence	52
33. Changement de composition de la production	52
34. Rigidité du marché du travail et rythme d'expansion du crédit	54
35. Crédit bancaire au secteur privé et revenu par habitant, 2006	57
36. Encours des titres d'emprunt, 2006	58
37. Volume des transactions et capitalisation des marchés d'actions, 2006	58
38. Taille des investisseurs institutionnels, 2006	60
39. Crédit bancaire et qualité des institutions	60
40. Indice de la qualité des institutions, 2006	61
41. Indice des droits des prêteurs et emprunteurs, 2006	61
42. Indice de l'information sur le crédit, 2006	61
43. Gouvernement d'entreprise (respect des principes de l'OCDE), 2004	61

44. Réforme bancaire et indice de libéralisation des taux d'intérêt, 2006	64
45. Indice du pouvoir de réglementation et de surveillance, 2003	64

Encadrés

1. Pourquoi l'Europe a-t-elle été touchée par l'effondrement du marché hypothécaire à risque aux États-Unis?	6
2. L'intégration économique de l'Europe	15
3. Les prêts fondés sur les relations prêteurs–emprunteurs gardent leur pertinence dans un système financier en évolution	31
4. L'intermédiation financière à l'œuvre au Danemark	34
5. Modernisation d'un système financier : le cas de l'Italie	36
6. Excès de vitesse financier en Lettonie	48
7. Financiarisation rapide : les leçons du Portugal	53
8. Marchés boursiers nationaux ou marché régional : les conséquences pour les pays émergents d'Europe	63
9. Développer le marché des titres publics	65
10. Qualité des institutions, gouvernement d'entreprise et développement financier : le cas de l'Ukraine	67

Avant-propos

Ce numéro des *Perspectives économiques régionales : Europe* est le premier d'une nouvelle publication périodique du Département Europe du Fonds monétaire international. Le prochain numéro paraîtra en 2008 dans le sillage de l'édition d'avril des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Chaque numéro des *Perspectives économiques régionales : Europe* comportera une partie consacrée à l'évolution de la situation économique et une partie analytique abordant un ou plusieurs thèmes particuliers. La première partie a pour objet de compléter les informations présentées dans les *Perspectives de l'économie mondiale* en exposant les faits qui intéressent plus particulièrement l'Europe et leurs retombées pour l'action publique. Cette fois-ci, nous nous pencherons sur les conséquences des perturbations financières récentes et sur les réformes nécessaires pour soutenir la croissance à moyen terme. Dans la partie analytique, notre attention se tournera vers le secteur financier et nous verrons ce qui pourrait être fait pour renforcer davantage les systèmes financiers dans l'ensemble des pays d'Europe, émergents ou avancés.

La rédaction de ce rapport sur les perspectives économiques européennes a été coordonnée par la Division des études régionales du Département Europe du FMI. Elle repose principalement sur les contributions des services de ce département, et elle a également bénéficié de commentaires et suggestions émanant du Département des marchés monétaires et de capitaux et du Département des études du FMI. Les principaux auteurs de la présente édition sont Rudolfs Bems, Philip Schellekens, Man-Keung Tang, Athanasios Vamvakidis et Edda Zoli. Ils ont travaillé sous la conduite de Luc Everaert et avec le concours de Pavel Lukyantsau, assistant de recherche, Dominique Raelison-Rajaobelina, assistante d'administration, et Thomas Walter, assistant de rédaction. Marina Primorac, du Département des relations extérieures, a supervisé la production du document. La traduction française a été assurée par Yannick Chevalier-Delanoue, Eugenio Maseda et Thierry Lopinot, et la production du document par Martine Rossignol-Winner.

Les avis exprimés dans ce rapport sont ceux des services du FMI et ne sauraient donc en aucun cas être attribués aux administrateurs ni aux autorités des pays qu'ils représentent.



Michael Deppler
Directeur, Département Europe

Résumé analytique

Perspectives : entre turbulences financières et croissance soutenue

Une situation foncièrement saine devrait permettre à l'économie européenne de supporter sans trop de mal les turbulences financières actuelles. Si la situation se calme, les retombées sur la croissance resteront sans doute maîtrisables. Conjugées à la vigueur de l'économie mondiale, des politiques macroéconomiques généralement bien orientées et une intégration économique et commerciale de plus en plus poussée ont favorisé le dynamisme de l'activité régionale en Europe, où les dividendes de la croissance dans les pays avancés et les bienfaits de la convergence dans les pays émergents sont on ne peut plus évidents. Les prévisions laissent néanmoins entrevoir un tassement du rythme de croissance dans presque tous les pays de la région en 2008.

Le resserrement du marché du crédit est l'un des principaux risques qui pourraient assombrir ces perspectives, surtout pour les pays avancés. Si le système financier a dans l'ensemble continué de fonctionner normalement, les marchés de l'argent et du crédit, en revanche, restent tendus. Avec des opérateurs directement exposés aux risques et des marchés monétaires interconnectés, les turbulences financières se sont rapidement propagées aux pays avancés d'Europe. L'absence d'information sur les risques et la difficile évaluation des actifs ont engendré un sentiment de méfiance sur les marchés monétaires, et les banques qui avaient besoin de gros volumes de fonds à court terme pour financer des actifs à long terme se sont alors trouvées en difficulté. Si elle se prolongeait, la contraction du crédit pourrait avoir des retombées négatives pour l'économie réelle.

Malgré une assez grande vulnérabilité vis-à-vis de l'extérieur, les pays émergents d'Europe ont été jusqu'à présent largement épargnés par les turbulences financières, étant donné leur recours limité au marché interbancaire et aux produits financiers complexes. Ils n'en ont pas moins vu leurs risques augmenter, en particulier ceux qui s'endettent auprès des banques étrangères pour financer d'importants déséquilibres courants. Après la période d'exubérance que viennent de connaître les marchés financiers, les perturbations actuelles pourraient donc annoncer une correction salutaire, avec une remise à niveau des primes de risque par rapport aux paramètres fondamentaux, un renforcement de la discipline financière et une réduction des déséquilibres extérieurs dans les pays émergents.

Le facteur d'incertitude inattendu que représente la déstabilisation des marchés du crédit a compliqué la tâche des pouvoirs publics qui doivent maintenant piloter l'économie de manière à entretenir la croissance tout en évitant la surchauffe, en particulier dans les pays avancés. Jusqu'à présent, les banques centrales ont dans l'ensemble réussi à maîtriser la situation, mais elles doivent rester prêtes à fournir des liquidités au marché afin de prévenir les risques systémiques. Dans la zone euro et dans plusieurs autres pays avancés, les autorités se sont abstenues à juste titre d'utiliser le levier de la politique monétaire compte tenu des risques de dégradation que les perturbations financières font peser sur la conjoncture. Pour la période à venir, le scénario de référence prévoit une dissipation graduelle de ces risques qui pourrait rendre nécessaire, à terme, un nouveau durcissement. Il va de soi que si ces risques se matérialisaient et que le ralentissement de l'activité avait tendance à se prolonger, il faudrait alors revoir ce diagnostic. Dans les pays émergents, les tensions inflationnistes et les facteurs de vulnérabilité extérieure obligeront à intégrer de nouvelles hausses des

taux d'intérêt dans le scénario de référence. Et s'il s'avère que les instruments de la politique monétaire sont inopérants ou indisponibles, c'est à la politique budgétaire qu'il faudra alors s'en remettre pour opérer le resserrement. Quoi qu'il en soit, le secteur bancaire devra impérativement faire l'objet d'une surveillance étroite dans tous les pays émergents d'Europe.

Les événements récents ont souligné la nécessité de réformer le secteur financier. Ils ont montré que les dispositifs de contrôle prudentiel publics et privés n'ont pas suivi le rythme de l'innovation financière et qu'il faudra donc les améliorer dans l'avenir. De plus, la tendance des nouveaux produits financiers à exploiter les failles de ces dispositifs pose un problème dont il faudra s'occuper. Comme il est expliqué ci-après dans la partie analytique, l'innovation financière a été et restera d'un précieux secours pour améliorer les performances à moyen terme, aussi doit-elle être encouragée. Cela dit, il y a lieu de procéder à un examen objectif des dispositions prudentielles, des garde-fous en place sur les marchés financiers et des mécanismes de résolution des crises, dans le but d'en améliorer globalement l'efficacité.

Au-delà des perturbations du moment, l'Europe devra relever plusieurs défis majeurs si elle veut être en mesure de conserver un rythme de croissance relativement soutenu. Pour contenir la pression que le vieillissement de la population exerce sur les budgets, il faudra redonner des objectifs plus ambitieux à la maîtrise des finances publiques, en mettant l'accent sur la réduction des dépenses. Cela sera également le cas pour plusieurs pays avancés, car les déficits restent trop importants pour permettre un ajustement sans heurt en cas de fléchissement de l'activité. Dans les pays européens émergents, un rééquilibrage plus énergique des finances publiques est souhaitable pour atténuer les pressions de la demande qu'engendre la convergence et prévenir les risques liés à l'endettement rapide du secteur privé. Mais l'assainissement budgétaire doit aussi aller de pair avec des réformes structurelles propres à renforcer l'offre et à favoriser la convergence promise des niveaux de revenu, notamment par le biais d'une intégration économique et financière plus poussée.

Analyse : renforcer les systèmes financiers

Que ce soit en termes d'innovation, d'expansion ou d'intégration, la rapidité des évolutions observées a profondément modifié le paysage financier de l'Europe, où particuliers et entreprises se voient désormais proposer une gamme sans cesse plus vaste d'options de financement et d'investissement. La convergence rapide des niveaux de revenu dont bénéficient de nombreux pays émergents de la région est une retombée positive particulièrement évidente de ces évolutions. Mais la dynamique de l'innovation et de l'intégration financières engendre aussi des risques, car en cas de choc — on vient de s'en apercevoir avec les turbulences — la contagion peut s'étendre rapidement par-delà les frontières. Alors que faire?

Malgré les perturbations actuelles, les pays avancés ont encore beaucoup à gagner, en termes d'efficacité, d'une plus grande diversification de leurs activités financières (II^e partie, chapitre 1). Des systèmes financiers diversifiés et soumis à la concurrence sont mieux à même de répartir les risques et de canaliser les ressources vers les secteurs à fort potentiel de croissance. Les pays qui sont le mieux parvenus à exploiter la complémentarité entre banques et marchés en matière de financement s'en trouvent aujourd'hui globalement avantagés. Dans la plupart des pays, de nouvelles réformes sont encore nécessaires pour laisser la concurrence s'exercer librement entre les diverses formes d'intermédiation et tirer parti de leurs effets de synergie.

Mais les événements récents montrent que l'innovation financière peut aussi accroître les risques lorsque les contrôles prudentiels en place ne sont pas parfaits. Avec le recul, pourtant, on voit bien que toutes les formes classiques d'intermédiation sont passées un jour ou l'autre par les mêmes épreuves et qu'elles s'en sont bien sorties : personne, aujourd'hui, ne songerait à remettre en cause leurs bienfaits. Face aux turbulences actuelles, les acteurs du marché et les autorités devront donc mettre au point les garde-fous nécessaires pour que ces effets bénéfiques puissent à nouveau se concrétiser sans prise de risque excessive. Dans cette optique, il faudra perfectionner les modèles d'évaluation des risques, améliorer la gestion des risques de marché et de liquidité, faire preuve d'une plus grande vigilance dans les vérifications requises et renforcer la transparence quant à l'origine des prêts et au risque de contrepartie.

Pour les pays émergents, la tâche essentielle consistera pendant ce temps à gérer avec efficacité la financiarisation rapide de l'économie dans le contexte de la convergence (11^e partie, chapitre 2). Dans de nombreux cas, l'expansion effrénée du crédit et la hausse rapide de l'endettement privé ont accentué les risques au point que l'on se demande si la situation pourra durer. Les mesures prises par les autorités n'ayant pas réussi à enrayer la mécanique, il n'en est que plus important désormais d'atténuer les facteurs de vulnérabilité et de constituer des marges de sécurité. Pour ce faire, il faut éliminer les distorsions d'ordre budgétaire et autres qui pèsent sur le crédit bancaire, renforcer la mise en œuvre des contrôles prudentiels et des mesures de surveillance, et encourager une meilleure information sur les risques, qui doivent être mieux compris. Dans les pays où la convergence s'est accompagnée de larges déséquilibres extérieurs, le principal enjeu, à moyen terme, sera de parvenir à redresser la situation en évitant un ajustement douloureux. Il faudra pour cela que les ressources puissent s'orienter librement vers les investissements productifs, en particulier dans le secteur des biens échangeables, ce qui signifie que les pays devront renforcer leur système financier et permettre un fonctionnement plus souple des marchés du travail et des capitaux.

Vu leurs progrès récents, tous les pays émergents d'Europe ont beaucoup à gagner, en termes d'efficacité, de diversification des risques et de résilience face aux fluctuations éventuelles des flux de capitaux extérieurs, à poursuivre le développement de leur système financier (11^e partie, chapitre 3). Pour les pays membres de l'Union européenne, le processus d'intégration fournit une occasion unique d'accélérer ce développement, à un moment où les besoins de l'harmonisation, la pression de la concurrence et les risques liés à la supervision rendent encore plus urgente la nécessité de relancer les réformes à grande échelle. Quant aux pays émergents non membres de l'Union européenne, ils devraient avant tout s'attacher à renforcer les conditions indispensables au développement du secteur financier : une inflation faible et stable, des institutions de qualité et la primauté du droit. Un marché de la dette publique qui fonctionne bien, des règles solides en matière de gouvernement d'entreprise et de protection des créanciers, et un environnement propice à l'émergence d'investisseurs institutionnels seraient également des atouts non négligeables.

I^e PARTIE

**Perspectives :
entre turbulences financières
et croissance soutenue**

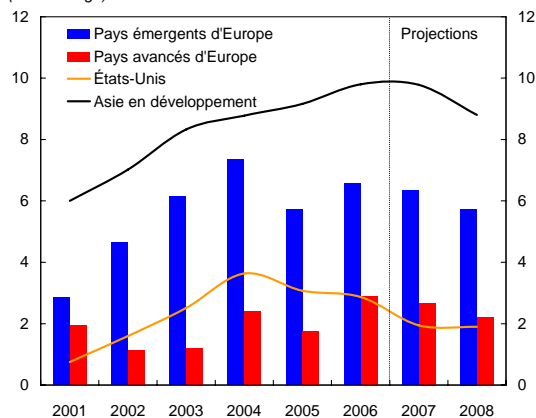
Perspectives : entre turbulences financières et croissance soutenue

Une situation foncièrement saine devrait permettre à l'économie européenne de supporter sans trop de mal les turbulences financières actuelles. Si la situation se calme, les retombées sur la croissance resteront sans doute limitées. Les pays émergents d'Europe ont été jusqu'à présent largement épargnés par les perturbations sur les marchés financiers. Les prévisions laissent néanmoins entrevoir un tassement de l'activité presque partout en Europe en 2008. En outre, l'incertitude et les risques qui pèsent sur la conjoncture se sont accentués, et un resserrement prolongé du crédit pourrait obliger à revoir en baisse les prévisions de croissance du scénario de référence. Dans l'immédiat, la priorité pour les autorités consiste donc à rétablir la confiance dans les principaux marchés financiers, soutenir l'activité réelle et maintenir l'inflation à un faible niveau. De manière plus fondamentale, toutefois, il reste nécessaire de réduire les facteurs de vulnérabilité et de soutenir la croissance à moyen terme, ce qui suppose de nouveaux efforts pour faire progresser l'assainissement des finances publiques, l'intégration économique et les réformes structurelles.

La bonne tenue des indicateurs économiques fondamentaux devrait permettre de surmonter les perturbations financières

L'économie est restée dynamique en 2007, avec un taux de croissance dans la zone euro qui devrait être supérieur à celui des États-Unis et, dans les pays émergents d'Europe les plus performants, des résultats que seuls les pays en développement d'Asie

**Graphique 1. Europe et reste du monde —
Croissance du PIB réel, 2001–08**
(Pourcentage)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

parviennent à dépasser (tableau 1 et graphique 1)¹. L'ensemble de l'Europe se distingue du reste du monde par le rythme beaucoup plus rapide de la convergence depuis quelques années (graphique 2). La croissance a été particulièrement vigoureuse dans les pays baltes ainsi que dans plusieurs pays d'Europe centrale membres de l'Union européenne (UE) et dans les pays producteurs de pétrole, Russie et Norvège en tête. Une forte demande intérieure — alimentée en particulier par l'investissement, notamment dans le secteur du bâtiment — et un environnement extérieur favorable ont conjugué leurs effets pour entraîner la croissance de l'Europe ces dernières années. Dans les pays avancés de l'Union européenne, la modération des salaires et les

Note : le principal auteur de ce chapitre est Athanasios Vamvakidis.

¹Dans la suite de ce chapitre, le groupe des pays européens émergents se compose des pays suivants : Albanie, Bélarus, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, ex-République yougoslave de Macédoine, Malte, Moldova, Monténégro, Pologne, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Russie, Serbie, Slovénie, Turquie et Ukraine. Tous les autres pays européens font partie du groupe des pays avancés.

Tableau 1. Pays d'Europe — Croissance réelle du PIB et inflation selon l'IPC, 2006–08

	Croissance du PIB réel			Inflation selon l'IPC		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Europe¹	3,8	3,7	3,2	3,5	3,3	3,1
Pays avancés d'Europe ¹	2,9	2,7	2,2	2,2	2,0	2,0
Pays émergents d'Europe ^{1,2}	6,6	6,3	5,7	7,2	6,8	6,0
Union européenne ¹	3,2	3,0	2,5	2,3	2,3	2,3
Zone euro	2,8	2,5	2,1	2,2	2,0	2,0
Allemagne	2,9	2,4	2,0	1,8	2,1	1,8
Autriche	3,3	3,3	2,5	1,7	1,9	1,9
Belgique	3,0	2,6	1,9	2,3	1,8	1,8
Espagne	3,9	3,7	2,7	3,6	2,5	2,8
Finlande	5,0	4,3	3,0	1,3	1,5	1,8
France	2,0	1,9	2,0	1,9	1,6	1,8
Grèce	4,3	3,9	3,6	3,3	3,0	3,2
Irlande	5,7	4,6	3,0	2,7	2,5	2,1
Italie	1,9	1,7	1,3	2,2	1,9	1,9
Luxembourg	6,2	5,4	4,2	2,7	2,2	2,2
Pays-Bas	3,0	2,6	2,5	1,7	2,0	2,2
Portugal	1,3	1,8	1,8	3,0	2,5	2,4
Slovénie	5,7	5,4	3,8	2,5	3,2	3,1
Autres pays avancés de l'UE						
Danemark	3,5	1,9	1,5	1,9	1,9	2,0
Royaume-Uni	2,8	3,1	2,3	2,3	2,4	2,0
Suède	4,2	3,6	2,8	1,5	1,9	2,0
Nouveaux membres de l'UE ¹	6,4	6,1	5,2	3,2	3,9	4,0
Bulgarie	6,1	6,0	5,9	7,3	8,2	7,9
Chypre	3,8	3,8	3,7	2,5	2,0	2,4
Hongrie	3,9	2,1	2,7	3,9	7,6	4,5
Malte	3,3	3,2	2,6	2,6	0,6	2,0
Pologne	6,1	6,6	5,3	1,0	2,2	2,7
Roumanie	7,7	6,3	6,0	6,6	4,3	4,8
République slovaque	8,3	8,8	7,3	4,4	2,4	2,0
République tchèque	6,4	5,6	4,6	2,5	2,9	4,4
Estonie	11,2	8,0	6,0	4,4	6,0	7,0
Lettonie	11,9	10,5	6,2	6,5	9,0	8,9
Lituanie	7,5	8,0	6,5	3,8	5,2	4,6
Pays avancés non membres de l'UE						
Islande	2,6	2,1	-0,1	6,8	4,8	3,3
Israël	5,2	5,1	3,8	2,1	0,5	2,5
Norvège	2,8	3,5	3,8	2,3	0,8	2,5
Suisse	3,2	2,4	1,6	1,0	1,0	1,0
Autres pays émergents						
Albanie	5,0	6,0	6,0	2,4	2,5	3,3
Biélorus	9,9	7,8	6,4	7,0	8,1	10,0
Bosnie-Herzégovine	6,0	5,8	6,5	7,5	2,5	1,9
Croatie	4,8	5,6	4,7	3,2	2,3	2,8
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	3,0	5,0	5,0	3,2	2,0	3,0
Moldova	4,0	5,0	5,0	12,7	11,2	8,9
Russie	6,7	7,0	6,5	9,7	8,1	7,5
Serbie	5,7	6,0	5,0	12,7	6,4	8,8
Turquie	6,1	5,0	5,3	9,6	8,2	4,6
Ukraine	7,1	6,7	5,4	9,0	11,5	10,8

 Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

¹Moyenne pondérée par le PIB PPA.

²Le Monténégro ne fait pas encore partie de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

réformes du marché du travail ont favorisé la création d'emploi et le recul du chômage, tout en stimulant le taux d'activité. L'inflation reste maîtrisée et devrait globalement se situer aux alentours de l'objectif de 2 % que se sont fixé la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre, malgré la hausse imputable aux prix de l'énergie et des produits alimentaires en septembre (tableau 1). Dans la plupart des pays émergents, en revanche, en particulier ceux qui ont un régime de change fixe, l'inflation se maintient largement au-dessus de ce niveau, signe dans certains cas d'une situation de surchauffe.

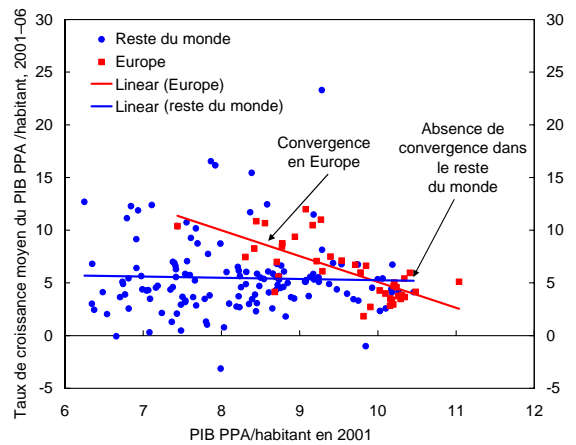
Les perturbations financières récentes ont assombri les perspectives économiques à court terme. Alors que la croissance semblait devoir se tasser légèrement, les prévisions laissent maintenant entrevoir un ralentissement plus prononcé dans la plupart des pays en 2008, ainsi qu'il est indiqué dans l'édition d'octobre 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale*. La croissance moins vigoureuse aux États-Unis et les retombées des perturbations financières devraient avoir pour effet de freiner temporairement l'activité dans les pays européens avancés. D'après les prévisions pour l'Europe émergente, l'impact direct de ces évolutions sera très modéré, mais le ralentissement devrait marquer le début d'une correction graduelle des déséquilibres extérieurs et atténuer la situation de surchauffe que connaissent plusieurs économies de ce groupe. Le scénario de référence laisse entrevoir un retour progressif à la normale des marchés financiers et des conditions de liquidité dans les mois à venir.

Du fait de l'exposition directe des opérateurs au marché américain du crédit hypothécaire à risque et de l'interconnexion des marchés monétaires, les turbulences financières se sont rapidement propagées aux pays avancés d'Europe (encadré 1). Plusieurs banques européennes ont été touchées soit directement au travers de leurs actifs, soit indirectement par le biais de véhicules d'investissement structuré hors bilan (appelées SIV ou *conduits* en anglais), dont la particularité était de disposer de lignes de crédit préventives auprès des banques et de se financer à court terme en émettant des billets de trésorerie. Lorsque la crise a éclaté,

l'absence d'information sur les risques en jeu et la difficulté d'évaluer les actifs donnés en garantie des emprunts ont déclenché une méfiance générale sur les marchés de l'argent, et la pénurie de liquidités qui en a découlé s'est traduite par une forte volatilité des taux interbancaires (graphique 3). De plus, les problèmes de liquidité ont été aggravés par le fait que les investisseurs qui avaient acheté des billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA) ont tous voulu s'en défaire au même moment pour récupérer leur mise, ce qui a obligé les banques à financer elles-mêmes directement les actifs sous-jacents.

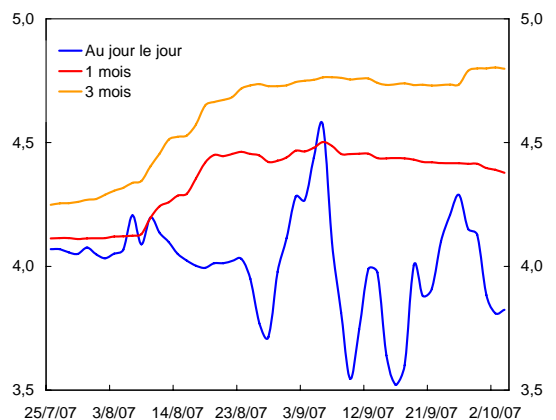
Dans les pays avancés, les marchés de l'argent et de crédit ne sont pas encore tout à fait revenus à la normale, mais pour les établissements financiers,

Graphique 2. Convergence en Europe et dans le reste du monde, 2001–06



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.
PPA : parité de pouvoir d'achat.

Graphique 3. Zone euro — Taux interbancaires moyens, 25 juillet 2007–3 octobre 2007 (Pourcentage)



Source : Datastream.

Encadré 1. Pourquoi l'Europe a-t-elle été touchée par l'effondrement du marché hypothécaire à risque aux États-Unis?

Les perturbations qui ont secoué récemment les marchés financiers sont sans précédent à plusieurs égards. Contrairement aux autres crises économiques régionales ou mondiales survenues ces dernières décennies, elles sont nées dans des pays avancés et ont ébranlé les marchés financiers de ces pays — en particulier en Europe — beaucoup plus que ceux des autres pays, y compris les pays émergents qui sont pourtant considérés habituellement plus vulnérables. C'était la première fois que les produits financiers structurés ainsi que les instruments et dérivés de crédit qui leur sont liés négociés à l'échelle mondiale étaient soumis à un véritable test. Sous l'effet du choc, les marchés monétaires interbancaires de plusieurs pays, normalement très liquides, se sont retrouvés à court de liquidités.

Le choc trouve son origine dans la réévaluation du risque attaché aux prêts hypothécaires à surprime aux États-Unis et dans ce qu'elle implique pour la valorisation des dérivés complexes dans le monde entier¹. Plusieurs banques européennes exposées sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque ont commencé à déclarer de fortes hausses de leurs provisions pour créances irrécouvrables au premier semestre 2007. Les préoccupations qui se sont exprimées en juillet et début août quant à la qualité du crédit sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque se sont ensuite reportées sur les billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA), qui servaient à financer les obligations structurées adossées à des emprunts, et c'est ainsi que les établissements financiers ont commencé à se délester des produits titrisés qu'ils détenaient.

Plusieurs grandes banques européennes se sont retrouvées exposées au choc, soit directement en tant que détentrices de BTAA, soit indirectement par le biais de SIV et de structures de placement détenant des actifs comparables qui disposaient de lignes de crédit ouvertes auprès des banques². Les transactions ont brutalement cessé sur le marché des BTAA, forçant les banques à intervenir en apportant des financements, ce qui a provoqué une pénurie de liquidités sur le marché monétaire mondial par le biais du marché interbancaire. Cela a fait craindre que les SIV soient obligées de faire encore appel aux banques auprès desquelles elles avaient des lignes de crédit ouvertes et, dans certains cas, de vendre des actifs sur un marché en déclin. Certains segments du marché monétaire et du marché des swaps ont en fait fermé, les transactions étant refusées en raison de l'incertitude entourant les prix.

L'incertitude quant au volume et à l'étendue des pertes a amplifié le choc. Un grand nombre de SIV qui investissaient dans des titres du marché hypothécaire à risque s'en étaient remises aux agences de notation pour évaluer le risque attaché aux actifs à long terme sous-jacents, tout en se finançant à court terme au moyen de BTAA. Les investisseurs en BTAA, peu disposés à prendre des risques et dont la plupart étaient des fonds du marché monétaire, ont commencé à s'inquiéter des incertitudes entourant leur exposition éventuelle aux retombées de l'effondrement du marché hypothécaire à risque, ce qui a asséché le marché des BTAA. Les banques étant tenues de fournir des liquidités à leurs SIV et soupçonneuses quant à l'exposition de leurs concurrents aux SIV détenant des BTAA, la confiance s'est effondrée et on a assisté à une pénurie de liquidités sur le marché monétaire interbancaire et dans le système financier. De plus, les banques qui sont exposées à de futures faillites de SIV investissant en BTAA ont commencé à constituer des encaisses de précaution, ce qui a réduit encore la liquidité du marché. La rétention de liquidités ainsi que l'attentisme des investisseurs et des banques, qui se sont rués sur les titres de qualité, ont touché d'autres classes d'actifs, tels que ceux qui sont liés aux rachats d'entreprises par endettement (désignés par le sigle LBO en anglais), qui sont aussi tributaires des banques pour leur financement.

En Europe, le problème a été exacerbé par le fait que de nombreuses SIV européennes étaient financées en dollars EU. Les banques américaines rechignant à fournir des liquidités aux emprunteurs européens dont le profil de risque était incertain, la pénurie de financement en dollars a débordé sur le marché monétaire européen. La situation a été encore aggravée par le fait que de nombreuses sociétés financières avaient beaucoup recours au marché des échanges de devises, sur lequel les transactions ont pour pivot le dollar.

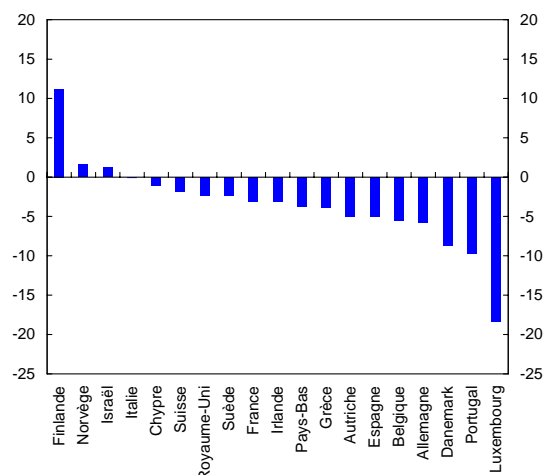
¹L'édition d'octobre 2007 du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* (FMI, 2007a) examine en détail l'évolution des perturbations financières ainsi que leurs répercussions pour l'action des pouvoirs publics.

²Les BTAA (ou *conduits* en anglais) sont en général garantis par des lignes de crédit consenties par les banques. Environ 90 % d'entre elles ont accès à des lignes de crédit bancaires pour 100 % de leurs actifs.

les conséquences de la crise ont été jusqu'ici maîtrisées. Sur le marché des actions, les valeurs du secteur bancaire donnent à penser que toutes les incertitudes ne sont pas levées (graphique 4). Deux banques allemandes directement exposées aux pertes sur les prêts immobiliers à risque ont dû être renflouées, tandis qu'au Royaume-Uni, le cinquième spécialiste du crédit hypothécaire, qui avait largement recours au marché monétaire pour se refinancer, s'est trouvé brusquement confronté à des demandes massives de retrait qui ont déclenché l'intervention des autorités. Dans d'autres pays européens, certains établissements bancaires et de crédit immobilier ont également été secoués par la crise, mais jusqu'à présent les banques de dépôt qui disposent de réseaux d'agences étendus et de portefeuilles diversifiés n'ont pas été trop touchées. Quelques grandes banques européennes ont enregistré des pertes, mais pour des montants qui, bien qu'impressionnants dans l'absolu, n'en restent pas moins relativement limités pour le moment au regard de leur bilan.

On remarquera que les pays émergents d'Europe, malgré une certaine fragilité liée à l'expansion rapide du crédit et, parfois aussi, à un fort endettement extérieur, ont jusqu'à présent assez bien résisté aux turbulences venant des marchés financiers. Outre la perspective d'une croissance encore vigoureuse, il semble que plusieurs facteurs aient joué jusqu'ici un rôle protecteur. Tout d'abord, ces dernières années, la forte demande de crédit émanant d'emprunteurs de qualité a limité la nécessité pour les investisseurs de placer leur argent sur des actifs plus risqués, et il n'y a donc eu pratiquement aucune exposition directe aux BTAA. De fait, les opérateurs ont beaucoup moins eu recours aux produits financiers complexes que dans les pays avancés, les marchés interbancaires sont moins développés et, dans certains pays, le taux de change a joué un rôle plus important dans la transmission de la politique monétaire. Les conditions se sont d'abord nettement tendues sur le marché monétaire de quelques pays, et les

Graphique 4. Variation des cours des actions du secteur bancaire, 25 juillet 2007–3 octobre 2007 (Pourcentage)



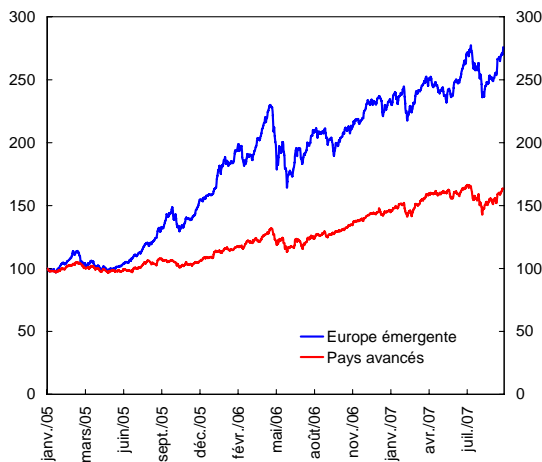
Source : Datastream.

monnaies flottantes ont été soumises à des pressions, notamment en Turquie, en Hongrie et en Roumanie, mais ces tensions se sont vite dissipées, sauf en Russie où les difficultés de quelques banques de taille moyenne pour se procurer des liquidités ont persisté pendant un certain temps, et en Roumanie où le taux de change est resté sous pression. Jusqu'à présent, les pays à régime de change fixe ont moins souffert de la situation que ceux à régime flottant. Dans un premier temps, les marchés boursiers se sont nettement repliés dans plusieurs autres pays, en particulier en Turquie et en Pologne, mais ils se sont redressés depuis (graphique 5). Cependant, les écarts d'intérêt sur les emprunts extérieurs se sont élargis dans la plupart des pays émergents, notamment en Serbie, en Ukraine et en Croatie (graphique 6).

Un resserrement prolongé du crédit accentuerait le risque de ralentissement

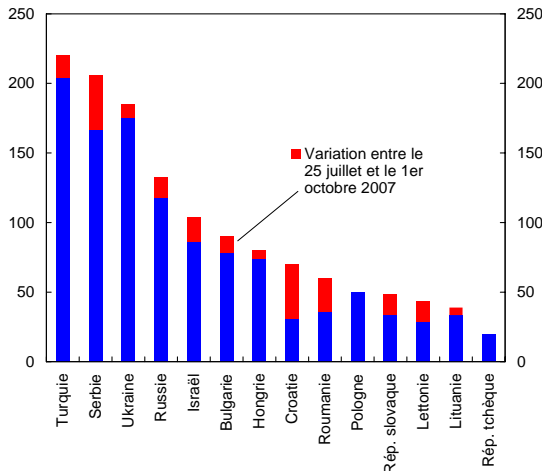
Les turbulences sur les marchés financiers ont accentué les risques de détérioration de la conjoncture. En effet, outre les éléments que l'on observe déjà depuis un certain temps, tels que la résorption désordonnée des déséquilibres mondiaux, l'évolution des prix de l'énergie et des produits de base et l'incertitude politique qui règne dans

Graphique 5. Indices boursiers quotidiens, janvier 2005–octobre 2007



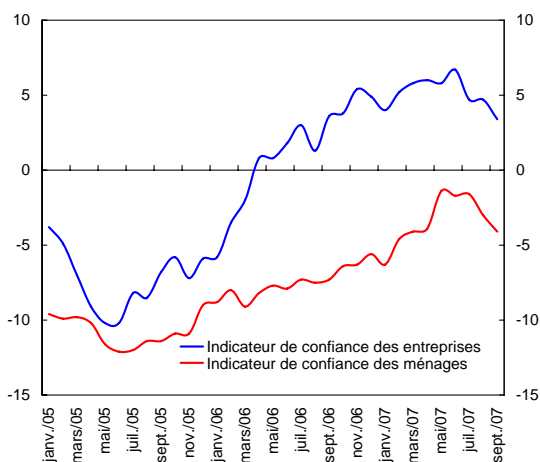
Source : Datastream.

Graphique 6. Écarts d'intérêt sur les emprunts souverains, 25 juillet 2007–1^{er} octobre 2007 (Points de base)



Sources : Bloomberg L.P. et calculs des services du FMI.

Graphique 7. Indicateurs de confiance UE-27, janvier 2005–septembre 2007



Source : Commission européenne.

certaines parties de l'Europe émergente, une détérioration prolongée des conditions de financement pourrait entraîner un recul de la croissance européenne par rapport aux prévisions de référence. Les turbulences financières ont également amplifié le risque d'une correction brutale et déstabilisante des déséquilibres mondiaux.

Dans les pays avancés, le problème viendrait notamment des effets sur la confiance et du resserrement du crédit. Un ralentissement plus marqué de l'activité économique aux États-Unis pèserait sur les exportations, mais l'effet serait sans doute relativement modéré à moins qu'il n'aille de pair avec une réduction désordonnée des déséquilibres mondiaux et une nouvelle appréciation sensible de l'euro. Plus importante serait une détérioration durable de la confiance des entreprises et des ménages, que les turbulences financières ont considérablement entamée (graphique 7), car elle affaiblirait la demande intérieure. En ce qui concerne le durcissement du crédit, ce sont les investissements des entreprises et l'activité de construction dans le secteur immobilier qui seraient les plus touchés. Dans ce dernier cas, les pays qui ont connu la plus forte hausse des prix des logements (Belgique, Espagne, France, Irlande, Pays-Bas et Royaume-Uni) seraient évidemment les premiers concernés. Parallèlement à la baisse des rendements, l'assèchement de la demande d'actifs titrisés pourrait entraîner une accumulation de ce type de créance dans le bilan des banques et mettre à mal la situation de leurs fonds propres. Un tel scénario ouvrirait alors la voie à un resserrement durable des conditions de prêt qui mettrait un frein à la demande intérieure.

Les pays émergents quant à eux sont confrontés à une double menace : une montée générale de l'aversion pour le risque et un ralentissement de la demande extérieure. Une détérioration prolongée de la situation financière sur les marchés parvenus à maturité pourrait conduire à une réduction des crédits accordés aux marchés émergents, en particulier si les banques décidaient de réévaluer les risques encourus au travers de leurs filiales domiciliées dans les pays émergents d'Europe. Le marché hypothécaire et celui du logement seraient

les premiers à ressentir l'impact du resserrement du crédit dans la mesure où plusieurs pays européens émergents ont connu un boom du logement ces dernières années, parfois largement alimenté par l'emprunt extérieur. Dans cette hypothèse, il faudrait tout de même une hausse générale et substantielle des primes de risque pour que les pays émergents d'Europe voient le service de leur dette s'alourdir sensiblement : d'après les calculs des services du FMI, une augmentation des taux d'intérêt de 100 points de base (soit nettement plus que celle qui a eu lieu jusqu'à présent) alourdirait en moyenne le service de la dette extérieure de l'équivalent de 0,4 % du PIB. Il est vrai cependant que les pays où la dette du secteur privé (composée pour l'essentiel de prêts à taux variables) atteint des niveaux élevés, comme la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Hongrie et la Lettonie, seraient plus sérieusement touchés. Quant au ralentissement de l'activité dans les pays européens avancés, la seconde menace, il pénaliserait les exportations des pays émergents et compromettrait du même coup leurs perspectives de croissance à court terme. Si ces deux risques se matérialisaient l'un et l'autre, cela poserait sans doute des problèmes d'ajustement particuliers aux pays qui enregistrent un important déficit courant (notamment les pays baltes et plusieurs pays d'Europe du Sud-Est).

D'un autre côté, on peut considérer les turbulences financières comme le signe précurseur d'une correction salutaire, après la période d'exubérance que viennent de connaître les marchés, qui permettra de renforcer les bases de la croissance pour l'avenir. Il est vrai que les marchés d'actifs ont tendance à réagir de façon excessive, surtout lorsque l'opacité de l'information est la clé du problème, comme c'est le cas actuellement. De plus, si certains marchés sont encore sous pression, d'autres ont continué de fonctionner normalement, ce qui donne à penser que l'impact sur l'économie réelle pourrait être de courte durée. En fin de compte, les turbulences pourraient donc déclencher un processus qui aurait pour effet de ramener les primes de risque et les prix des actifs à des niveaux plus conformes à leur valeur fondamentale, de

renforcer la discipline financière et de résorber graduellement les déséquilibres extérieurs dans les pays émergents.

Les pouvoirs publics sont confrontés à des facteurs d'incertitude inattendus

Les turbulences financières ont compliqué la tâche des autorités qui doivent désormais s'efforcer d'entretenir la croissance de l'économie en évitant les risques de surchauffe, en particulier dans les pays européens avancés. Dans ce contexte, la politique monétaire devra donc tout à la fois répondre aux problèmes de liquidité et prévenir l'accumulation de tensions inflationnistes. De plus, il faudra tirer les leçons de la situation actuelle pour les politiques touchant le secteur financier. Dans l'intervalle, pour plusieurs pays émergents d'Europe, les pressions inflationnistes et la vulnérabilité du secteur extérieur resteront les préoccupations premières.

Jusqu'à présent, il semble que les banques centrales aient réussi à calmer l'inquiétude sur les marchés monétaires, mais la situation reste néanmoins tendue sur certains d'entre eux. En effet, si les taux de l'argent au jour le jour ont diminué à la suite de l'intervention des banques centrales, ceux des prêts de un à trois mois mettent plus de temps à se normaliser (graphique 3). Dans la plupart des grands pays européens, la banque centrale a réagi aux perturbations financières en fournissant des liquidités au marché et en acceptant de prêter de l'argent contre des actifs plus risqués, y compris des créances hypothécaires. La BCE a procédé à des injections massives de liquidité sur le marché interbancaire à plusieurs reprises depuis début août. Après la ruée sur les dépôts à laquelle s'est trouvé confronté un établissement de crédit immobilier à la fin de septembre, la Banque d'Angleterre a annoncé la mise à disposition de fonds à plus d'un mois, sans même que la demande lui en ait été faite. Enfin, pendant le choc, la Banque de Russie a elle aussi fourni des liquidités au marché monétaire pour l'aider à retrouver plus de fluidité.

Par ailleurs, les banques centrales des pays d'Europe ont également entrepris de réévaluer

l'orientation de la politique monétaire compte tenu du resserrement du crédit et de ses conséquences probables pour la croissance et l'inflation. Ainsi, contrairement à ce qu'elle avait laissé entendre plus tôt dans l'année, la BCE a finalement décidé de ne pas relever son taux directeur début septembre. La Banque de Turquie a abaissé le sien dès le mois de septembre, estimant que les turbulences financières risquaient d'entraîner un fléchissement de la demande extérieure et intérieure. En Hongrie, des facteurs propres au pays ont conduit la banque centrale à abaisser les taux d'intérêt, tandis qu'en Norvège, en Suède et en Suisse, la vigueur de la demande intérieure et les premiers signes de saturation des capacités ont suscité la réaction inverse. De même, en Pologne et en République tchèque, les craintes engendrées par les tensions inflationnistes ont incité les banques centrales à relever les taux d'intérêt à la fin du mois d'août.

Face aux incertitudes du moment, les banques centrales devront rester prêtes à injecter des liquidités dans les circuits monétaires, si besoin est, tout en maintenant leur politique de taux axée sur l'inflation et sur l'économie réelle. En fait, les injections de liquidité devraient avoir pour objectif le bon fonctionnement des marchés monétaires, et il faudrait veiller, en cas de difficultés rencontrées par tel ou tel établissement particulier, à réduire au minimum les risques d'abus inhérents aux solutions apportées. Dans la zone euro, les autorités se sont abstenues à juste titre d'utiliser le levier de la politique monétaire, compte tenu des risques de dégradation que les perturbations financières faisaient peser sur la conjoncture. Pour la période à venir, le scénario de référence prévoit une dissipation graduelle de ces risques qui pourrait rendre nécessaire, à terme, un nouveau durcissement. Il va de soi que si ces risques se matérialisaient et que le ralentissement avait tendance à se prolonger, il faudrait alors revoir ce diagnostic. Au Royaume-Uni et dans les autres pays avancés d'Europe, la politique monétaire devra être guidée par les mêmes considérations.

S'agissant des politiques relatives au secteur financier, les événements récents montrent que les

dispositifs de contrôle prudentiel publics et privés n'ont pas suivi le rythme de l'innovation financière — problème qu'il importe de corriger pour l'avenir. Comme il est expliqué plus loin dans la partie analytique de cette édition des *Perspectives économiques régionales*, l'innovation financière est en effet un instrument précieux pour améliorer les performances à moyen terme, et c'est pour cela qu'il faut la laisser se développer et même l'encourager. Mais il est vrai que les nouveaux produits financiers ont souvent la particularité de tirer parti des failles du système prudentiel, ce qui peut poser des problèmes. Comme il est indiqué dans le *Global Financial Stability Report* (Rapport sur la stabilité financière dans le monde) d'octobre 2007, il est par conséquent nécessaire d'examiner ce système avec impartialité en réfléchissant plus particulièrement aux moyens d'améliorer la transparence et l'efficacité de la réglementation financière. De plus, l'agitation récente des marchés a attiré l'attention sur la nécessité de mettre en place des garde-fous financiers efficaces et des mécanismes d'intervention rapide pour la résolution des crises.

Dans les pays baltes et de l'Europe du Sud-Est, entretemps, les autorités devront surtout s'employer à préparer l'atterrissage en douceur de l'économie. Pour les pays à régime de change flexible, la hausse des taux d'intérêt serait un moyen d'endiguer les pressions inflationnistes. La politique budgétaire devra aussi être mise à contribution, en particulier dans les pays à taux de change fixe (par exemple, pays baltes et Bulgarie) ou à flottement étroitement limité (par exemple, Croatie). Dans l'ensemble de l'Europe émergente, il sera indispensable d'exercer une surveillance étroite sur le secteur bancaire qui connaît un gonflement rapide des bilans.

Les réformes sont indispensables pour soutenir la croissance

Pour être moins vulnérable et améliorer ses perspectives de croissance à moyen terme, l'Europe doit poursuivre son effort d'ajustement budgétaire et mener une politique volontariste de réformes structurelles. Le rééquilibrage des finances publiques

a fait des progrès, récemment, mais les déficits sont encore trop importants dans de nombreux pays avancés et émergents pour permettre un ajustement sans heurt en cas de choc et assurer la viabilité budgétaire, compte tenu de la pression que le vieillissement démographique exerce sur les dépenses. De même, les réformes structurelles ont porté leurs fruits, mais, dans l'ensemble, les pays avancés d'Europe ne parviennent pas encore vraiment à réduire l'écart qui les sépare des États-Unis en termes de PIB par habitant. Pourtant, l'exemple des pays européens les plus performants montre clairement tout l'intérêt qu'il peut y avoir à mettre en œuvre des réformes de grande envergure. Par rapport aux pays avancés, les pays émergents d'Europe ont certes fait des progrès immenses, mais, vus sur une décennie, leurs résultats ne sont pas aussi bons que ceux de leurs homologues, particulièrement en Asie, et ils sont en outre plus vulnérables. Pour les pays émergents d'Europe, l'essentiel sera donc de renforcer le potentiel de croissance dans des proportions qui répondent aux attentes des investisseurs.

La politique budgétaire doit retrouver la voie de l'ajustement

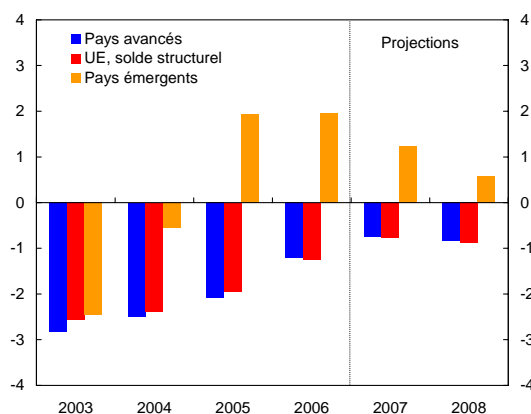
Le rééquilibrage des finances publiques, qui a progressé à un rythme raisonnable en 2004–06, devrait connaître une pause en 2007–08 (graphique 8 et tableau 2). En effet, malgré des perspectives économiques favorables, la politique budgétaire connaîtrait un relâchement dans la moitié des pays européens, tandis que l'ajustement en cours dans la plupart des autres se ralentirait. Pour l'essentiel, ces évolutions sont le reflet de politiques qui ont consisté à utiliser des recettes conjoncturelles, c'est-à-dire temporaires, pour modérer le rythme de l'ajustement ou augmenter les dépenses. C'est ainsi que l'on a vu les soldes publics se détériorer dès 2006 dans plusieurs pays (Serbie, Hongrie, République slovaque et Roumanie). Dans la zone euro, les efforts d'assainissement se sont poursuivis en 2007, mais un coup de frein est prévu pour la plupart des pays en 2008. La France et l'Italie, par exemple, ont décidé de réduire les impôts et n'envisagent plus d'intensifier leurs efforts

budgétaires pour le moment. La Norvège et la Russie sont en train de réduire les confortables excédents accumulés jusqu'ici grâce aux recettes pétrolières, annulant ainsi une partie de l'ajustement opéré précédemment. À l'autre bout du spectre, la Hongrie, qui affichait le déficit le plus important d'Europe, devrait au contraire améliorer considérablement la situation de ses finances publiques.

Il est indispensable de maintenir le cap de l'ajustement budgétaire pour plusieurs raisons :

- Pour disposer d'une plus grande marge de manœuvre en cas de baisse sensible de l'activité, ce qui semble particulièrement indiqué dans le cas de plusieurs pays avancés. Dans la zone euro, l'engagement pris sur des objectifs précis à l'horizon 2010 est opportun, mais les pays qui sont encore loin de ces objectifs doivent accélérer le rythme de l'ajustement, bien plus qu'ils ne comptent le faire à l'heure actuelle.
- Pour atténuer les pressions de la demande liées au processus de convergence dans les pays émergents d'Europe. Malgré des efforts pour durcir les conditions monétaires, celles-ci sont restées souples dans un certain nombre de ces pays, car la politique monétaire a souvent été débordée par l'afflux massif de capitaux,

Graphique 8. Europe et groupes de pays européens — Solde des administrations publiques, 2003–08
(En pourcentage du PIB)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau 2. Pays d'Europe — Solde extérieur courant et solde budgétaire, 2006–08

	Solde courant/PIB			Solde budgétaire des administrations publiques/PIB		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Europe¹	0,4	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,5
Pays avancés d'Europe ¹	0,5	0,2	0,0	-1,2	-0,8	-0,8
Pays émergents d'Europe ^{1,2}	0,1	-1,9	-2,9	2,0	1,2	0,6
Union européenne ¹	-0,7	-1,0	-1,2	-1,8	-1,2	-1,2
Zone euro	0,0	-0,2	-0,4	-1,6	-0,9	-1,1
Allemagne	5,0	5,4	5,1	-1,6	-0,2	-0,5
Autriche	3,2	3,7	3,7	-1,2	-0,8	-0,6
Belgique	2,0	2,5	2,5	0,1	-0,2	-0,2
Espagne	-8,6	-9,8	-10,2	1,8	1,4	0,8
Finlande	5,2	5,0	5,0	3,7	4,3	3,8
France	-1,2	-1,6	-1,8	-2,5	-2,5	-2,7
Grèce	-9,6	-9,7	-9,6	-2,1	-2,1	-1,9
Irlande	-4,2	-4,4	-3,3	2,9	0,8	0,2
Italie	-2,4	-2,3	-2,2	-4,4	-2,1	-2,3
Luxembourg	10,6	10,5	10,3	0,1	0,4	0,4
Pays-Bas	8,6	7,4	6,7	0,7	-0,6	0,5
Portugal	-9,4	-9,2	-9,2	-3,9	-3,3	-2,4
Slovénie	-2,5	-3,4	-3,1	-0,8	-0,9	-1,1
Autres pays avancés de l'UE						
Danemark	2,4	1,3	1,3	4,7	3,9	3,8
Royaume-Uni	-3,2	-3,5	-3,6	-2,7	-2,5	-2,3
Suède	7,2	6,0	5,7	2,1	2,3	2,2
Nouveaux membres de l'UE ¹	-6,0	-7,2	-7,7	-3,4	-2,8	-2,4
Bulgarie	-15,8	-20,3	-19,0	3,5	3,0	2,5
Chypre	-5,9	-5,5	-5,6	-1,4	-1,0	-0,6
Hongrie	-6,5	-5,6	-5,1	-9,1	-6,2	-4,2
Malte	-6,1	-9,4	-8,2	-2,4	-2,0	-1,9
Pologne	-2,3	-3,7	-5,1	-3,9	-2,7	-2,9
Roumanie	-10,3	-13,8	-13,2	-1,7	-2,8	-2,1
République slovaque	-8,3	-5,3	-4,5	-3,4	-2,7	-2,3
République tchèque	-3,1	-3,4	-3,5	-3,4	-3,8	-3,2
Estonie	-15,5	-16,9	-15,9	3,3	3,0	2,0
Lettonie	-21,1	-25,3	-27,3	-0,4	0,8	0,6
Lituanie	-10,9	-14,0	-12,6	-1,2	-1,9	-1,0
Pays avancés non membres de l'UE						
Islande	-27,3	-11,6	-6,0	5,3	3,2	-1,3
Israël	5,6	3,7	3,2	-1,8	-3,4	-2,8
Norvège	16,4	14,6	15,1	18,0	15,2	15,9
Suisse	15,1	15,8	15,0	0,8	0,6	-0,3
Autres pays émergents						
Albanie	-5,9	-7,4	-6,5	-3,2	-3,9	-3,9
Bélarus	-4,1	-7,9	-8,1	0,5	0,5	0,5
Bosnie-Herzégovine	-11,5	-15,3	-15,0	3,0	-0,5	-0,9
Croatie	-7,8	-8,4	-8,8	-3,0	-2,6	-2,3
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	-0,4	-2,8	-5,9	-0,5	-1,0	-1,5
Moldova	-12,0	-8,0	-7,3	0,3	-0,5	-0,5
Russie	9,7	5,9	3,3	8,4	6,4	4,4
Serbie	-11,5	-14,7	-15,0	-1,4	-2,3	-2,1
Turquie	-7,9	-7,5	-7,0	0,2	-0,8	-0,5
Ukraine	-1,5	-3,5	-6,2	-1,4	-1,8	-2,5

 Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

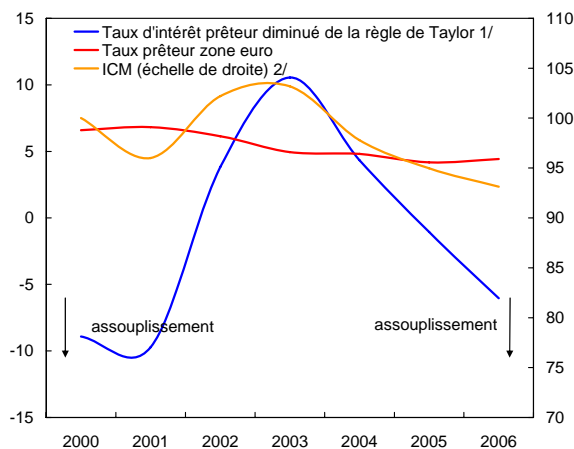
¹Moyenne pondérée. Solde des administrations publiques pondéré par le PIB PPA.

²Le Monténégro ne fait pas encore partie de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

surtout dans les pays où sa tâche est entravée par l'existence d'un régime de change fixe (graphique 9). Dans ces conditions, le resserrement des conditions monétaires ne pouvait pas faire grand-chose pour freiner l'expansion du crédit intérieur (graphique 10). Face à l'exubérance de la demande privée, il faut une politique de restriction budgétaire qui ne peut se résumer à de simples efforts de stabilisation conjoncturelle. C'est pourquoi il y aurait également lieu d'éliminer les distorsions d'origine fiscale qui ont contribué à l'expansion fulgurante du crédit.

- Pour se prémunir contre les risques que représentent les facteurs de vulnérabilité extérieure engendrés par le secteur privé. Si, dans l'ensemble, le solde extérieur courant de l'Europe est proche de l'équilibre, cette situation masque des disparités sans précédent, en particulier des déficits importants dans les pays baltes, en Espagne, en Grèce et au Portugal ainsi que dans la plupart des pays émergents d'Europe du Sud-Est (graphique 11 et tableau 2). De plus, comme ces déséquilibres ont été financés en grande partie par des emprunts auprès de banques étrangères, la dette extérieure atteint maintenant dans plusieurs cas des niveaux beaucoup plus élevés que ceux que l'on observe dans les pays émergents des autres régions du monde (graphique 12). Étant donné le risque de chocs exogènes, que ceux-ci soient liés ou non à la situation macroéconomique fondamentale des pays, la prudence plaide donc en faveur de la constitution de marges de sécurité, le but étant que l'accroissement de l'épargne publique compense en partie l'accroissement de la désépargne privée.
- Pour affronter les problèmes de viabilité budgétaire qui se posent dans certains pays émergents (par exemple, Hongrie, Pologne et République tchèque) ainsi que la poussée des dépenses liée au vieillissement de la population dans l'ensemble de l'Europe. Étant donné le niveau déjà élevé de la pression fiscale dans la

Graphique 9. Pays émergents d'Europe — Conditions monétaires, 2000–06

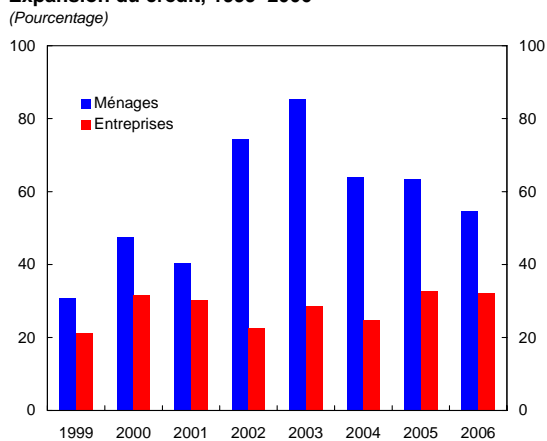


Sources : FMI, *Statistiques financières internationales*, et calculs des services du FMI.

1/ La règle de Taylor se définit comme la somme de l'écart de production, du taux d'intérêt d'équilibre (équivalent par hypothèse à la croissance potentielle estimée à l'aide du filtre de Hodrick-Prescott), de l'inflation prévue (équivalente par hypothèse à l'inflation effective des trois dernières années) et de l'écart d'inflation (équivalent par hypothèse à l'inflation effective minorée d'un objectif d'inflation, en l'occurrence l'objectif de 2 % retenu par la BCE plus 1,5 % pour les effets Balassa-Samuelson). Le graphique présente la moyenne pour tous les pays émergents d'Europe.

2/ L'indice des conditions monétaires ou ICM (base 100 en 2000) est la somme pondérée des variations des taux prêtéurs réels et des taux de change effectifs réels. Le graphique présente la moyenne pour tous les pays émergents d'Europe.

Graphique 10. Pays émergents d'Europe — Expansion du crédit, 1999–2006

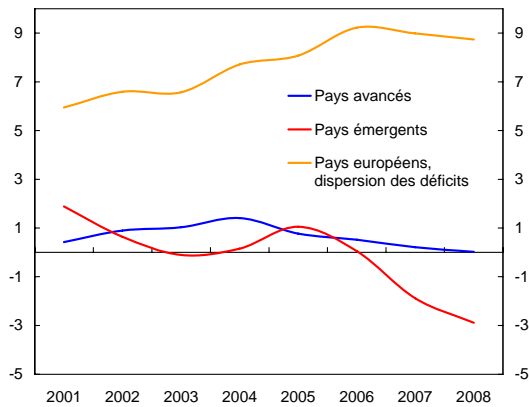


Source : banques centrales nationales.

plupart des pays, la réforme des dépenses publiques semble être la seule voie d'ajustement possible. Dans de nombreux pays, il faudra donc poursuivre la réforme de la sécurité sociale et de la santé, semble-t-il, pour garantir la viabilité à long terme de ces systèmes.

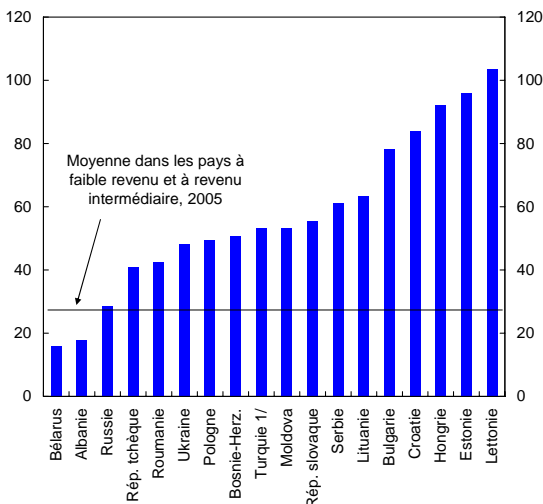
Avec des prévisions de croissance encore favorables pour les pays avancés et très prometteuses pour les pays émergents, d'après le scénario de référence, il est peu probable qu'une politique de rééquilibrage budgétaire qui laisse les stabilisateurs automatiques jouer à plein puisse assombrir les perspectives économiques à court terme. Elle se justifie en tout cas certainement au regard des possibilités d'amélioration qu'elle laisse entrevoir à moyen terme.

Graphique 11. Europe et groupes de pays européens — Solde courant/PIB, 2003–08
(Pourcentage)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Graphique 12. Dette extérieure, 2006
(En pourcentage du PIB)



Sources : banques centrales nationales et calculs des services du FMI.
1/ En pourcentage du PNB.

Intégration économique et réforme structurelle — Vers une amélioration des performances

L'Europe a beaucoup à gagner à poursuivre son intégration économique. Même s'il est vrai, comme les turbulences récentes nous l'on rappelé, que l'intégration financière n'est pas totalement dénuée de risque, il ne fait guère de doute que le processus d'intégration économique multiforme que connaît actuellement l'Europe lui a été extrêmement profitable (encadré 2). Ce processus revêt essentiellement trois formes : l'intégration commerciale, qui fait déjà partie de l'histoire ancienne de l'Union européenne, l'intégration financière, qui s'est accélérée au cours des dix dernières années, et les migrations transfrontières de main-d'œuvre, qui tendent aussi à s'intensifier. Il est tout à fait manifeste que l'intégration économique a contribué à la hausse des niveaux de vie en Europe. Les pays émergents sont devenus les marchés les plus dynamiques de la région, contribuant dans une proportion comprise entre 0,2 et 0,4 % annuellement, selon les estimations, à la croissance des pays avancés au cours de ces dernières années. Et l'intégration financière a joué un rôle essentiel dans la convergence des niveaux de revenu des pays européens émergents (II^e partie, chapitre 2). Pour la plupart de ces derniers, dont le processus d'intégration est loin d'être achevé, l'avenir s'annonce donc très prometteur sur le plan économique.

Pour tirer pleinement parti de l'intégration et devenir moins vulnérable en cas de choc, il faut que l'Europe poursuive sur la lancée des réformes structurelles, après les efforts accomplis récemment. Les rigidités structurelles demeurent en effet le talon d'Achille de l'Europe; ce sont elles qui étouffent la croissance et qui rendent l'ajustement en cas de choc si long et si difficile. En Allemagne, il a fallu pas moins de cinq années de croissance au ralenti et un gros effort de réforme avant que la reprise se confirme, et au Portugal, où le processus de convergence, mis à mal à la fin des années 90, hésite toujours à redémarrer. Les réformes

