

# Résumé

L'Europe doit accomplir une tâche délicate : faire reculer l'inflation, pérenniser la croissance économique et préserver la stabilité financière, alors qu'elle est aux prises avec les retombées de la crise énergétique provoquée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et de la pandémie de COVID-19. Malgré un repli, l'inflation demeure très élevée. La croissance a chuté depuis le milieu de l'an dernier car l'inflation a réduit les revenus réels des ménages. Une récession de grande ampleur a été évitée cet hiver grâce à une baisse sensible des prix de l'énergie et aux aides publiques. Après le resserrement le plus rapide depuis des décennies, les effets de la politique monétaire commencent à se faire sentir et les risques pesant sur le secteur financier se sont concrétisés.

L'Europe devrait connaître une croissance lente et une inflation persistante. Les facteurs d'offre, à savoir la baisse des prix de l'énergie et l'atténuation des ruptures d'approvisionnement, devraient être favorables. Parallèlement, une réduction graduelle des freins à la demande, à savoir une amélioration du pouvoir d'achat des ménages et un desserrement progressif des conditions financières plus tard l'an prochain, devrait favoriser une lente reprise. La croissance annuelle devrait rebondir en 2024, pour passer de 0,7 % en 2023 à 1,4 % dans les pays européens avancés et de 1,1 % à 3 % dans les pays européens émergents (hors Bélarus, Russie, Türkiye et Ukraine). Selon les projections, l'inflation moyenne reculera à 5,6 % en 2023 puis à 3 % en 2024 dans les pays avancés, et à 11,7 % en 2023 puis à 5,5 % en 2024 dans les pays émergents. Les révisions vis-à-vis des prévisions d'octobre 2022 ne sont pas significatives pour les pays européens avancés. En revanche, pour les pays européens émergents, les prévisions de croissance sont revues à la baisse et celles d'inflation à la hausse.

Ces perspectives sont assorties de risques majeurs et liés entre eux. Si les risques qui pèsent sur la stabilité financière ne sont pas maîtrisés, l'Europe pourrait connaître une crise et un ralentissement de la croissance. Un durcissement des politiques macroéconomiques pourrait certes accentuer les craintes à l'égard du secteur financier, mais sans les mesures vigoureuses qui s'imposent aujourd'hui—et, qui selon nos hypothèses, seront prises—pour faire reculer l'inflation, cette dernière serait plus élevée par la suite ; un resserrement encore plus prononcé que prévu serait alors requis, et l'économie connaîtrait un fort ralentissement. Dans le même temps, les tensions sur les marchés du travail, une remontée des prix de l'énergie ou les risques de fragmentation pourraient entraîner un repli de la croissance et une progression de l'inflation. Cela rendra la tâche des décideurs européens encore plus complexe qu'elle ne l'est aujourd'hui.

Pour parvenir à juguler l'inflation persistante tout en évitant des tensions financières et une récession, les politiques macroéconomiques, financières et structurelles doivent agir à l'unisson. Une politique monétaire restrictive (ou son durcissement) s'impose pour ramener l'inflation fermement aux objectifs des banques centrales. De nouveaux relèvements des taux directeurs sont nécessaires dans la zone euro. Dans les pays européens émergents, les banques centrales devraient se tenir prêtes à resserrer davantage leur politique là où les taux réels sont bas, les marchés du travail sont tendus et l'inflation sous-jacente persistante est élevée. Un durcissement de la politique monétaire est aussi une réponse souhaitable à la grande incertitude qui entoure les capacités de production inutilisées et la persistance de l'inflation. Les risques de liquidité

pesant sur le secteur financier devraient être traités avant tout via le rôle bien établi de prêteur en dernier ressort des banques centrales.

Pour préserver la stabilité financière des marchés et des établissements financiers bancaires et non bancaires, une surveillance étroite, des plans d'intervention d'urgence et des mesures correctives rapides sont nécessaires. Dans l'Union européenne, la stabilité pourrait être renforcée en élargissant la portée des instruments de résolution bancaire, en précisant la disponibilité des ressources du Fonds de résolution unique, en ratifiant le traité modifié du mécanisme européen de stabilité et en adoptant une garantie paneuropéenne des dépôts. En fonction des besoins, les politiques macroprudentielles devraient chercher à maintenir ou à accroître les exigences de fonds propres. Les mesures pour aider les ménages à faire face à la hausse des taux d'intérêt devraient être ciblées et bien conçues. La conversion forcée des crédits hypothécaires à taux variable en prêts à taux fixes inférieurs à ceux du marché, ainsi que tout assouplissement temporaire des contraintes réglementaires, devraient être évités.

Les pays devraient procéder à une consolidation budgétaire plus ambitieuse. En appui à la politique monétaire, un resserrement de la politique budgétaire contribuerait à la lutte contre l'inflation, ce qui aiderait les banques centrales à atteindre leurs objectifs à des taux d'intérêt plus bas, avec des retombées positives tant sur le coût du service de la dette publique que sur la stabilité financière. Cela permettrait par ailleurs de reconstituer les marges de manœuvre budgétaires qui ont été épuisées et de rétablir la capacité des pouvoirs publics à surmonter des chocs de grande ampleur à l'avenir.

Les réformes structurelles devraient privilégier l'assouplissement des arbitrages entre croissance et inflation. Des taux d'activité des femmes et des personnes âgées plus élevés, ainsi qu'un meilleur appariement des offres et des demandes d'emploi, apaiseraient les tensions sur le marché du travail. Dans l'Union européenne, les progrès dans la mise en œuvre des plans pour la reprise et la résilience et de l'union des marchés des capitaux pourraient débloquent des investissements nécessaires pour accroître les capacités de production affectées par la crise, atteindre les objectifs climatiques de l'Union européenne et améliorer la sécurité énergétique. Les subventions aux industries vertes devraient avoir un périmètre restreint, être bien ciblées et minimiser toutes distorsions des échanges internationaux et du marché unique.