

## 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 (Ile 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 (Ile 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 (Ile 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.