

# L'effet de halo s'estompe

**Nombre de pays d'Europe centrale et orientale ont du mal à s'adapter à la nouvelle réalité économique**

*Martin Čihák et Srobona Mitra*

**L**ES PAYS d'Europe centrale et orientale qui ont adhéré à l'UE ont d'abord connu une période faste. Cette adhésion a stimulé leur intégration économique et financière, générant une croissance rapide et de vastes apports de capitaux. Elle a aussi créé un «effet de halo», qui a permis à plusieurs d'entre eux d'emprunter à un moindre coût malgré une vulnérabilité accrue.

Mais les temps ont changé. Si, dans un premier temps, les nouveaux membres ont résisté aux turbulences financières mondiales, quelques-uns ont ensuite plongé dans une crise profonde. Au début de la crise, en 2007, les pays émergents d'Europe ont d'abord semblé épargnés, n'ayant aucun lien direct avec les actifs toxiques américains. Cependant, à mesure que la crise s'aggravait en 2008, les exportations ont ralenti et les apports de capitaux ont presque cessé dans certains pays. Malheureusement, l'intégration économique et financière, qui avait aidé ces pays à rattraper les pays avancés d'Europe pendant les bonnes années, les a rendus plus vulnérables alors que la conjoncture mondiale se dégradait.

Les nouveaux membres doivent maintenant non seulement surmonter la crise actuelle, mais aussi poursuivre sur la lancée de ces dernières années. Ils doivent mettre en place, dans un climat économique bien plus difficile, des politiques plus prudentes et des cadres d'action plus robustes, surtout en matière de politique budgétaire et de contrôle financier. La bonne nouvelle est que la flexibilité de leur économie peut les aider à s'adapter plus rapidement que les pays européens plus avancés.

## Un rattrapage rapide

L'adhésion de huit nouveaux membres (Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie) à l'UE en 2004 a représenté l'élargissement le plus important jamais réalisé en termes de population (19 %) et de superficie (22 %), mais non de production (9 %). Deux autres pays de l'ancien bloc soviétique (Roumanie et Bulgarie) ont rejoint l'UE en 2007. Pour tous ces pays, l'adhésion a constitué une étape majeure dans le passage à l'économie de marché.

Une intégration économique plus poussée et des réformes ont stimulé plus fortement que prévu la croissance dans les



nouveaux États membres (de 1 % en moyenne), étant donné leurs paramètres fondamentaux (voir graphique 1), et ils ont ainsi accru leur part dans la production mondiale. Une meilleure pénétration des marchés occidentaux a entraîné une augmentation rapide des exportations et un accès plus facile au financement extérieur a dopé la consommation.

L'adhésion à l'UE a eu un effet particulièrement favorable en Slovénie et en Slovaquie, qui sont parvenues à respecter tous les critères de Maastricht et à entrer dans la zone euro. La Slovénie a été la première à adopter l'euro (janvier 2007). Son revenu par habitant, le plus élevé parmi les nouveaux membres, a atteint environ 80 % de la moyenne de l'UE en 2006, soit un taux égal à celui de la Grèce et supérieur à celui du Portugal. La Slovaquie, le dernier pays à rejoindre la zone euro (janvier 2009), est l'un des nouveaux membres les plus performants sur le plan économique, avec une croissance alimentée par ses gains de productivité et ses exportations. La Slovénie, la Slovaquie et la République tchèque sont maintenant considérées comme des pays avancés (et non plus émergents).

## Un tigre dans le moteur

Le succès relatif avec lequel les nouveaux membres ont stabilisé et réformé leur économie, conjugué à leur entrée dans l'UE, semble avoir contribué à une convergence rapide des taux d'intérêt, même si une conjoncture mondiale favorable (niveau faible des taux d'intérêt, liquidité abondante et élargissement de la base des investisseurs dans les pays émergents) a aussi joué un rôle. Les capitaux sont entrés en masse dans les nouveaux pays membres, sous la forme de prêts bancaires et d'investissement directs ou de portefeuille.

Aujourd'hui, la part des systèmes bancaires sous contrôle étranger est plus élevée dans les pays émergents d'Europe que dans ceux du reste du monde et que dans les pays européens avancés. En Europe, quelques banques ayant leur siège dans les pays avancés ont pénétré les nouveaux marchés des pays émergents, principalement en acquérant des banques récemment privatisées. Elles contrôlent actuellement une fraction importante des actifs bancaires des nouveaux membres (voir graphique 2). Le fait que les banques sous



contrôle étranger puissent éventuellement puiser dans le capital de leurs sociétés mères rassurait les autres investisseurs étrangers de la région, ce qui ne va pas nécessairement durer.

Les apports de capitaux dans les banques se sont accompagnés d'une forte croissance du crédit, encore que son taux ait varié selon les nouveaux membres. S'il a été beaucoup plus élevé dans les trois États baltes que dans les pays comparables, le taux de croissance du crédit dans la plupart des autres nouveaux membres a dans l'ensemble suivi leur développement financier. En outre, du fait de cette forte croissance du crédit, l'intermédiation financière s'est nettement intensifiée dans les nouveaux pays membres.

### Surchauffe

Toutefois, l'intégration accrue et les entrées massives de capitaux qui ont suivi ont aussi créé de nouvelles sources de vulnérabilité. À cause en partie de ces apports, plusieurs nouveaux membres de l'UE ont accusé une dette extérieure élevée et des déficits courants excessifs (voir graphique 3). La forte croissance du crédit a fait craindre une surchauffe, car l'inflation s'accélérait, les déficits courants se creusaient et les bulles immobilières enflaient. Les risques de bilan étaient surtout inquiétants dans les pays où les ménages et les entreprises souscrivaient des emprunts en euros ou dans d'autres devises (franc suisse ou yen surtout), d'où une accumulation des asymétries entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs. En fait, la part des emprunts en devises était plus élevée dans la plupart des nouveaux membres que dans les pays émergents d'Europe de l'Ouest, d'Amérique latine et d'Asie de l'Est. Les déséquilibres entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs ont rendu le secteur privé plus vulnérable à la dépréciation des monnaies, et accru le risque de crédit des banques.

L'intégration financière plus poussée a aussi accentué l'exposition des pays émergents d'Europe aux risques externes. Les liens plus étroits qui avaient stimulé la croissance pouvaient aussi amplifier un ralentissement. Enfin, s'ils ont aidé à développer

l'intermédiation financière, les engagements transfrontaliers des banques internationales (des pays avancés d'Europe surtout) ont créé de nouveaux circuits de contagion.

### Retour à la normale

Malgré la hausse des déficits courants et un endettement public élevé, les marchés ont, semble-t-il, sous-estimé les risques et maintenu leurs engagements en Europe centrale et orientale. Ils pensaient qu'en vertu de leur appartenance à l'UE, ces pays seraient renfloués en cas de crise. Les marges obligataires, qui reflètent le risque pays, se situaient ainsi au-dessous de ce qu'elles auraient dû être («effet de halo»). En fait, les prix des actifs souverains des nouveaux membres étaient 50–100 points de base en deçà des niveaux attendus sur la base de paramètres fondamentaux standard.

La crise financière mondiale a tout changé, surtout parce qu'elle a éliminé l'effet de halo et intensifié les différences entre les nouveaux États de l'UE (voir graphique 4). Fin 2008, avec la réduction des exportations vers les pays avancés et un net ralentissement des entrées de capitaux, la crise s'est brusquement répandue dans tous les pays émergents d'Europe. L'accès au financement, dont le coût s'est envolé pour tous les emprunteurs souverains, s'est fortement contracté. Si les pays plus proches des critères de Maastricht ont généralement enregistré une plus faible hausse de leurs marges, ils n'ont pas été totalement à l'abri.

La crise a porté l'attention sur les déséquilibres extérieurs et la surchauffe dans les pays de l'UE. Dans ses perspectives économiques pour l'Europe de mai 2009, le FMI note que les pays ayant enregistré une hausse de l'inflation, des déficits courants et des apports de capitaux bancaires ont été les plus touchés. En d'autres termes, le risque d'un arrêt brutal des entrées de capitaux a joué un rôle au moins aussi important que le respect des critères de Maastricht dans l'effet initial de la crise sur les pays.

### Vif ralentissement

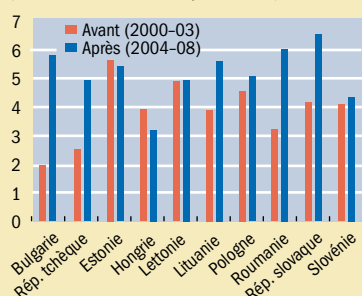
Du fait de la crise financière, l'activité a fortement ralenti dans tous les pays émergents, y compris en Europe, le FMI prévoyant dans ses dernières *Perspectives de l'économie mondiale* une contraction de près de 3 % dans ces pays en 2009. Les liens macrofinanciers ont accentué la vulnérabilité des nouveaux membres : la croissance

Graphique 1

#### Un stimulant pour la croissance

L'adhésion à l'UE a déclenché un rattrapage rapide de la croissance en Europe centrale et orientale.

(PIB, variation annuelle moyenne, en %)



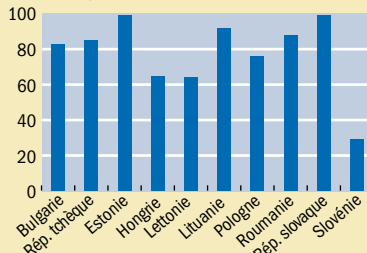
Source : Čihák and Fonteyne, 2009.

Graphique 2

#### Bloc de contrôle

En Europe centrale et orientale, une bonne partie du système bancaire est entre les mains de banques de l'Europe de l'Ouest.

(part des actifs des banques sous contrôle étranger, en %, 2007)



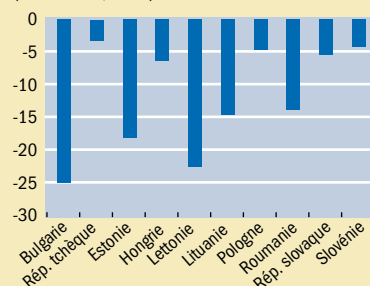
Source : Banque européenne pour la reconstruction et le développement.

Graphique 3

#### De larges déséquilibres

Nombre de nouveaux membres accusent des déficits courants considérables.

(en % du PIB, 2007)



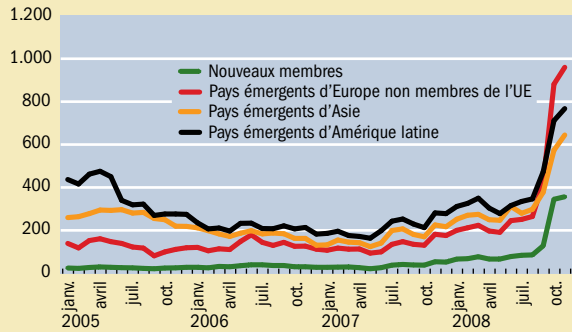
Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Graphique 4

### L'effet de halo s'estompe

Les marges sur les obligations souveraines ont commencé à augmenter en Europe centrale et orientale, comme dans les autres pays émergents.

(points de base)



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

Note : marges en euros pour les nouveaux membres et les pays émergents d'Europe non membres de l'UE et en dollars pour tous les autres pays.

moins forte des revenus, l'instabilité des taux d'intérêt et de change et les corrections des prix des actifs se répercutent sur le secteur financier. Ces pays ont alors réorienté leurs politiques monétaire, budgétaire, de change et du secteur financier.

Les monnaies locales paraissent de plus en plus vulnérables et il est impossible ou coûteux pour les pays d'emprunter sur les marchés pour financer leurs déficits. Grâce à leur appartenance à l'UE, les pays émergents d'Europe ont toutefois pu utiliser certains mécanismes qui se sont révélés utiles pendant la crise, par exemple la facilité «balance des paiements» de l'UE, qui leur a donné une marge de sécurité, et des accords de pension avec la BCE. La Hongrie, la Lettonie et la Roumanie ont sollicité l'aide financière de l'UE et du FMI, et la Pologne a demandé à accéder à la ligne de crédit modulable du FMI, nouveau mécanisme conçu à l'intention des pays affichant de bons antécédents.

### Des structures plus simples et plus robustes

Les nouveaux membres de l'UE sortiront-ils renforcés de la crise? À certains égards, leur économie est plus flexible que celle des pays avancés d'Europe, ce qui leur permet peut-être de s'adapter plus facilement.

La crise a rendu éminemment souhaitable l'adoption de bonnes politiques et la mise en place de cadres de référence au niveau de l'UE a, semble-t-il, contribué à de saines politiques macroéconomiques et structurelles. Cela est encore plus vrai pour la politique macroéconomique où les critères de Maastricht et le pacte de stabilité et de croissance ont servi de point d'ancrage pour les politiques monétaires et budgétaires.

La stratégie de Lisbonne (conçue pour favoriser la croissance et l'emploi) semble aussi avoir eu un certain effet sur les nouveaux membres. Les petits pays membres et ceux affichant de bons résultats budgétaires ont davantage avancé dans la réforme structurelle. En Europe, l'emploi est moins protégé, le salaire minimum plus faible, les négociations collectives moins centralisées et les allocations de chômage moins généreuses dans les pays émergents que dans les pays avancés.

Cependant, les disparités de revenu entre les nouveaux membres montre que les résultats économiques s'expliquent essentiellement par les politiques nationales. La crise a amplifié la façon dont le marché perçoit les différences entre les pays et a conduit à réévaluer les risques dans chaque pays, comme l'indique la plus forte dispersion des marges des obligations souveraines.

La santé financière des nouveaux membres est inégale. Jusqu'à présent, leur système bancaire a assez bien résisté à la crise mondiale (aucune faillite systémique, ni de perte généralisée de confiance des déposants). Toutefois, les perspectives sont difficiles. Les non-remboursements de prêts ne peuvent qu'augmenter à mesure que les monnaies locales perdent de leur valeur et que les économies se contractent. N'ayant pas constitué de réserves pour les mauvais jours, les banques devront réduire le crédit. Les ménages ne pourront emprunter aux banques alors que les revenus diminuent fortement du fait de la baisse du prix des logements et de la dégradation de la situation économique. Leur consommation (en moyenne 60 % du PIB) va, à n'en point douter, en subir les répercussions.

Que doivent faire les nouveaux membres pour sortir de la crise? Le secteur bancaire qui a été au cœur de cette crise jouera un rôle déterminant dans la reprise.

Il faut soutenir le crédit (par exemple, à l'aide d'une recapitalisation préventive des banques viables). La plupart des systèmes bancaires étant sous contrôle étranger, la recapitalisation serait sans lendemain faute d'une coopération étroite avec les autorités de surveillance des banques mères.

Il est fort possible de renforcer le contrôle financier dans le cadre des règles en vigueur, notamment en assujettissant les banques fragiles à des normes de fonds propres plus strictes (Bâle II) et en adoptant des dispositions novatrices pour le provisionnement des pertes sur prêts.

Les nouveaux membres doivent préserver les avancées en matière de politique financière et les renforcer par une meilleure coopération transfrontalière entre banques centrales, autorités de contrôle et ministères des finances.

Il convient d'intensifier les réformes structurelles pour empêcher toute baisse de productivité et de croissance à long terme. Des institutions plus fortes finiront par réduire la vulnérabilité qui va de pair avec une intégration plus poussée.

Sur tous ces points, une coopération étroite entre pays émergents et avancés d'Europe est essentielle. La crise offre la chance de consolider les liens politiques, économiques et financiers dans la région. Cependant, même si les cadres d'action robustes de l'UE peuvent être très utiles, ce sont les politiques suivies par les pays qui détermineront en fin de compte le rythme auquel les pays émergents d'Europe se relèveront de ce qui s'avère la crise la plus grave depuis 1929. ■

*Martin Čihák et Srobona Mitra sont respectivement économiste principal et économiste au Département Europe du FMI.*

#### Bibliographie :

Čihák, Martin, and Wim Fonteyne, 2009, « Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States », *IMF Working Paper 09/68* (Washington : International Monetary Fund).