

Protégés

contre la **TEMPÊTE**

Les pays d'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est sont restés en grande partie à l'abri de la crise de la zone euro, mais cela pourrait changer rapidement

Bas B. Bakker et Christoph Klingen

ON N'A GUÈRE parlé de l'Europe du centre, de l'Est et du Sud-Est pendant la crise de la zone euro. Les marchés financiers se sont beaucoup inquiétés de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal et, plus récemment, de l'Espagne et de l'Italie. Mais ils ne semblent pas encore se préoccuper outre mesure des 22 pays de l'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est (encadré) malgré leurs liens étroits avec la zone euro.

En rupture totale avec le passé, les investisseurs exigent souvent des primes de risque plus faibles pour la dette de ces pays moins riches que pour celles des nations de l'Europe occidentale : la prime sur la dette de l'Estonie a été parfois plus basse que celle que paient les Pays-Bas, et les primes de la Bulgarie et de la Roumanie plus faibles que celles de l'Espagne et de l'Italie.

Ce n'était pas le cas il y a quelques années quand les problèmes en Europe de l'Ouest qui ont suivi la crise financière mondiale de 2008 se sont rapidement propagés aux économies d'Europe centrale et orientale. La région avait connu des années de prospérité, reposant en grande partie sur le crédit à bon marché venant d'Europe occidentale. Mais après la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers en septembre 2008, les banques de la zone euro ont brusquement arrêté d'accorder des prêts, ce qui a déclenché une forte contraction de la demande intérieure dans la plupart des pays d'Europe centrale et orientale. L'effondrement du commerce mondial a exacerbé la crise et ravagé leurs exportations. En conséquence les pays de la région ont subi en 2008 et 2009 un ralentissement sans précédent de leur économie. Quand la reprise s'est amorcée en 2010, le PIB avait diminué de 25 % dans certains pays, même si quelques-uns, comme l'Albanie et la Pologne, s'en étaient tirés sans grand mal.

Si l'on excepte une alerte à la fin de 2011, les pays de la région ont été dans une grande mesure épargnés par la crise de la zone euro qui a débuté il y a deux ans, surtout parce qu'aujourd'hui ils dépendent beaucoup moins du crédit facile des banques d'Europe occidentale pour leurs dépenses intérieures et parce qu'ils ont fait des efforts pour maîtriser leurs déficits publics.

Des liens encore étroits

Cette capacité apparente à échapper aux problèmes de la zone euro existe malgré la persistance de liens étroits entre les pays de l'Ouest et de l'Est. Depuis la fin de l'Union soviétique il y a vingt ans, l'Ouest et l'Est de l'Europe sont de plus en plus interconnectés par les circuits commerciaux et financiers.

L'Europe occidentale est le plus grand marché d'exportation pour la région. Certaines de ces exportations sont des intrants pour les exportations d'Europe de l'Ouest. De nombreux pays de la région font partie d'une chaîne de l'offre qui fournit des intrants à la production finale en Europe de l'Ouest. Les constructeurs allemands d'automobiles, par exemple, ont créé

Aux marges de l'euro

La région comprend les pays baltes : Estonie, Lettonie, Lituanie; les pays d'Europe centrale : Hongrie, Pologne République tchèque et République slovaque; les pays d'Europe du Sud-Est : Albanie, Ex-République Yougoslave de Macédoine, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Kosovo, Monténégro, Roumanie, Serbie et Slovénie; les pays d'Europe orientale : Bélarus, Moldova, Russie et Ukraine. La Turquie, qui est à la fois en Europe et en Asie, est considérée comme faisant partie de la région.



Une galerie marchande du centre de Varsovie, en Pologne.

des usines en Europe centrale et délocalisé une partie de leur production dans cette région.

Les liens commerciaux revêtent une importance particulière pour l'Europe centrale. Même si les grands pays exportateurs de produits de base comme la Russie et l'Ukraine commercent beaucoup hors de l'Europe, le prix de leurs exportations sur les marchés internationaux est lié à la santé des économies d'Europe occidentale. En revanche les pays du Sud-Est sont moins intégrés à l'Europe de l'Ouest.

Toutefois, quelle que soit l'importance du commerce dans la relation, les liens financiers, principalement par l'intermédiaire des banques, sont encore plus essentiels. Les systèmes bancaires de la région sont étroitement liés aux banques de l'Ouest en termes de capital et de financement.

Les banques étrangères (entendues ici comme celles dans lesquelles une entité étrangère détient au moins 25 % et est le principal actionnaire) représentent environ 35 % du marché au Bélarus, en Russie, en Slovaquie et en Turquie, tandis qu'en Bosnie-Herzégovine, Croatie, Estonie, République slovaque, République tchèque et Roumanie, leur part peut aller jusqu'à 80 %. Par comparaison, dans la zone euro les banques étrangères représentent moins de 20 % du marché.

Cependant, les banques étrangères ne sont pas nécessairement tributaires des financements de l'étranger. Par exemple, elles dominent en République tchèque, mais leurs opérations sont financées localement, surtout par les dépôts. Les banques de ce type sont moins vulnérables à un arrêt brutal des financements provenant de l'étranger, en l'occurrence de la banque mère.

Pourtant, le financement transfrontalier par les banques étrangères joue un rôle important dans beaucoup d'économies de

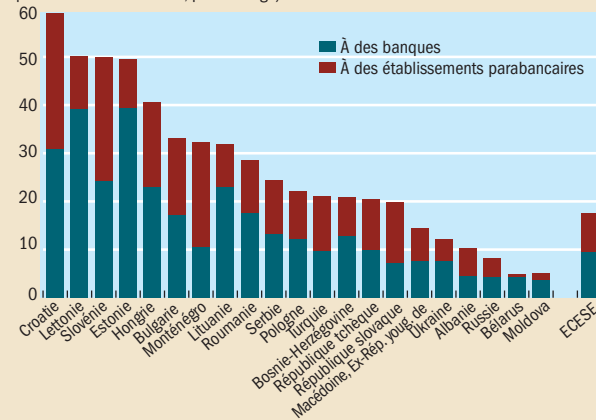
la région. À la fin de 2011, il dépassait 30 % du PIB en Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Monténégro et Slovaquie (graphique 1). Dans ce type de financement, la banque

Graphique 1

Des liens étroits

Les grandes banques étrangères fournissent un volume considérable de financements transfrontaliers aux banques et établissements parabancaires des pays d'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est.

(prêts des banques des économies avancées en proportion du PIB du pays bénéficiaire; quatrième trimestre 2011, pourcentage)



Sources : Banque des règlements internationaux (BRI), *Local Banking Statistics*; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs des services du FMI.

Note : Il s'agit des prêts effectués par les banques qui ont des activités internationales dans les pays avancés. La banque centrale dont elles relèvent communique les informations pertinentes à la BRI, qui établit les statistiques. La BRI est la banque centrale des banques centrales. On ne dispose pas de données sur le Kosovo. ECESE = Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est.

mère d'Europe de l'Ouest finance les opérations de ses filiales locales et fournit des prêts transfrontaliers directs à de grandes entreprises. En Russie et en Turquie, bien que la pénétration du marché par les banques étrangères soit relativement faible, les banques locales complètent souvent leurs dépôts en empruntant sur les marchés interbancaires et obligataires internationaux pour financer leurs prêts intérieurs.

Ces liens financiers étroits laissent présager que l'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est serait durement frappée par les chocs provenant d'Europe occidentale. C'est ce qui s'est passé en 2008-09. Avant la faillite de Lehman Brothers, les banques mères d'Europe de l'Ouest ont financé l'expansion rapide du crédit intérieur, qui a alimenté une flambée des prix des actifs et de la demande intérieure. Quand la crise mondiale a touché l'Europe de l'Ouest, ces flux se sont brusquement taris, plongeant la région dans une profonde récession qui ne s'est apaisée qu'après la reprise des exportations vers l'Europe occidentale en 2010 (graphique 2).

Malgré la persistance de ces liens étroits, la crise de la zone euro, qui a commencé il y a deux ans, n'a pas eu le même impact dans la région que la crise financière de 2008-09. Si le coût des emprunts dans les pays à la périphérie de la zone euro — d'abord la Grèce, puis l'Irlande, ensuite le Portugal — a augmenté inexorablement avec l'inquiétude grandissante des investisseurs, le coût relatif pour les pays d'Europe centrale et orientale est resté stable ou a continué de baisser à mesure que la région sortait de sa profonde récession.

C'est à l'absence de grands déséquilibres que la région doit en grande partie d'avoir été cette fois si peu touchée par la crise de la zone euro. En 2007 et 2008, elle était vulnérable à un brusque arrêt des entrées de capitaux parce que les pays empruntaient

énormément à l'étranger (surtout aux banques d'Europe de l'Ouest) pour financer leurs importants déficits des paiements courants. Or, en 2011, ces déséquilibres avaient en grande partie disparu (graphique 3). Aujourd'hui, ces économies ne sont pas en surchauffe et la croissance est de plus en plus tirée par les exportations et non plus par une envolée de la demande intérieure alimentée par des entrées de capitaux étrangers.

Les pays se sont aussi lancés dans des programmes de réduction de leur déficit budgétaire. Juste avant la crise de 2008-09, les finances publiques étaient fragiles, même si l'augmentation des recettes fiscales due à l'expansion donnait l'illusion d'une situation budgétaire solide. La fin de l'expansion a montré que ces recettes étaient en grande partie temporaires : en 2009, le solde budgétaire de la région est passé d'un excédent équivalent à 2 % du PIB à un déficit de 6 %. Or, en 2011, après un assainissement budgétaire de grande envergure dans la plupart des pays, le déficit de la région était tombé à ½ % du PIB.

Cela dit, beaucoup de pays font face à des risques considérables. La nécessité de refinancer leur forte dette extérieure maintient leur besoin d'emprunt à un niveau élevé. Le niveau élevé des emprunts en devises pèse sur la politique de change et la politique monétaire. De plus, la Russie et l'Ukraine restent vulnérables à la baisse des prix des produits de base. Malgré les efforts d'assainissement budgétaire, le déficit est encore élevé dans plusieurs pays. Enfin, les systèmes bancaires sont encombrés par des stocks massifs de créances improductives, problème qui n'existait pas avant 2008.

Un risque de contagion

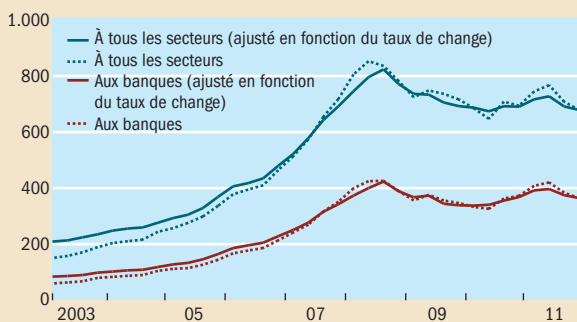
Les limites de la résilience de la région ont été mises à l'épreuve au second semestre de 2011 quand les problèmes de la zone

Graphique 2

Mouvement de retrait

Les banques des pays avancés ont fortement accru leurs prêts aux pays d'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est jusqu'au moment de la crise financière, qui a commencé avec la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

(prêts des banques des pays avancés à la région, en milliards de dollars)



Source : BRI.

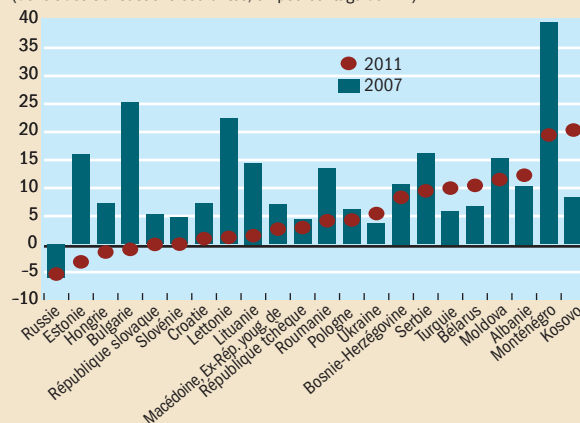
Note : Ce graphique concerne les banques qui ont des activités internationales dans les pays membres de la BRI, banque centrale des banques centrales. Les ajustements en fonction du taux de change visent à neutraliser toute variation de valeur qui se produit en raison de l'évolution du taux de change pour les données communiquées dans une monnaie commune, en l'occurrence le dollar.

Graphique 3

Disparition des déficits

En 2007, les pays d'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est affichaient des déficits considérables des transactions courantes, qui avaient presque disparu en 2011.

(déficit des transactions courantes, en pourcentage du PIB)



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

Note : Le compte des transactions courantes d'un pays mesure le revenu qu'il tire de ses exportations, de ses investissements à l'étranger et des transferts en espèces d'autres pays, moins les dépenses d'importation, les revenus versés aux détenteurs étrangers d'investissements dans le pays et les transferts en espèces à l'étranger.

euro se sont intensifiés. Les banques de la zone euro ont eu de grosses difficultés à se financer. En réaction, elles ont diminué leurs opérations de financement à l'étranger. Les banques étrangères ont réduit de 6½ % leurs prêts à l'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est entre juin et décembre, contre une baisse d'environ 3 % pour l'Afrique, le Moyen-Orient et la région Asie-Pacifique, et une augmentation de 2 % pour l'Amérique latine et les Caraïbes.

Bien que cette contraction ait été en partie compensée par l'accroissement des dépôts dans les banques locales et l'augmentation de leurs prêts, la croissance du crédit a été négative dans les Pays baltes, en Hongrie, au Monténégro et en Slovaquie.

La crise de financement dans la région s'est calmée quand la Banque centrale européenne (BCE) a offert aux banques à la fin de 2011 et au début de 2012 des liquidités illimitées à un faible intérêt pour une période de trois ans. L'engagement pris en juillet 2012 par le Président de la BCE, Mario Draghi, de «faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro» a encore apaisé les marchés et soulagé les pressions sur le financement.

Malgré la récente amélioration sur les marchés financiers, la croissance de la région a nettement ralenti cette année, sous l'effet de la récession dans la zone euro. Dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2012, le FMI prévoit pour l'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est une croissance de seulement 2,8 %, contre 4,9 % en 2011.

De plus, en raison des liens commerciaux et financiers étroits, la région est toujours menacée par une nouvelle dégradation dans la zone euro. Si la crise de la zone devait s'intensifier, ces pays seraient durement touchés par l'intermédiaire des circuits commerciaux et financiers. Les exportations souffriraient si la croissance de la zone euro chutait, les tensions sur les marchés financiers s'intensifieraient, les financements par les banques mères seraient probablement réduits et les entrées de capitaux s'effondreraient, ce qui plomberait encore plus la demande intérieure.

La région va mieux qu'en 2008, où elle était en situation d'urgence. Les gros déséquilibres l'avaient rendue très vulnérable à une brusque interruption des entrées de capitaux. Ce n'est plus le cas — l'apparition de crises endogènes est beaucoup moins probable.

Cela ne veut pas dire pour autant que la région soit totalement protégée. Elle pourrait toujours se ressentir de ce qui se passe dans la zone euro. Malgré sa résilience récente, elle pourrait être rapidement submergée par une aggravation de la crise de la zone euro. Ce risque souligne qu'il faut continuer à reconstruire le système d'amortisseurs et à améliorer la capacité de réaction aux crises. ■

Bas B. Bakker est conseiller et Christoph Klingen chef de division adjoint, tous deux au Département Europe du FMI.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu