

Octobre 2009

## Europe centrale et orientale

### Table de matières

Tableau de prévisions	p. 2
Scénario l'Europe centrale	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 7

### Une reprise en W à horizon 2011 ?

Les pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) montrent enfin quelques signes de stabilisation (redressement des indicateurs de confiance, hausse des marchés financiers, baisse de la volatilité du change, resserrement des *spreads*...). Face à cette embellie conjoncturelle et financière, nous regarderons si la reprise est transitoire ou si nous sommes en présence d'une tendance de fond notamment à horizon 2011.

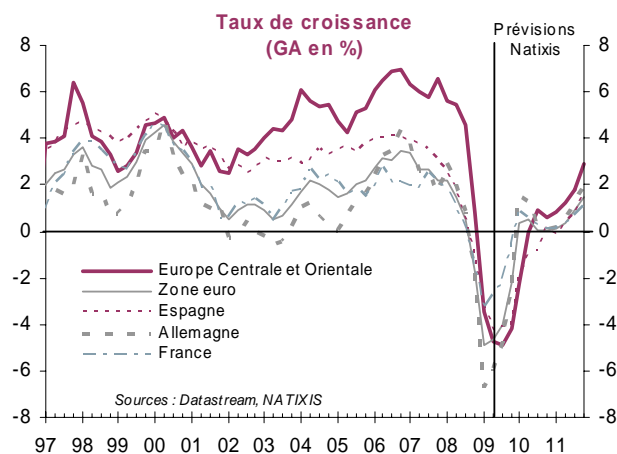
Pour l'heure plusieurs éléments nous amènent à penser que la reprise sera éphémère : retrait progressif des mesures de relance, fin de la contribution des stocks, rechute des exportations et des flux de capitaux. A ces éléments s'ajoutent d'autres qui fragilisent la croissance (poursuite du désendettement, faible soutien des salaires, chômage élevé, hausse de la fiscalité). Cependant, tous ces éléments s'estomperont peu à peu en 2011 (sauf la pression fiscale) entraînant une croissance régionale en W et bien inférieure à son potentiel en 2011.

### Focus. Accords de confirmation : la conditionnalité est désormais accommodante

Rédacteurs  
Juan Carlos Rodado  
Lysú Páez-Cortez

Directeur de publication  
Patrick Artus

Achévé de rédiger  
le 1<sup>er</sup> octobre 2009



## Prévisions macro-économiques et financières

Chiffres clés Europe centrale *	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>
PIB (GA, %)	-4,4	-0,2	2,7
Inflation (GA, %)	3,3	2,4	2,6
Compte Courant (% PIB)	-4,2	-3,4	-3,5
Solde Budgétaire (% PIB)	-6,0	-6,9	-5,6
Dette publique (% PIB)	43,9	48,9	53,3
Taux de Chômage (% Pop. Act.)	8,8	11,3	10,4

\*Europe centrale : Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie, Slovénie, Estonie, Lettonie, Lituanie, Bulgarie, Roumanie (pondération PIB)  
Sources : Instituts Nationaux de Statistiques, Eurostat, Natixis

Environnement international		2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>
Zone Euro	PIB (GA, %)	-3,9	0,2	0,7
	Inflation (GA, %)	0,3	1,0	1,0
	Solde budgétaire (% PIB)	-6,0	-6,9	-6,5
Etats-Unis	PIB (GA, %)	-2,6	1,3	2,1
	Inflation (GA, %)	-0,5	1,3	1,5
	Solde budgétaire (% PIB)	-11,0	-9,8	-8,7
Japon	PIB (GA, %)	-6,3	0,5	1,2
	Inflation (GA, %)	-1,3	-0,8	0,5
	Solde budgétaire (% PIB)	-8,9	-9,9	-11,1
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)		60,7	74,5	77,0

### Principaux chiffres pour une sélection de pays d'Europe centrale et d'Europe de l'est

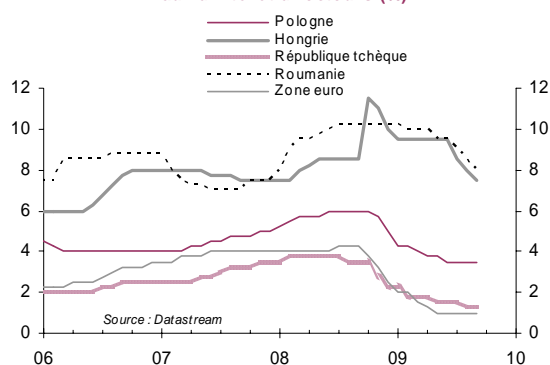
Croissance du PIB (GA, %)	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>
Pologne	0,8	1,4	3,0
Hongrie	-6,8	-1,6	1,7
République Tchèque	-4,5	0,8	3,2
Slovaquie	-5,1	0,5	3,1
Slovénie	-7,2	-1,1	2,5
Estonie	-16,3	-5,8	2,3
Lettonie	-18,7	-6,6	2,0
Lituanie	-18,6	-7,8	1,5
Bulgarie	-4,7	0,1	3,1
Roumanie	-8,2	-1,2	2,8
Turquie	-6,3	2,4	3,5

Inflation (GA, %)	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>
Pologne	3,3	2,4	2,7
Hongrie	4,2	3,8	2,9
République Tchèque	1,3	1,9	2,4
Slovaquie	1,9	2,4	2,9
Slovénie	2,2	2,3	2,2
Estonie	-1,3	-3,2	-0,5
Lettonie	2,9	-2,4	0,2
Lituanie	3,4	-1,8	0,1
Bulgarie	4,6	2,4	1,7
Roumanie	5,7	3,8	4,1
Turquie	6,4	5,5	5,2

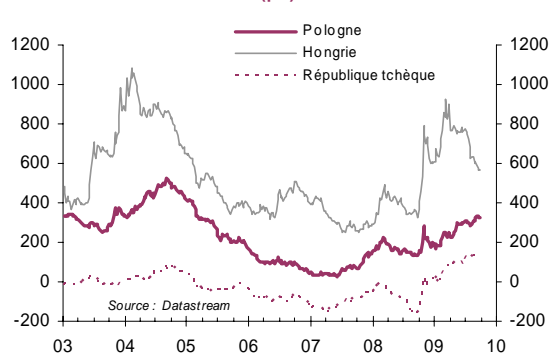
Solde Budgétaire (% PIB)	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>
Pologne	-6,8	-7,5	-6,1
Hongrie	-4,3	-4,5	-3,7
République Tchèque	-4,9	-5,2	-4,2
Slovaquie	-6,2	-8,9	-7,2
Slovénie	-6,8	-9,2	-8,1
Estonie	-4,9	-8,2	-6,9
Lettonie	-12,9	-15,7	-11,9
Lituanie	-6,2	-9,8	-7,5
Bulgarie	-1,2	-1,9	-1,5
Roumanie	-7,6	-8,3	-6,5
Turquie	-4,9	-4,6	-4,0

Compte Courant (% PIB)	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>
Pologne	-3,7	-3,1	-3,6
Hongrie	-4,5	-4,1	-3,8
République Tchèque	-2,4	-2,2	-2,9
Slovaquie	-4,9	-3,8	-4,4
Slovénie	-4,3	-3,9	-4,1
Estonie	0,5	1,0	0,5
Lettonie	-0,3	0,5	0,1
Lituanie	0,3	0,8	0,3
Bulgarie	-12,3	-8,5	-6,5
Roumanie	-6,4	-5,2	-4,2
Turquie	-1,0	-0,7	-1,1

Taux d'intérêt directeurs (%)

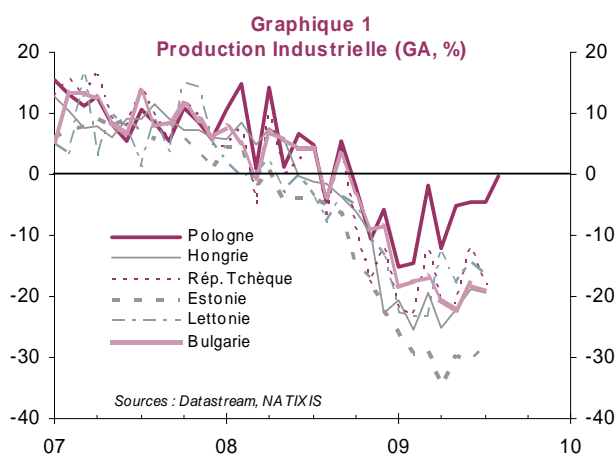


Spread de taux contre Allemagne, swap 1 an (pb)



**Scénario Europe Centrale et Orientale : une reprise en W à horizon 2011 ?**

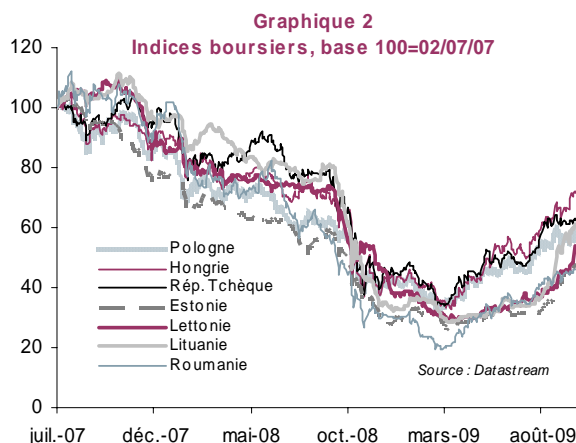
Après l'effondrement du commerce mondial, la chute de l'activité et l'assèchement des flux de capitaux qui ont suivi la faillite de Lehman à l'automne dernier, **les pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) montrent enfin quelques signes encourageants**. La production industrielle a enregistré un rebond au T2 2009 en Pologne et semble se stabiliser dans les autres pays de la région (**graphique 1**).



De plus, la plupart des enquêtes de confiance semblent se redresser (**tableau 1**). L'amélioration des indicateurs de confiance touche aussi bien l'offre que la demande avec seulement quelques exceptions : la Bulgarie pour la confiance des industriels et la Roumanie et la Lettonie en ce qui concerne le moral des ménages. **L'indicateur de confiance se trouve toutefois en zone de contraction dans toutes les composantes de l'enquête** sauf dans le cas des services en Pologne et en République Tchèque et du commerce de détail en République Tchèque. **L'enquête dans la construction brosse un tableau plus sombre** : la confiance se redresse dans très peu de cas (Hongrie et Estonie) ce qui confirme le retournement du cycle immobilier que subit actuellement la région.

D'autre part, les déséquilibres externes sont en cours de résorption rapide. La chute de la demande interne est allée de pair avec un brutal effondrement des importations qui a *de facto* réduit le besoin de financement extérieur. L'ajustement du solde courant (**graphiques en page 7**) a été spectaculaire dans les pays qui présentaient avant la crise les plus fortes vulnérabilités externes comme les pays Baltes.

Parallèlement, les marchés financiers qui bénéficient du recul de l'aversion pour le risque sont en plein essor (**graphique 2**), notamment depuis le mois de mars (+91,4% en moyenne). Ce mouvement s'est aussi accompagné d'un net resserrement des *spreads* de crédit, ce qui a permis d'améliorer les conditions d'accès aux financements externes. **Face à cette embellie conjoncturelle et financière, nous regarderons si la reprise est transitoire ou si nous sommes en présence d'une tendance de fond notamment à horizon 2011.**



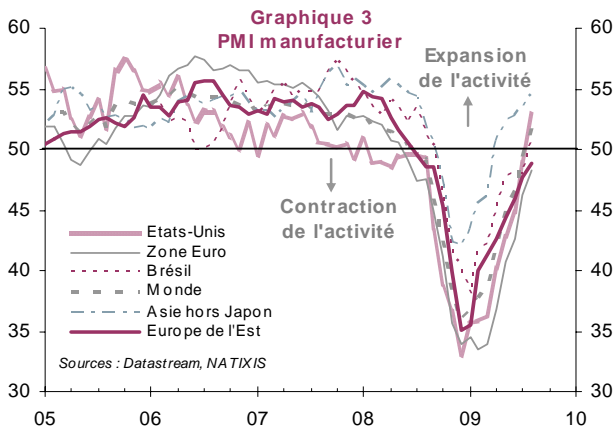
**La reprise se profile mais quelle forme aura-t-elle d'ici 2011 ?**

Le *policy mix* accommodant engagé dans la plupart des économies débouche enfin sur un redémarrage de l'activité à l'échelle planétaire. **Les indices PMI confirment ce rebond dans toutes les régions (graphique 3).**

Tableau 1. Europe Centrale et Orientale : Indicateurs de confiance\*

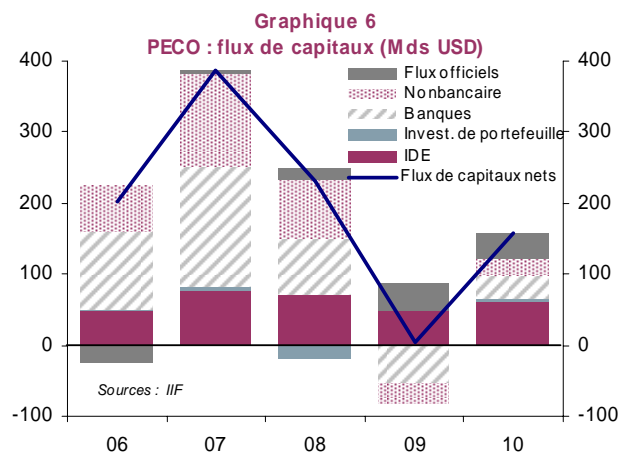
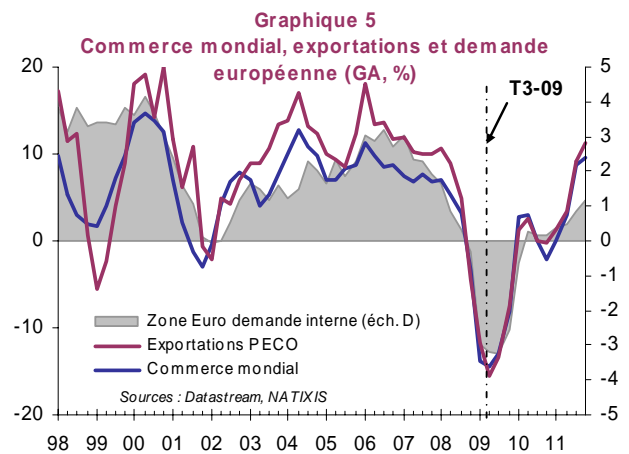
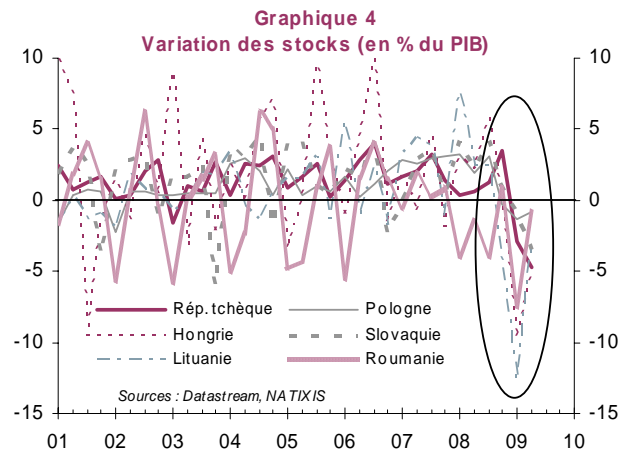
	Industriels			Ménages			Construction			Services			Commerce de détail		
	Mars	Août	Var.	Mars	Août	Var.	Mars	Août	Var.	Mars	Août	Var.	Mars	Août	Var.
Pologne	-28,4	-23,4	▲	-36,0	-20,1	▲	-38,8	-39,3	▲	-7,3	0,2	▲	-11,9	-5,1	▲
Hongrie	-35,1	-17,3	▲	-67,0	-57,1	▲	-54,8	-43,8	▲	-43,9	-35,9	▲	-41,1	-23,4	▲
Rép. tchèque	-32,5	-19,0	▲	-22,8	-16,6	▲	-21,0	-33,7	▲	11,8	6,4	▲	9,0	1,2	▲
Bulgarie	-9,6	-14,9	▲	-45,4	-42,2	▲	-29,5	-40,1	▲	1,1	-8,3	▲	-9,2	-15,3	▲
Roumanie	-16,7	-14,8	▲	-44,5	-45,9	▲	-31,9	-42,1	▲	-13,3	-15,1	▲	-10,0	-21,1	▲
Estonie	-39,1	-27,5	▲	-38,0	-29,4	▲	-75,0	-70,3	▲	-49,2	-37,6	▲	-43,6	-38,4	▲
Lettonie	-36,1	-27,5	▲	-51,4	-53,8	▲	-75,2	-76,5	▲	-43,8	-37,8	▲	-33,2	-26,3	▲
Lituanie	-34,4	-24,2	▲	-53,4	-48,4	▲	-84,8	-85,3	▲	-46,3	-34,8	▲	-50,5	-41,3	▲

Source : Commission Européenne (Indice compris entre -100 et 100)



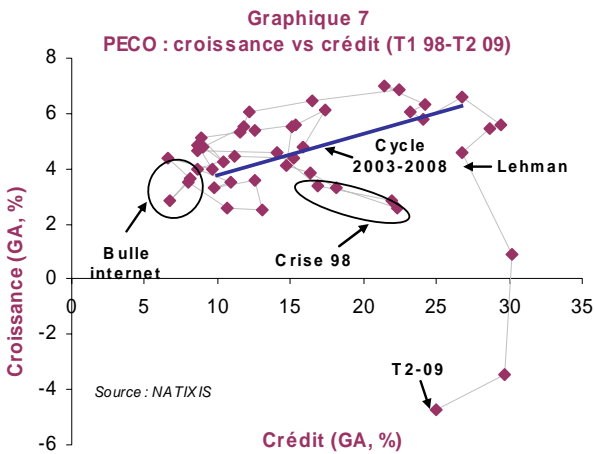
Pour autant, malgré un fort rebond en fin d'année, la croissance risque de fléchir mi-2010 en Europe Centrale et Orientale (graphique en première page). La concomitance de plusieurs facteurs pourrait entraîner une croissance en W sans qu'il y ait forcément double récession dans tous les pays :

- **Un retrait progressif des mesures de relance.** Le stimulus budgétaire devrait arriver à bout de souffle courant 2010. Ce phénomène touche les pays ayant adopté des dispositifs tels qu'une prime à la casse (République Tchèque, Slovaquie, Roumanie...) ou ne bénéficiant plus indirectement du soutien des dispositifs des autres pays.
- **Des effets techniques liés à la fin du déstockage.** Les entreprises semblent déstocker dans certains pays (graphique 4), ce qui devrait progressivement soutenir à court terme la croissance à travers un redémarrage de la production. La contribution positive des stocks à la croissance serait ensuite plus faible.
- **Une rechute des exportations** avec le tarissement du commerce mondial et en particulier de la demande européenne (graphique 5). Nous rappelons que celle-ci sera toujours en berne en 2010 avec la poursuite du recul de la consommation privée et de l'investissement en zone euro à respectivement -0,4% et -1,5% en GA. Les exportations vont toutefois rebondir à partir de 2011.
- **Un affaiblissement des flux de capitaux.** Après l'arrêt soudain des flux de capitaux qui a frappé l'Europe de l'Est (graphique 6), celle-ci pourrait faire les frais d'une nouvelle vague de défiance. Plusieurs chocs seraient donc susceptibles de déclencher un assèchement des flux de capitaux en 2010 : un choc exogène lié à des newsflows négatifs côté G7 en cas d'effritement de la consommation ou bien un choc endogène en cas de panique régionale (tensions bancaires, attaques spéculatives, pressions sur les dettes). En tout état de cause, nous restons persuadés qu'en 2011 le niveau de flux de capitaux ne dépassera pas celui d'avant-crise.

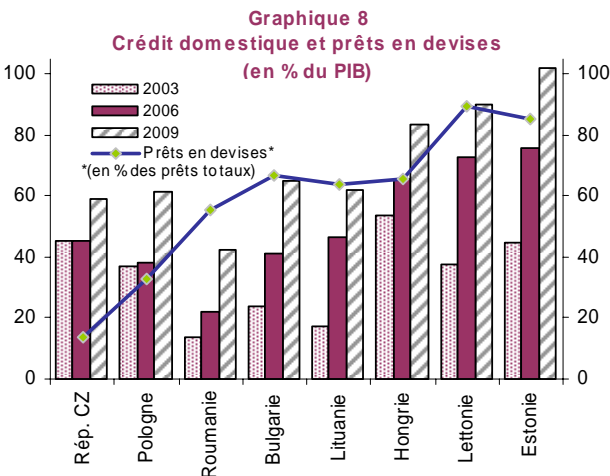


**Le manque de crédit réduit inéluctablement le potentiel de croissance**

Les PECO doivent en effet faire face à plusieurs difficultés latentes qui risquent de compromettre l'évolution de leur demande interne. **Après avoir tiré vigoureusement la demande interne et donc la croissance lors du cycle 2003-2008, le crédit domestique est en berne. Il recule au niveau régional depuis la faillite de Lehman et n'atteint que 24,9% en GA au T2 contre 29,6% au T1 09 (graphique 7).**



Le tableau est noir dans les Baltes où le crédit est en zone de contraction à -0,3% en GA en juin. Le crédit décélère vigoureusement en Europe du Sud-est depuis octobre 2008 et dans une moindre mesure en Europe Centrale<sup>1</sup>. Or, le désendettement des agents privés devrait continuer à horizon 2011 dans les pays fortement endettés. C'est notamment le cas de la Hongrie en Europe Centrale ou des pays Baltes (graphiques 8).



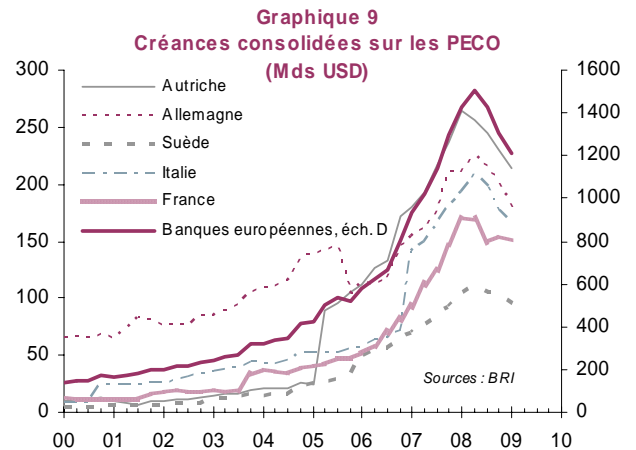
**D'autant plus que le risque bancaire demeure relativement soutenu à horizon 2011...**

A cette situation s'ajoutent plusieurs sources de contagion bancaire susceptibles de pénaliser l'octroi de crédit. La détérioration de la qualité du portefeuille bancaire sera très forte dans les pays Baltes et l'Europe du Sud-est, moindre dans le cas de l'Europe Centrale<sup>2</sup>. Il devrait en résulter une augmentation de pertes sèches pour les banques concernées (majoritairement européennes) et des conditions d'octroi de crédits relativement serrées. De plus, le fait qu'une part importante du financement octroyé au secteur privé soit libellée en devises étrangères exacerbe le risque de défaut.

<sup>1</sup> Le crédit s'élève en juin à 11,5% en GA en Europe du Sud-est et 11,8% en Europe Centrale contre respectivement 44,2% et 24,2% en octobre 2008.

<sup>2</sup> Voir à ce propos la note mensuelle de septembre 2009 « Les NEM sont-ils prêts à affronter une vague de créances douteuses ? ».

De nouvelles tensions sur les changes pourraient se révéler contreproductives pour les banques et en particulier les suédoises en cas de dévaluation dans les Baltes. **Les prêts non performants fortement corrélés aux variables de revenu (salaires et chômage) et de liquidité (taux d'intérêt) devraient toutefois se stabiliser en 2011.** Les pertes bancaires risquent d'être conséquentes pour les banques des pays les plus exposées (graphique 9). Il faut par ailleurs signaler que le risque bancaire a été relativement bien géré grâce notamment à l'intervention des instances internationales et à la poursuite du soutien des maisons-mères des banques européennes. De plus le *funding* des maisons-mères profite de plusieurs sources d'amélioration : détente des conditions de financement sous l'influence de la politique monétaire et non-conventionnelle, baisse des primes de risque...



**...et la demande interne aura peu de facteurs de soutien du côté des salaires, de l'emploi ou de la fiscalité**

La plupart des PECO devront faire face à d'importants ajustements en matière d'emploi (tableau 2).

**Tableau 2. Output gap et emploi**

	Output GAP			Emploi (GA, %)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Bulgarie	3,7	-2,0	-5,4	3,3	-2,2	-1,0
Rép. CZ	5,3	-0,7	-3,3	1,2	-1,7	-1,3
Estonie	3,3	-8,6	-10,3	0,2	-7,3	-3,3
Lettonie	6,6	-7,9	-10,6	0,7	-8,9	-3,3
Lituanie	7,6	-6,1	-11,7	-0,5	-7,7	-2,4
Hongrie	3,0	-3,7	-4,1	-1,2	-3,0	-2,0
Pologne	3,5	-1,5	-3,8	4,0	-2,3	-1,4
Roumanie	8,5	0,2	-3,0	0,3	-2,2	0,6

Source : Commission Européenne

Nous pensons toutefois que les salaires et l'emploi devraient redémarrer progressivement à partir de 2011. Mais la croissance manquera de dynamisme et ce d'autant plus qu'elle sera fortement handicapée par la hausse de la pression fiscale. En effet, les pays devront faire d'importants efforts afin de réduire leurs déséquilibres budgétaires et en particulier ceux qui veulent rapidement adopter l'euro (les Baltes et la Hongrie). **Au total, tout semble indiquer (désendettement, fiscalité...) que la croissance sera en W et bien inférieure à son potentiel en 2011.**

## Focus. Accords de confirmation : la conditionnalité est désormais accommodante

Huit pays d'Europe Centrale et Orientale se sont tournés depuis novembre 2008 vers les instances internationales pour assurer leur pérennité financière (tableau 1). Avec le Fonds Monétaire International (FMI) en tête de liste, et sous la forme d'Accords de confirmation (AC), cette région reste la plus secourue au monde avec un total de 60,1 Mds USD en prêts approuvés.

Tableau 1. Accords de confirmation approuvés par le FMI

Date	Pays	Montant (en Mds USD)	% PIB
05/11/08	Ukraine	16,4	14,3
06/11/08	Hongrie	15,7	13,2
23/12/08	Lettonie	2,4	8,8
12/01/09	Bielorussie	2,5	7,0
16/01/09	Serbie	0,4	1,0
04/05/09	Roumanie	17,1	10,9
15/05/09	Serbie	4,0	10,0
08/07/09	Bosnie-Herzég.	1,6	9,4

Source: FMI

### Encadre 1 : Accords de confirmation

La majeure partie des concours du FMI est fournie dans le cadre d'accords de confirmation. Ils ont pour objectif d'aider les pays à surmonter des difficultés temporaires de balance des paiements. Leur durée est en général de 12 à 24 mois et le remboursement normalement compris entre 3¼ et 5 ans. Les accords de confirmation peuvent être conclus à titre de précaution – le pays choisissant de ne pas effectuer de tirage sur le montant de ressources approuvé, tout en se réservant la possibilité d'y recourir si la situation se dégrade – aussi bien dans les limites normales que dans les cas d'accès exceptionnel. L'accord de confirmation donne de la souplesse pour l'étalement du décaissement, qui peut intervenir en début de période, le cas échéant.

Au moment de la signature de l'AC le pays a droit à un premier décaissement de son prêt, mais seuls la revue de programme et le respect des critères de conditionnalité<sup>3</sup> assurent les futurs décaissements (tableau 2). Bien que conforme aux spécificités de chaque pays, la conditionnalité repose sur quatre axes principaux: la politique de change, la politique fiscale et budgétaire, les réformes du gouvernement et les réformes du système bancaire.

Tableau 2. Accords de confirmation : Décaissements

Pays	1ère. tranche		2ème. tranche		3ème. tranche	
	Date	Montant (Mds USD)	Date	Montant (Mds USD)	Date	Montant (Mds USD)
Ukraine	11/05/08	4,5	05/08/09	2,8	28/07/09	3,3
Hongrie	11/06/08	6,3	25/03/09	3,19	23/06/09	1,9
Lettonie	23/12/08	0,826	27/08/09	0,279		
Bielorussie	01/12/09	0,788	29/06/09	0,679*	03/09/09	0,683
Serbie	16/01/09	0,353	15/05/09	0,788**		
Roumanie	05/04/09	6,6	21/09/209	2,727		
Bosnie-Herzeg.	07/08/09	0,282				

Source: IMF

\* A la fin de la 1ère révision, le FMI a augmenté son aide à la Bielorussie de 3,25 Mds USD

\*\* A la fin de la 2ème révision le FMI a augmenté de 4 Mds USD son aide à la Serbie

<sup>3</sup> Evalués par cinq éléments principaux: 1) les mesures préalables à la signature de l'accord, 2) les critères de réalisation (quantitatifs et structurels), 3) les repères structurels, 4) les clauses de consultation liées à l'inflation, et 5) les revues du programme.

Traditionnellement rigide à l'égard de ses contreparties, le FMI s'est lancé depuis mars 2009 dans une vague d'assouplissement de l'évaluation de ses mesures. Cette nouvelle flexibilité donne aux critères de conditionnalité un caractère accommodant (tableau 3). A chaque revue de programme le FMI : revoit ses prévisions sur les principaux indicateurs macroéconomiques, fixe des nouvelles cibles et ajuste les critères, généralement dans un cadre moins optimiste que ceux pris en compte dans l'accord initial. Ceci a favorisé la dynamique des déboursements des tranches de prêts. La forte dégradation des fondamentaux économiques explique donc l'accès de tolérance à l'égard des critères quantitatifs (niveau minimum de réserves internationales nettes, plafond pour la dette publique...). Cependant, dans certains pays (Ukraine, Roumanie...) l'indiscipline fiscale est notoire et l'avancée des réformes faible. La bonne nouvelle est que la souplesse du FMI devrait perdurer tant que la reprise mondiale demeure fragile.

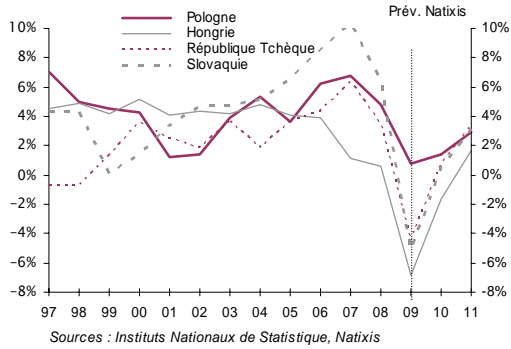
Tableau 3. Critères de conditionnalité.

Pays	Critères de conditionnalité
Ukraine	Engagement d'instauration d'un régime de change flexible et d'une stratégie d'intervention transparente. Alignement du taux de change change officiel avec la moyenne pondérée des transactions du marché de change de la journée précédente. Réduction du déficit budgétaire. Restaurer la confiance dans le système bancaire (modification de la législation bancaire).
Hongrie	Etablissement d'un plancher dans la balance primaire du gouvernement. Fixation d'un plancher de la variation des réserves de change nettes. Pas d'accumulation des arriérés du paiement de la dette extérieure. Plafond dans le stock de la dette Gouvernementale.
Lettonie	Ajustement du plafond du déficit fiscal de 5% à 13% du PIB après la révision du mois d'Août. Allocation d'un 1% additionnel du PIB pour le système de sécurité sociale.
Bielorussie	Ajustement de la parité du taux de change. Adoption d'un panier de devises et d'une bande plus large. Ajustement fiscal (réduction des prêts directs; maintenir l'objectif de l'équilibre budgétaire; maintenir une politique salariale prudente dans le secteur public). Réformes structurelles: libéralisation des prix et des salaires, réduction de la taille du gouvernement, dérégulation et privatisation.
Serbie	Plancher des actifs étrangers nets de la BNS. Plafond sur le déficit consolidé du gouvernement (les prévisions du déficit fiscal pour 2009 et 2010 ont augmenté à -3% et -2,5% respectivement). Plafond dans l'accumulation d'arriérés des paiements extérieurs du gouvernement. Cible d'inflation. Plafond dans les dépenses courantes du Budget.
Roumanie	Fixation d'un plancher de variation dans les actifs externes nets. Plafond des arriérés domestiques du gouvernement. Limiter les garanties du gouvernement. Non-accumulation d'arriérés de dette externe. Approbation par mesure d'urgence gouvernementale de mesures fiscales atteignant jusqu'à 1,1% du PIB (mesure préalable à la demande de l'AC). Effectuer des stress tests dans les banques pour mesurer le besoin de capital additionnel (mesure préalable à la demande de l'AC). Approbation de la modification de lois (loi bancaire, loi d'assurance de dépôts, loi de compensation publique, loi de responsabilité fiscale, loi des pensions).
Bosnie Herzégovine	Engagement à réduire le déficit public Restreindre les salaires publics. Sauvegarder le currency board.

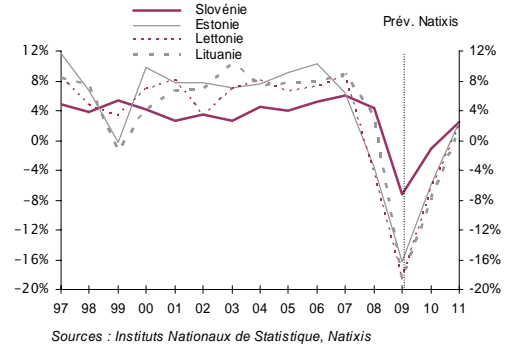
Source: FMI

**Principaux indicateurs :**

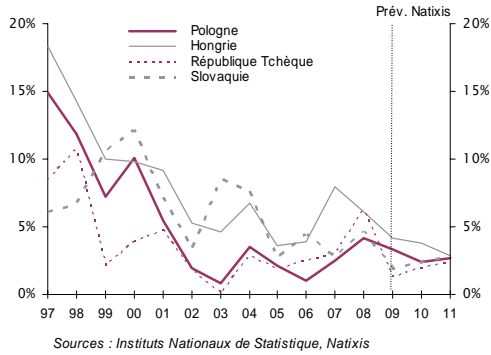
**Croissance du PIB (GA)**



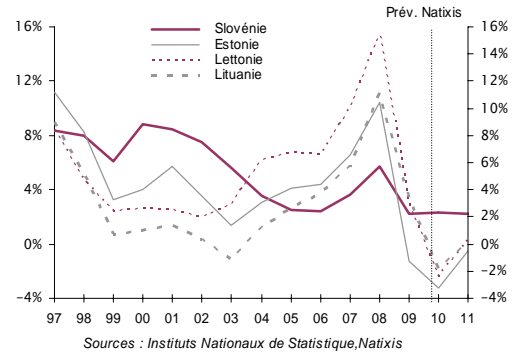
**Croissance du PIB (GA)**



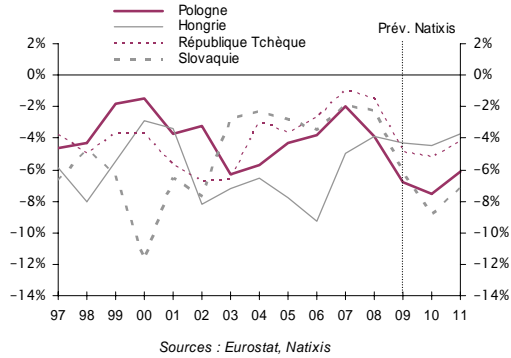
**Inflation (GA)**



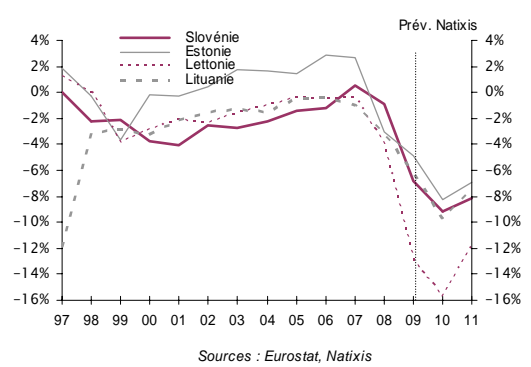
**Inflation (GA)**



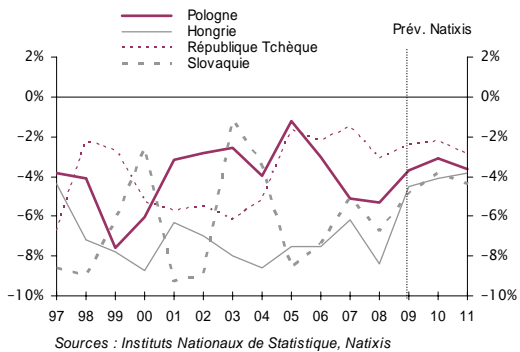
**Solde budgétaire (% du PIB)**



**Solde budgétaire (% du PIB)**



**Compte courant (% du PIB)**



**Compte courant (% du PIB)**

