



## Conseil économique et social

Distr. générale  
1<sup>er</sup> avril 2008  
Français  
Original : anglais

### Session de fond de 2008

New York, 30 juin-25 juillet 2008

Point 10 de l'ordre du jour provisoire\*

### Coopération internationale

## La situation économique en 2007-2008 dans la région de la Commission économique des Nations Unies pour l'Europe : Europe, Amérique du Nord et la Communauté d'États indépendants

### Résumé

Dans la région de la Commission économique des Nations Unies pour l'Europe (CEE), la croissance économique a diminué pour s'établir à 3,2 % en 2007, contre 3,6 % en 2006, mais c'est tout de même une performance remarquable par rapport à l'ensemble des grandes sous-régions. Chaque pays de la région a connu une croissance économique positive en 2007; cela avait également été le cas en 2006. L'ensemble de la région a bénéficié pendant quatre années consécutives d'une croissance réelle égale ou supérieure à 3 %. Cependant, le ralentissement de la conjoncture, qui s'est amorcé aux États-Unis d'Amérique au dernier trimestre 2007, devrait persister pendant la plus grande partie de l'année 2008 et s'étendre à la majeure partie de la région ainsi qu'au reste du monde. La croissance réelle dans la région devrait décliner pour s'établir à 2,1 % en 2008. Dans certaines parties de la région, les principaux points de faiblesses sont notamment la surévaluation des biens fonciers, la croissance rapide et éventuellement non viable du crédit, les importants déficits des comptes courants, l'inflation croissante et les tensions sur les marchés financiers.

Composée de 56 États membres, la CEE a représenté 53,5 % de la production réelle mondiale en 2007, en baisse par rapport aux 57,8 % de 1998. La seule sous-région de la CEE dont le poids dans l'économie mondiale se soit considérablement accru pendant la période à l'examen est celle de la Communauté d'États indépendants (CEI), dont la part en pourcentage de la production mondiale est passée de 3,4 à 4,5 %; plus de la moitié de cet accroissement est due à la part accrue de la Fédération de Russie. Les parts respectives de l'Allemagne et des États-Unis dans la

\* E/2008/100.



production mondiale ont diminué chacune de plus d'un point de pourcentage. Les tendances économiques de la région au cours de ces dernières années reflètent les tendances mondiales récentes en ce que les marchés émergents se sont développés beaucoup plus vite que les marchés des économies plus avancées. En 2007, la croissance réelle a atteint en moyenne 8,4 % dans la CEI, 5,3 % dans l'Europe du Sud-Est non intégrée à l'Union européenne, 6 % dans les nouveaux États membres de l'Union européenne, 2,7 % dans l'« ancienne » Union européenne des 15 d'avant 2004 et 2,2 % en Amérique du Nord.

Les États-Unis ont connu, à la fin de l'année 2007, une crise financière majeure qui, sans la réaction très agressive de la banque centrale et du Gouvernement des États-Unis et, à un moindre degré, des banques centrales et des gouvernements européens, aurait pu dégénérer en une crise financière parmi les plus désastreuses jamais connues à ce jour. On notera que cela s'est produit pendant une période de croissance économique exceptionnelle.

## **I. Vue d'ensemble de la situation économique de la région de la Commission économique des Nations Unies pour l'Europe**

### **A. Tendances à long terme**

1. La conjoncture économique générale au sein de la région de la Commission économique des Nations Unies pour l'Europe (CEE) a été assez favorable à la croissance et à la réduction de la pauvreté depuis 2002. Au cours des six dernières années, la croissance annuelle réelle a été en moyenne de 3 % dans la région Europe. Voyons les chiffres par sous-région : elle a été de 7,3 % dans la Communauté d'États indépendants (CEI), de 6,6 % dans l'Europe du Sud-Est non intégrée à l'Union européenne, de 5,1 % dans les 12 nouveaux États membres de l'Union européenne, de 2,6 % en Amérique du Nord et de 2 % dans l'« ancienne » Union européenne des 15. En 2007, avec une croissance réelle de 3,2 %, la région de la CEE se situait au-dessus de cette tendance, sous l'impulsion de la CEI (8,4), des 12 nouveaux États membres de l'Union européenne (6) et de l'Union européenne des 15 (2,7), mais en dessous de la tendance observée en Amérique du Nord (2,2) et dans l'Europe du Sud-Est non intégrée à l'Union européenne (5,3).

2. Sous l'effet conjugué de la mondialisation, de l'évolution technologique, des réformes du marché du travail et de structures fiscales moins progressives, les inégalités de revenus s'accroissent en Amérique du Nord et en Europe, en particulier dans les économies qui suivent un modèle davantage axé sur le marché. Au cours de la dernière décennie, la tranche de 1 %, ou celle de 0,1 %, des revenus les plus élevés a connu une très forte augmentation (par rapport aux salaires moyens). Aux États-Unis, par exemple, les revenus dans la tranche de 1 % ont plus que décuplé (238 %) entre 1979 et 2005 par rapport à ceux de 60 % en moyenne de la population (21 %). Dans les années 90, les inégalités se sont considérablement accentuées dans les économies en transition. Et si récemment, elles se sont stabilisées dans certains de ces pays, elles continuent de s'aggraver dans d'autres. Le fait que la mondialisation et l'évolution technologique affectent tous les pays ainsi que le creusement particulièrement disparate des inégalités donnent à penser que les facteurs institutionnels et le cadre d'action pour faire face à ces changements jouent un rôle important s'agissant d'enrayer l'exacerbation des inégalités.

3. La forte croissance enregistrée récemment dans les anciens pays à économie planifiée d'Europe de l'Est et de la CEI a marqué un tournant important, ces pays sortant d'une difficile phase de transition pour s'affirmer comme des pays à économie de marché. Cette mutation a été caractérisée par des baisses spectaculaires des revenus réels et par un creusement important des inégalités. Les baisses de revenu au début de la période de transition dans les 12 nouveaux États membres de l'Union européenne ont été moins importantes que pour les autres, et leur produit intérieur brut (PIB) est d'environ 50 % plus élevé que leur niveau de 1989 (avec des gains plus modestes pour la Bulgarie et la Roumanie); cependant, la plupart des États issus de l'ex-Yougoslavie (à l'exception de la Croatie et de la Slovénie) et des États de la CEI pauvres en ressources énergétiques ont un PIB réel moins élevé qu'en 1989, et on estime que le Moldova n'a plus qu'environ la moitié du revenu réel qu'il avait avant la transition. En Fédération de Russie, le PIB est quasiment à son niveau de 1989, alors que dans certains États de la CEI bien dotés en ressources énergétiques, notamment l'Azerbaïdjan, le Kazakhstan, le Turkménistan et

l'Ouzbékistan, les PIB sont nettement au-dessus des niveaux de 1989. Deux États de la CEI peu dotés en matières premières, à savoir l'Arménie et le Bélarus, ont eu des résultats plutôt satisfaisants.

4. La croissance qu'a connue la région au cours des six dernières années reposait sur une large assise, ce qui a aidé à réduire la pauvreté par un certain nombre de moyens, dont la création d'emplois, la création de recettes fiscales et, partant, de dépenses fiscales, et les hausses de salaires. Les créations d'emplois ont été particulièrement nombreuses dans de nouveaux États membres où elles s'étaient fait attendre pendant un certain temps malgré la forte croissance économique. En dépit de ces tendances globalement favorables, les inégalités restent assez importantes en Amérique du Nord et dans la CEI et s'accroissent dans les nouveaux États membres de l'Union européenne et dans de nombreux États d'Europe occidentale. Les pays nordiques continuent de tenir la vedette avec des modèles économiques capables de produire de la croissance dans des conditions d'égalité.

5. Cette forte croissance économique a permis de progresser quelque peu vers la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement dans les économies émergentes de la CEE. Cependant, il faudra plusieurs années avant de disposer de données fiables sur la plupart des indicateurs concernant les objectifs du Millénaire pour le développement; ainsi, on ne dispose pas encore d'une évaluation exhaustive et fiable des effets de la récente accélération de croissance sur les chances d'atteindre les cibles fixées dans le cadre de ces objectifs. Dans les économies plus pauvres, les problèmes liés à la pauvreté et à l'exclusion sociale ont une dimension régionale et ethnique importante. Les tendances concernant nombre des objectifs intéressant plus particulièrement la région, notamment ceux qui sont liés à la pandémie du SIDA et à l'épidémie de tuberculose, ne semblent pas être liées aux tendances observées en matière de revenu; l'infection par le VIH, par exemple, a plus que doublé dans la CEI depuis 2001, et ce malgré une forte croissance. Par conséquent, avec le ralentissement de la croissance et compte tenu du fait que certains indicateurs concernant les objectifs du Millénaire pour le développement sont invariants avec la croissance, il ne sera possible de réaliser de nouveaux progrès importants en vue d'atteindre les objectifs d'ici 2015 qu'en opérant des changements de politique plus radicaux dans un certain nombre de domaines.

6. La tendance à une réduction de l'écart de revenu et de productivité par habitant entre l'Europe et les États-Unis, qui a caractérisé presque toute la période écoulée depuis la Deuxième Guerre mondiale, s'est inversée dans les années 90 suite à un important gain de productivité aux États-Unis. Cette évolution a conduit l'Union européenne à lancer le programme de Lisbonne dont l'objectif était de réduire cet écart. À ce jour, cette initiative n'a que partiellement abouti. L'écart de revenu par habitant ne se creuse plus, mais ne se réduit pas non plus. La productivité horaire du travail dans l'Union européenne des 15 a augmenté ces derniers temps à un rythme légèrement inférieur à 1,5 %, ce qui correspond à peu près à ce qui avait été réalisé au cours de la dernière décennie. Des progrès ont été accomplis vers la réalisation d'objectifs spécifiques tels que l'accroissement du taux d'emploi de la main-d'œuvre, mais dans d'autres domaines tels que l'intensification de la recherche-développement, la situation ne s'est pas améliorée. Ces 20 dernières années, les dépenses consenties à la recherche sont restées à environ 1,8 % du PIB et ne se sont pas rapprochées de l'objectif de Lisbonne, à savoir 3 %. Aucun État membre de l'Union européenne n'a augmenté ses dépenses publiques au profit de la recherche-développement à hauteur de l'objectif de Lisbonne, soit 1 % du PIB.

## B. Évolution de la situation macroéconomique en 2007

7. En 2007, la croissance économique dans la région de la CEE s'est ralentie pour s'établir à 3,2 % contre 3,6 % en 2006 et devrait de nouveau fléchir en 2008 pour s'établir à 2,1 %. Ce fléchissement touche la presque totalité de la région, à l'exception de la CEI qui a enregistré un léger gain de croissance (en passant de 8,1 à 8,4 %) grâce à la forte croissance de 8,1 % en Fédération de Russie. L'Azerbaïdjan a poursuivi sur la voie d'une croissance exceptionnelle de 25 % en 2007, la plus forte au monde. L'Arménie et la Géorgie ont également eu une croissance à deux chiffres en 2007.

8. Le fléchissement de la conjoncture économique dans la région, qui s'est amorcé dans la seconde moitié de 2007, a été, pour l'essentiel, une conséquence du ralentissement de l'économie américaine provoqué par l'éclatement de la bulle immobilière et son cortège de problèmes financiers sur le marché des prêts hypothécaires. L'effondrement de la valeur et des perspectives de revente des titres représentatifs de créances hypothécaires aux États-Unis a été provoqué par la multiplication des défauts de remboursement sur les prêts hypothécaires à (haut) risque au moment où les prix du logement ont commencé à baisser, après une flambée des prix sans précédent tout au long des 10 années écoulées. Bien que les sûretés mobilières initialement touchées étaient généralement celles qui garantissaient les hypothèques américaines, les banques européennes, en particulier celles de l'Allemagne et de la Suisse, en avaient acheté des quantités considérables, de sorte que le problème financier s'est rapidement étendu à l'Europe et au-delà. L'incertitude quant à savoir qui était propriétaire des avoirs concernés et si les institutions financières qui les détenaient étaient solvables a provoqué une crise du crédit et une « ruée » classique sur les liquidités. En outre, les problèmes financiers se sont étendus à de nombreuses autres catégories d'avoirs par des canaux souvent inattendus et réputés sans danger. Ainsi le marché américain des obligations émises par les collectivités territoriales s'est trouvé perturbé par des préoccupations concernant le secteur de l'assurance des obligations. En outre, après que les participants au marché eurent pris conscience qu'ils avaient sous-estimé les risques que comportaient les avoirs à garantie hypothécaire, ils ont réévalué les risques liés à l'ensemble des avoirs, d'où une majoration de coût généralisée pour presque tous les risques. À la fin de 2007, les marges de taux d'intérêt, ou *spreads*, pour les emprunts garantis par l'État ont été élargies dans la plupart des marchés émergents de la CEE.

9. La forte croissance globale a accentué la pression sur les prix des produits de base, en particulier sur le pétrole, les métaux et les produits alimentaires; ces augmentations de prix ont commencé à être intégrées dans les prévisions d'inflation, et l'éventualité de revendications salariales a été prise en compte. Une baisse significative de la valeur du dollar des États-Unis a amplifié la hausse des prix sur les produits de base qui étaient évalués dans cette monnaie. L'évolution des prix sur les produits de base et des taux de change a entraîné un bouleversement important, à l'échelle mondiale, des termes de l'échange entre les économies avancées, c'est-à-dire essentiellement celles de la région de la CEE, et les pays en développement, qui se situent pour l'essentiel hors de cette région.

10. Dans les économies avancées de la CEE, le taux d'inflation est resté relativement faible au regard des normes historiques; cependant, étant donné les taux cibles extrêmement modestes (environ 2 %) qui ont été fixés par les banques

centrales de la région, il y avait lieu de craindre une inflation. Au début de 2008, l'inflation de base aux États-Unis et dans la zone euro se situait autour de 2,5 %, avec des pointes dépassant légèrement 4 % aux États-Unis et 3 % dans la zone euro. Cependant, dans la CEI, l'inflation reste relativement élevée (taux à deux chiffres) et s'est accentuée dans un certain nombre d'États du fait, d'une part, de la croissance monétaire liée aux opérations sur le marché des changes et, d'autre part, de la forte croissance du crédit dans leurs systèmes bancaires.

11. Les banques centrales des États de la CEE ont eu la difficile tâche de concilier une poussée inflationniste induite par l'apparition de tensions sur les marchés de produits de base et par le ralentissement de l'économie mondiale. Le retour de la stagflation des années 70 est une éventualité que l'on envisage de plus en plus sérieusement. La conjoncture économique n'étant pas la même partout, pas plus que leurs mandats, les diverses banques centrales ont réagi à cette situation chacune à sa façon. Face à la crise du crédit et au fléchissement de l'économie, la Réserve fédérale américaine a réduit de trois points les taux d'intérêt, les ramenant ainsi à 2,25 au début de 2008. La Banque centrale européenne, quant à elle, a adopté une position moins conciliante en maintenant les taux à 4 %. La Banque d'Angleterre a engagé une politique monétaire légèrement plus volontariste et réduit le taux d'intérêt d'un quart de point de pourcentage, le ramenant ainsi à 5,25 au début de 2008. Même si ces chocs n'ont pas touché l'Europe aussi durement que les États-Unis, l'actuelle situation macroéconomique met en contraste une gestion macroéconomique très active, telle qu'elle est pratiquée aux États-Unis, et une gestion plus passive et plus stable, telle que la pratiquent les Européens.

12. Malgré le fléchissement de la croissance vers la fin de 2007, le chômage a été relativement faible dans la plupart des pays grâce à la croissance soutenue des quatre dernières années. En janvier 2008, les chiffres du chômage dans la zone euro étaient à leur niveau le plus bas (depuis sa création), à savoir 7,1 %. Le chômage a notablement reculé dans les 12 nouveaux États membres, après avoir été assez élevé pendant un certain nombre d'années nonobstant la forte croissance économique. Le chiffre du chômage pour le mois de janvier (4,8 %) était relativement faible aux États-Unis, même si l'emploi total a diminué dans les deux premiers mois de 2008.

13. La forte croissance enregistrée récemment a permis d'améliorer l'équilibre budgétaire des 27 États membres de l'Union européenne. Cependant, les déficits demeurent et, compte tenu des problèmes démographiques auxquels ces économies seront confrontées à terme, il serait approprié de se fixer comme objectif à long terme un excédent budgétaire. Les pays de la CEI richement dotés en ressources énergétiques et présentant, dans l'ensemble, des budgets bien équilibrés ont augmenté leurs dépenses à mesure qu'ils réorientaient leur politique économique pour passer d'une stratégie d'accumulation de réserves à une stratégie de soutien de la croissance intérieure

### **C. Prévisions et points de faiblesse**

14. Il est probable que la croissance économique dans la région de la CEE tombe à 2,1 %, contre les 3,2 % enregistrés en 2007. De même, toutes les sous-régions de la CEE devraient connaître un déclin important. Selon les données disponibles au début de 2008, il n'est pas possible de dire de manière certaine si les États-Unis sont en récession ou sur le point d'y entrer. Néanmoins, on s'attend à ce que l'économie

américaine réagisse aux impulsions données sur le plan monétaire, fiscal et du taux de change, avec un début de redressement dans la seconde moitié de 2008. On prévoit que la croissance sera inférieure à la tendance dans la plupart des pays d'Europe occidentale (1,7 %) et d'Amérique du Nord (0,9 %), et la croissance, tout en restant inférieure à la tendance, devrait être relativement soutenue dans la CEI (7,1), dans les 12 nouveaux États membres de l'Union européenne (5,1) et dans l'Europe du Sud-Est non intégrée à l'Union européenne (4,2). Seuls quelques pays devraient connaître en 2008 un gain de croissance par rapport aux niveaux de 2007; parmi ces pays figure la Hongrie, qui a connu un fléchissement significatif en 2007 suite à un rééquilibrage budgétaire.

15. Nombre d'États de la CEE ont des déficits importants de la balance courante. Même si, dans le monde, 85 États avaient une balance courante déficitaire (en 2006), les 36 États de la CEE représentaient 91,3 % du total mondial des déficits de la balance courante. Si on prend uniquement les pays émergents et en développement, 25 États de la CEE représentaient 61 % du déficit total des marchés émergents. La situation est sans doute similaire pour 2007 et 2008.

16. Il y a diverses raisons expliquant pourquoi la région de la CEE enregistre les plus lourds déficits de la balance courante, mais compte tenu du fait que les taux d'investissement se situent pour l'essentiel à des niveaux normaux, il faut chercher la principale explication dans le fait que le niveau de l'épargne est anormalement faible. Cette faiblesse n'est pas due spécialement aux importants déficits publics, même si ces derniers y ont contribué, mais s'explique plutôt par le faible niveau de l'épargne privée, dû à diverses raisons, notamment la flambée des prix sur les biens ainsi que la facilité d'accès au crédit. Le crédit total du système bancaire sur de nombreux marchés émergents de la CEE a augmenté de plus de 30 % par an en 2006 et 2007, et cette forte croissance du crédit est étroitement corrélée à l'ampleur des déficits actuels de la balance courante, qui ont néanmoins permis à la région de consommer et d'investir beaucoup plus qu'elle ne produit.

17. Cet emprunt étranger est, pour l'essentiel, incompatible avec certains fondamentaux économiques propres à la CEE. Presque tous les pays de cette région, à l'exception des pays d'Asie centrale, demeurent confrontés au problème du vieillissement de la population, et nombre d'entre eux verront leur population décroître. De ce fait, le ratio des travailleurs aux personnes à charge devrait diminuer dans les décennies à venir. Cette tendance a d'importantes incidences sur les taux d'épargne souhaités, la politique budgétaire et la croissance à long terme. Face à cette situation, une approche économique pratique consisterait à prêter maintenant au reste du monde et à rapatrier cette épargne plus tard (comme au Japon, par exemple); cependant, la plupart des États de la région font exactement le contraire. Comme l'option consistant à permettre de continuer de consommer grâce à des apports financiers extérieurs n'est pas exploitée, il faudra bien, face au problème du vieillissement de la population, entreprendre des réformes volontaristes permettant de financer les fonds de pension et les systèmes de soins de santé et de mettre en place des programmes de promotion de la formation tout au long de la vie. Les excédents budgétaires pourraient constituer un supplément d'épargne nationale.

18. Une importante composante du financement des déficits de la balance courante de la nouvelle Europe consiste à favoriser d'importants apports en investissement étranger direct. En 2006, l'investissement étranger direct a représenté en moyenne 4,9 % du PIB de la nouvelle Europe, et les grandeurs ont été similaires dans chaque

sous-région, avec des taux légèrement plus élevés dans les 12 nouveaux États membres de l'Union européenne (6,3 %) et un taux plus faible (3,1 %) en Fédération de Russie. Dans l'Europe du Sud-Est non intégrée à l'Union européenne, l'investissement étranger direct a atteint 4,7 % (mais il était de 9,4 % si l'on exclut la Turquie). Il est préoccupant que, dans certains cas, un important pourcentage de l'investissement étranger direct ait bénéficié au secteur de l'immobilier.

19. Cette politique consistant à compter sur des apports de capitaux extérieurs et les déficits correspondants de la balance courante ont créé suffisamment de points de faiblesse pour certains marchés émergents de la CEE, en particulier ceux où des arrangements monétaires excluent l'option d'une dépréciation. Le pourcentage important de prêts libellés en devises dans un certain nombre d'États complexifie les risques. Ceux qui appliquent des taux de change flexibles ont observé une volatilité accrue; par exemple, par rapport à l'euro, la lire turque a perdu 19 %, le leu roumain 5 % et la couronne islandaise 20 % au cours des trois premiers mois de 2008. La plupart des États de la CEI continuent d'avoir un panier très concentré de produits d'exportation, ce qui les expose à une plus grande instabilité potentielle que si leur panier était plus diversifié.

20. Un certain nombre de pays en transition ont des apports importants sous forme de rapatriement de salaires. Dans certains cas, notamment l'Albanie, l'Arménie, la Bosnie-Herzégovine, le Kirghizistan, le Moldova, la Serbie et le Tadjikistan, ces apports sont assez considérables puisqu'ils représentent plus de 10 % du PIB. L'Azerbaïdjan, la Bulgarie, la Géorgie, l'ex-République yougoslave de Macédoine, l'Ouzbékistan, et la Roumanie reçoivent des rapatriements de salaires représentant plus de 3 % de leur PIB. Des apports de cette ampleur ont un effet notable sur les revenus des familles, qu'ils aident à préserver de la pauvreté, et sur le financement des entreprises familiales. Les données relatives aux rapatriements de salaires dans l'Europe du Sud-Est non intégrée à l'Union européenne et dans la CEI ne sont pas de bonne qualité et sujettes à un degré d'incertitude; dans certains cas, les rapatriements de salaires représentent deux fois le volume habituellement signalé. Ces apports ont été importants, mais nettement moins en Fédération de Russie, en Turquie et dans les 12 nouveaux États membres de l'Union européenne.

21. Pas tous les États de la CEE ont des déficits de la balance courante. Ceux qui exportent des quantités importantes de ressources non renouvelables utilisent leurs excédents pour maintenir la consommation grâce au cycle de fixation des prix sur les produits de base et pour assurer l'équité intergénérationnelle. C'est le cas de la Norvège et de la Fédération de Russie; l'Azerbaïdjan et le Kazakhstan commencent à entrer dans cette catégorie.

## **II. Europe**

### **A. Évolution de la situation macroéconomique**

22. En 2007, la croissance économique a été relativement forte en Europe si l'on compare avec des périodes récentes et avec les États-Unis, qui ont pris du retard au cours de la décennie écoulée. Cela tient dans une large mesure à des considérations cycliques concernant l'expansion économique, qui s'est modérée aux États-Unis avant celle de l'Europe. Il est plus difficile de dire avec certitude si les réformes structurelles que l'Europe a entreprises pour améliorer ses perspectives de

croissance à long terme ont eu un effet notable. Par exemple, les projections de croissance actuelles pour 2008 et 2009 montrent que la croissance dans la zone euro sera inférieure au taux moyen enregistré pour la période 1995-2006. Les projections à moyen terme prévoient pour la zone euro une croissance économique moyenne de 1,9 % par an pour la période 2007-2013, soit un niveau légèrement inférieur à la décennie précédente et nettement inférieur à l'estimation de croissance pour les États-Unis, à savoir 2,8 %.

23. Avec 2,7 et 2,6 %, respectivement, pour l'année 2007, la croissance au sein de l'ancienne Union européenne des 15 et de la zone euro a été tout à fait convenable, mais elle a nettement fléchi vers la fin de l'année; dans le quatrième trimestre 2007, elle était de 0,4 % dans la zone euro, soit la moitié seulement du taux de croissance enregistré pour le troisième trimestre. Pour 2008, on prévoit une croissance de 2,1 % pour l'Union européenne des 27, de 1,7 % pour l'Union européenne des 15, et de 1,7 % pour la zone euro. Les nouveaux États membres de l'Union européenne devraient continuer de bénéficier d'une croissance largement deux fois plus élevée que celle des pays d'Europe occidentale.

24. Le taux de chômage pour l'Union européenne a été de 6,8 % en janvier 2008, en baisse par rapport aux 7,5 % enregistrés une année plus tôt. Le chômage est resté à environ 9 % pendant la plus grande partie des années 2003 et 2004, après quoi s'est amorcée une phase de déclin lent et continu. Le chômage était à 7,1 % dans la zone euro en janvier 2008, en baisse par rapport aux 7,7 % enregistrés une année plus tôt. En France, le taux de chômage (d'après des données de l'OIT), qui avait été à deux chiffres pendant la majeure partie des années 90, a reculé au dernier trimestre 2007 pour s'établir à 7,5 %, le meilleur chiffre des 25 dernières années. Le chômage a nettement diminué dans les nouveaux États membres, après être resté à un niveau assez élevé pendant plusieurs années malgré une forte croissance économique. D'importantes baisses du taux de chômage ont été observées en 2007 en Pologne, où il est passé de 11,1 à 8,6 %, ainsi qu'en Bulgarie et en Lituanie, où le taux de chômage a chuté de 1,6 point de pourcentage. Cependant, le taux de chômage a augmenté de plus d'un point de pourcentage en Estonie et est encore à deux chiffres en Slovaquie. Du fait de l'importante émigration pour le travail vers les économies plus avancées, un certain nombre de nouveaux États membres ont été confrontés à une pénurie de travailleurs qualifiés. Le chômage reste assez faible dans plusieurs États d'Europe occidentale non intégrés à l'Union européenne; le taux de décembre 2007 (normalisé par l'Organisation de coopération et de développement économiques) était de 0,8 % en Islande, de 3,5 % en Suisse et de 2,4 % en Norvège.

25. Le taux d'inflation prévu pour 2008 au sein de l'Union européenne des 27 est de 2,9 %, les taux les plus élevés étant attendus dans les nouveaux États membres; au début de 2008, la Bulgarie et les États baltes avaient un taux d'inflation à deux chiffres. Dans la zone euro, le taux d'inflation était à 3,5 % (en un an) en mars 2008, soit son niveau le plus élevé depuis l'introduction de l'euro, et devrait s'établir à 2,8 % pour l'année 2008. Le taux varie considérablement d'un pays à l'autre de cette zone, les taux les plus élevés étant enregistrés dans les tout nouveaux États membres. L'inflation énergétique et alimentaire, qui reflète les tendances des cours mondiaux, a été particulièrement forte. Depuis la création de la zone euro, l'inflation y est généralement supérieure ou légèrement inférieure au taux cible de la Banque centrale européenne, à savoir 2 %. Avec un taux de 0,7 % en 2007, l'inflation reste faible en Suisse, même s'il a augmenté dans les derniers mois de la même année, et devrait plus que doubler en 2008.

26. L'économie de l'Islande a été soumise à des tensions financières considérables en 2007 et au début de 2008 à cause du taux d'intérêt excessivement élevé (15 %), nécessaire pour soutenir la couronne islandaise contre l'important déficit de la balance courante nationale, à savoir 16 % du PIB en 2007. La monnaie s'est dépréciée de 23 % par rapport à l'euro entre la mi-novembre 2007 et la mi-mars 2008. La forte croissance du crédit a été un facteur fondamental dans la mesure où les avoirs bancaires ont augmenté pour passer d'environ 100 % du PIB en 2000 à près de 1 000 % en 2008.

## **B. Évolution sur le plan institutionnel**

27. L'Union européenne est passée à 27 membres en 2007 avec l'intégration de la Bulgarie et de la Roumanie. Cet élargissement a porté sa population à 495 millions d'habitants, soit 65 % de plus que celle des États-Unis. Le PIB fondé sur le marché dépasse désormais de 10 % celui des États-Unis, tandis que la parité de pouvoir d'achat (PPA) du revenu par habitant représente environ les deux tiers de la PPA aux États-Unis. Environ deux tiers des échanges commerciaux des États européens s'opèrent à l'intérieur de l'Union européenne. L'Union européenne continue d'adopter des politiques visant à accroître l'intégration en son sein. Au début de 2008, elle a élargi les perspectives de reconnaissance mutuelle de normes relatives aux produits, un principe qui devrait accroître les échanges internes à l'Union européenne pour environ 25 % des produits qui n'étaient pas couverts auparavant.

28. Les régions de l'Union européenne où le revenu par habitant est inférieur à 75 % de la moyenne de l'Union bénéficient de cofinancements pour certains projets d'investissement par prélèvement sur plusieurs fonds de l'Union européenne. Les nouveaux États membres de l'Union européenne devraient recevoir une moitié de ces fonds, dont les transferts représenteront 2,5 % de leur PIB pendant la période de planification 2007-2013. Ces transferts, qui favorisent l'investissement et la croissance à long terme, contribuent toutefois à accentuer la surchauffe de l'économie dans certains de ces États.

29. Dans les nouveaux États membres, la PPA du revenu par habitant représente désormais 56 % de la moyenne de l'Union européenne des 27, et la convergence entre ces États s'opère à raison d'un peu plus d'un point de pourcentage par an; ce taux est légèrement supérieur à celui enregistré au cours des deux ou trois dernières décennies par les membres de l'Union européenne appartenant à l'Europe du Sud. Chypre et la Slovaquie, les deux États les plus riches parmi les nouveaux membres de l'Union européenne, ont désormais un revenu par habitant supérieur à celui du Portugal, l'État le plus pauvre de l'Union européenne des 15.

30. La zone euro s'est élargie en passant à 15 membres en 2008 avec l'accession de Chypre et de Malte, qui sont entrés dans cette zone avec les mêmes taux de change que lorsqu'ils ont rejoint le Mécanisme de taux de change II en mai 2005. Ces deux États sont modestes et n'altèrent pas de manière significative les caractéristiques économiques de la zone euro. La date d'accession par la plupart des autres nouveaux États membres de l'Union européenne est repoussée en raison des difficultés qu'ils rencontrent pour satisfaire aux critères de Maastricht; seule la Slovaquie devrait remplir les conditions d'adhésion dans les prochaines années (janvier 2009). Parmi ces critères, le taux cible par l'inflation a été particulièrement problématique et a été fixé à un niveau particulièrement élevé dans les nouveaux

États membres ayant des taux de change fixes ou des offices monétaires. Ramener les déficits publics en dessous du seuil de Maastricht, à savoir 3 % du PIB, reste une tâche difficile pour certains nouveaux États membres de l'Union; le problème n'est généralement pas lié à des dépenses publiques excessives – encore que des réformes soient requises – mais au faible niveau des recettes publiques.

### **C. Faiblesses financières**

31. Étant donné la baisse des prix du logement aux États-Unis, amorcée en 2007, et les problèmes financiers associés, on s'inquiète pour les marchés européens du logement du fait que l'enchérissement qu'on a observé dans certains pays d'Europe était encore plus important qu'aux États-Unis. Les prix du logement ont considérablement augmenté en Europe occidentale et orientale au cours des cinq dernières années, mais il semble que la période d'enchérissement rapide soit arrivée à son terme dans la seconde moitié de 2007. Même si la situation concernant les biens à usage commercial est restée saine pendant presque toute l'année 2007 dans de nombreux États d'Europe de l'Est et du Sud-Est, on s'attend à des faiblesses dans ce secteur dans le courant de 2008.

32. Le secteur bancaire européen semble moins exposé que celui des États-Unis à une crise financière du fait qu'il n'accordait pas de prêts hypothécaires aux emprunteurs à risque ayant un faible revenu ou des antécédents d'endettement. À l'inverse des États-Unis, les propriétaires européens d'un logement sont redevables de l'excédent de la dette sur la valeur du bien hypothéqué s'il le restitue à la banque, de sorte qu'ils ont davantage intérêt à continuer de rembourser. En Espagne également, où l'immobilier est tendu, les banques ont créé quelques postes hors bilan pour leurs prêts hypothécaires à risque.

## **III. Europe du Sud-Est non intégrée à l'Union européenne**

### **A. Évolution de la situation macroéconomique**

33. En 2007, malgré la grande incertitude qui entoure l'accession future de la plupart de ces États à l'Union européenne et malgré la persistance d'une certaine instabilité politique, la croissance économique et l'investissement étranger sont restés satisfaisants dans cette région, même s'ils n'ont pas atteint les niveaux de ces dernières années. L'Europe du Sud-Est connaissait une croissance plus forte que celle des nouveaux États membres, mais en 2007 elle est passée, pour la première fois depuis 2001, en dessous du taux de croissance des 12 nouveaux États membres, lorsque la Turquie a traversé une crise monétaire. La croissance réelle en Europe du Sud-Est a été de 5,3 % en 2007, une part importante de ce fléchissement étant due au ralentissement de la croissance en Turquie, qui s'est établie à 5,1 %. Cependant, la Turquie a révisé ses procédures d'estimation du PIB au début de l'année 2008 de manière à avoir des données plus précises sur l'activité de son économie informelle. À la suite de cette mesure, son PIB s'est retrouvé accru d'environ un tiers.

34. L'Europe du Sud-Est (sauf la Turquie) reçoit des montants considérables au titre de l'aide publique au développement; ces apports sont beaucoup plus importants que ceux que l'on attendrait compte tenu du revenu par habitant. Cependant, la part que représentent ces apports en pourcentage du PIB a chuté,

passant de 6 % en 2000 à un peu plus de 2 % en 2006. L'Europe du Sud-Est (sauf la Turquie) a bénéficié d'un apport financier supplémentaire assez important sous forme de rapatriements de salaires, évalué à plus de 9 % du PIB en 2006.

## **B. Aspects institutionnels**

35. Le Conseil de coopération régionale « propre à la région » a été institué au début de 2008 en remplacement du Pacte de stabilité pour l'Europe du Sud-Est, qui avait été créé en 1999. Ce groupe comprend tous les États de l'Europe du Sud-Est (sauf la Turquie), plus la Bulgarie, la Roumanie et le Moldova. Tous les États de l'Europe du Sud-Est (sauf la Turquie), plus le Moldova, ont également adhéré à l'Accord de libre-échange d'Europe centrale.

36. Le processus de transition n'est pas encore achevé dans une grande partie de l'Europe du Sud-Est, où se poursuit le processus de privatisation d'entreprises publiques. En février 2008, la Serbie a annoncé la privatisation programmée sur trois ans de 44 milliards de dollars des actifs publics dans les domaines des télécommunications, de l'approvisionnement en énergie électrique, des produits pharmaceutiques, des transports aériens et des aéroports.

37. La Croatie devrait devenir le vingt-huitième membre de l'Union européenne en 2010; l'ex-République yougoslave de Macédoine et la Turquie sont également des candidats à l'entrée dans l'Union européenne, mais des incertitudes subsistent quant à leur adhésion et à la date d'adhésion. Le revenu par habitant de la Croatie est nettement supérieur à celui de la Bulgarie et de la Roumanie, qui sont déjà membres de l'Union européenne. L'Albanie et le Monténégro ont signé des accords de stabilisation et d'association avec l'Union européenne; c'est l'accord de base que signent les pays en passe d'être candidats. Des progrès ont été accomplis dans la conclusion d'un accord de stabilisation et d'association avec la Bosnie-Herzégovine. Le Kosovo a déclaré son indépendance en faisant sécession d'avec la Serbie en février 2008. Cette nouvelle situation peut entraîner une réduction de la coopération économique et politique dans la région et, en fin de compte, ralentir, voire faire capoter le projet de la Serbie d'adhérer à l'Union européenne.

## **IV. Amérique du Nord**

### **A. Évolution de la situation macroéconomique**

38. En 2007, les États-Unis ont eu une croissance réelle de 2,2 %; cependant, un déclin important est survenu vers la fin de l'année, où la croissance au quatrième trimestre n'a été que de 0,2 %. Ce ralentissement de la croissance aux États-Unis a été induit par une baisse de l'investissement dans le logement, qui a commencé à décliner au début de 2006 pour chuter à chaque trimestre jusqu'à la fin de 2007. Si les estimations concernant une nouvelle baisse au premier trimestre 2008 se confirment, ce sera la plus longue période de déclin de l'investissement dans le logement aux États-Unis des 50 dernières années. La croissance réelle devrait stagner pendant la première moitié de 2008, puis repartir nettement dans la seconde moitié lorsque les impulsions données sur le plan monétaire, budgétaire et du taux de change commenceront à produire leur effets, et la croissance devrait se situer cette année à un peu moins de 1 %.

39. La réponse politique au ralentissement prévu aux États-Unis a été rapide et de grande envergure. Le taux cible fixé pour les fonds fédéraux des États-Unis a été ramené de 5,25 % à l'été 2007 à 2,25 % à la mi-mars 2008 (y compris deux baisses d'une ampleur exceptionnelle : trois quarts de point). Cependant, cet assouplissement des taux d'intérêt à court terme n'a pas eu un impact important sur le taux d'intérêt moyen pour les hypothèques classiques d'une durée de 30 ans. Cette mesure, néanmoins, devrait limiter le réajustement des taux d'intérêt pour les hypothèques à taux révisable et stimuler l'économie dans d'autres secteurs pour compenser la faiblesse du secteur du logement. La Réserve fédérale a également mis en œuvre une politique permettant aux banques d'emprunter (à son instrument de refinancement à court terme, appelé *Term Auction Facility*) en prenant comme garantie des actifs de qualité inférieure (par exemple, des titres hypothécaires non négociables) à ce qui était autorisé auparavant. En février, il a été procédé, d'une manière assez volontariste, à une injection budgétaire de 170 milliards de dollars (environ 1 % du PIB); deux tiers de cette injection ont consisté en abattements fiscaux pour les consommateurs et le reste en incitations fiscales pour des investissements industriels et commerciaux.

40. Le Gouvernement des États-Unis a également opéré un certain nombre de changements en matière de réglementation pour aider à stabiliser son marché du logement et son marché hypothécaire. Une mesure particulièrement importante a consisté à relever les limites maximales du montant des hypothèques que Fannie Mae et Freddie Mac pourraient acheter. D'autres modifications ont été apportées aux règlements à l'effet de réduire les fonds de roulement dont ont besoin ces deux financiers d'hypothèques parrainés par l'État, leur permettant ainsi d'acheter des hypothèques pour 200 milliards de dollars de plus. L'Administration fédérale du logement a également augmenté le nombre d'hypothèques qu'elle assure.

41. En 2007, le taux d'inflation aux États-Unis est passé à 4,1 % pour l'indice des prix à la consommation et à 2,4 % pour l'inflation sous-jacente; d'une manière générale, les taux ont légèrement augmenté dans la dernière partie de l'année. En janvier 2008, les prix à la consommation ont augmenté de 4,3 % par rapport au niveau enregistré une année plus tôt. Les prix à l'importation, qui ne laissaient guère de marge pour relever les prix, ont commencé à augmenter vers la fin de l'année. Parmi les composantes à croissance rapide du taux d'inflation sous-jacent, on peut citer les soins de santé, qui ont renchéri de 5,2 %, et l'éducation qui, elle, a augmenté de 5,6 %. C'est le taux d'inflation le plus élevé jamais enregistré aux États-Unis depuis 17 ans.

42. Les États-Unis ont eu un important déficit de la balance courante pendant plus d'une décennie, et une dépréciation réelle du dollar est le seul mécanisme permettant de le ramener à un niveau plus durable tout en maintenant le plein-emploi. Bien que le dollar ait été progressivement poussé à la baisse, la crise du crédit, en provoquant une réduction significative des taux d'intérêt américains, a entraîné une forte dépréciation du dollar au début de 2008. C'est le différentiel de taux de change favorable au dollar qui a permis en partie de soutenir cette monnaie. En mars 2008, le dollar des États-Unis avait baissé de 10 %, après pondération selon les échanges, par rapport à l'année précédente et de près de 25 % depuis 2002; par comparaison avec le panier des principales monnaies, il est descendu à son taux le plus bas depuis qu'on a laissé le dollar fluctuer librement en 1973. Il semble que l'euro, en atteignant 1,59 dollar en mars 2008, a dû supporter une part disproportionnée de l'ajustement, alors que les monnaies asiatiques ne se sont que

modestement appréciées par rapport au dollar. Une nouvelle dépréciation, organisée et combinée avec l'appréciation des monnaies asiatiques, contribuera à atténuer le problème des déséquilibres mondiaux. Étant donné qu'il existe, dans le monde entier, des quantités considérables d'actifs et de passifs libellés en dollars des États-Unis, une dégringolade du dollar induit des redistributions importantes des richesses et revenus à l'échelle mondiale. Cependant, une forte chute du dollar entraînerait probablement une volatilité nettement accrue de nombreuses autres catégories d'actifs et pourrait avoir un impact négatif sur les marchés financiers et la croissance mondiale.

43. En 2007, la croissance de l'emploi aux États-Unis est tombée à 95 000 emplois par mois, contre 175 000 en 2006. Néanmoins, le chômage y est resté relativement faible, fluctuant entre 4,4 % en décembre 2006 et 5 % en décembre 2007. L'emploi total dans l'économie américaine a diminué de 85 000 emplois dans les premiers mois de 2008; le secteur privé a perdu 127 000 emplois. Les pertes d'emplois ont été concentrées dans le secteur des activités manufacturières et de la construction, alors que le secteur des soins de santé, le secteur public et la restauration sont en train de gagner de nouveaux emplois. Un pourcentage exceptionnellement élevé (17 %) de sans-emploi sont restés au chômage pendant plus de six mois; il s'agit de plus en plus de cols blancs issus du « college ». Près de 500 000 travailleurs « découragés » ont quitté le marché du travail dans les deux premiers mois de 2008 et ne sont donc plus considérés comme des sans-emploi. Lors de la reprise économique de 2001-2007, l'emploi n'a augmenté que de 5,5 %, contre plus de 20 % à chacune des deux précédentes reprises. Le revenu horaire réel moyen a diminué en 2007 alors que les revenus ont augmenté de 3,7 % en décembre 2007 (sur un an); en revanche, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 4,4 % pendant la même période. Le revenu médian réel avant impôt d'une famille américaine était inférieur en 2007 à ce qu'il était à la fin de la dernière reprise économique, en 2000.

44. Aux États-Unis, la productivité horaire du travail n'a augmenté que d'environ 1 % en 2007, un chiffre similaire à celui de 2006; ces augmentations sont inférieures à la moitié du taux obtenu au cours de la décennie précédente (1995-2005).

45. Au Canada, la croissance économique réelle a été de 2 % en 2007, après avoir considérablement fléchi vers la fin de l'année, la croissance n'ayant pas dépassé 0,2 % au quatrième trimestre. On prévoit pour 2008 une croissance de 1,4 %. Le dollar canadien s'est apprécié de 77 % par rapport au dollar des États-Unis entre 2002 et la fin de 2007, du fait de la concentration de ses exportations sur les produits de base; depuis lors, il a diminué de 10 % et était à parité en mars 2008. L'actuel excédent commercial canadien devrait se réduire en 2008 du fait de l'appréciation du dollar canadien et du ralentissement de l'économie des États-Unis, qui achète trois quarts des exportations canadiennes. Les exportations de bois d'œuvre, qui représentaient 8,3 % des exportations canadiennes en 2006, marquent un net recul du fait de la contraction du marché du logement aux États-Unis et au Canada. Le chômage, dont le taux s'est établi à 5,8 % en 2007, devrait également croître en 2008.

46. Face au ralentissement de l'économie et aux problèmes financiers liés au resserrement mondial du crédit, la Banque du Canada a progressivement ramené son taux directeur de 4,5 % à 3,5 % en mars 2008; les États-Unis sont une source importante de financement pour les entreprises canadiennes. Le marché du logement

s'est affaibli au Canada, les mises en chantier de logements ayant atteint leur plus faible niveau des cinq dernières années; le taux d'inflation n'était que de 1,4 % en janvier 2008; la croissance monétaire a également été faible. Le Canada a enregistré un excédent budgétaire pour les 11 dernières années et devrait poursuivre sur cette voie en 2008, malgré les réductions d'impôts d'octobre 2007.

## B. Le marché du logement aux États-Unis

47. Les prix du logement aux États-Unis ont doublé entre 1997 et 2006 et atteint, au début de 2007, un pic sans précédent par rapport aux critères classiques tels que le rapport du prix du logement au loyer, du prix du logement au revenu ou du total des actifs immobiliers des ménages au PIB. Ce dernier ratio était près de deux fois supérieur au niveau enregistré au début des années 70. Ces prix élevés ont stimulé l'investissement dans de nouveaux logements, et, à la fin de 2007, l'offre de nouveaux logements invendus a atteint son niveau le plus élevé depuis 1981, avec un parc de logements disponibles deux fois supérieur à la normale. De ce fait, le nombre de mises en chantier de logements aux États-Unis a diminué de 25 % pour s'établir à 1 360 000 logements, soit la plus forte baisse en pourcentage annuel depuis 1980. En février 2008, on dénombrait, en valeur corrigée des variations saisonnières, 1,1 million de mises en chantier de logements, soit 28,4 % de moins qu'une année plus tôt. Les ventes de logements existants ont chuté de 12,8 % en 2007 par rapport à 2006; c'est la baisse la plus importante jamais enregistrée en 25 ans. En janvier 2008, les ventes de logements ont chuté de près de 25 % par rapport à 2006 pour s'établir à un chiffre annuel de 4,9 millions, tandis que les ventes de nouveaux logements ont baissé pour s'établir au niveau annuel de 588 000, c'est-à-dire moins de la moitié enregistrée lors du pic de 2005.

48. Le prix national médian d'une maison individuelle a chuté de 1,8 %; c'était la première baisse annuelle depuis que l'on a commencé à consigner des données en 1968, et c'est probablement la première baisse d'échelle nationale depuis la grande dépression. En janvier 2008, le prix médian était de 201 000 dollars, soit 4,6 % de moins qu'en janvier 2007. L'indice S&P/Case-Shiller, indicateur des prix de l'immobilier américain pour les 10 villes principales, a chuté de 9 % en 2007, et les contrats à venir sur le Chicago Mercantile Exchange (marché à terme américain) laissent entrevoir une autre baisse de 18 % en 2008. À la fin de 2007, 2,04 % des hypothèques américaines faisaient l'objet d'une saisie, et 5,82 % étaient en souffrance; la combinaison des deux représentait le taux le plus élevé jamais enregistré depuis que l'on a commencé à consigner des données en 1979. S'agissant des prêts hypothécaires à (haut) risque, 13 % faisaient l'objet d'une saisie et 20 % étaient en souffrance. Les saisies étaient concentrées dans plusieurs États, la Californie et la Floride représentant près d'un tiers des nouvelles saisies. Aux États-Unis, le marché des biens à usage commercial a également manifesté des faiblesses.

49. L'actuel effondrement du marché du logement américain diffère des précédents non seulement par son ampleur mais aussi par le fait qu'il a débuté dans une situation macroéconomique globalement saine, avec une inflation plutôt modérée, un faible taux de chômage et une croissance économique convenable. Le taux d'inflation relativement modéré a laissé à la Réserve fédérale une bonne marge pour traiter cette crise, en lui permettant notamment d'abaisser ses taux d'intérêt.

## C. La crise financière aux États-Unis

50. À la fin de 2007, les États-Unis ont traversé une crise financière majeure en raison d'une réglementation insuffisante de son secteur financier, conjuguée avec l'éclatement de la bulle des biens résidentiels. On ne sait pas encore quel sera le coût de la crise, mais il est probable qu'il atteigne au moins plusieurs centaines de milliards de dollars. Les prêteurs hypothécaires ont consenti des prêts à risque excessif à des emprunteurs douteux sans exiger de garanties suffisantes. En 2007, le remboursement médian ne représentait que 2 % de la valeur du logement, et 29 % des emprunteurs n'ont rien versé. Les règles prudentielles élémentaires n'ont pas été observées du fait que les donneurs d'ordre pour les prêts étaient en mesure de garantir ces hypothèques et de les vendre d'une manière qui occultait leur vrai niveau de risque. Les agences de notation et le secteur d'assurance des obligations ont mal calculé le risque de ces actifs en utilisant des techniques inadéquates. Les acheteurs de ces actifs ne réalisaient pas tout à fait que les donneurs d'ordre avaient perdu toute motivation pour contrôler le véritable risque sous-jacent de ces garanties. Aux États-Unis, nombre de grandes institutions financières qui possédaient ces actifs ont dû lever des capitaux supplémentaires de sources extérieures afin de compenser leurs pertes liées aux prêts hypothécaires à risque. Certaines institutions, telles que Bear Stearns, se sont retrouvées à deux doigts de la faillite.

51. On n'a pas eu suffisamment de temps pour analyser correctement les causes fondamentales de l'actuelle crise financière aux États-Unis; cependant, il apparaît que le marché financier a innové à un rythme trop élevé pour que les systèmes réglementaires financiers puissent être adaptés au fur et à mesure. Indubitablement, les autorités de contrôle devront adopter une attitude plus axée sur l'anticipation de telles évolutions. Il faudra également se pencher sur la nécessité d'instaurer une surveillance plus globale des marchés financiers.

52. L'actuelle crise financière aux États-Unis présente deux aspects : le manque de liquidité et l'insolvabilité. Les ajustements opérés pour accroître les liquidités n'ont été que peu efficaces. La valeur intrinsèque des logements et les actifs financiers fondés sur cette valeur se situent en dessous de ce qui a été payé. Il faut donc réduire la valeur réelle de la dette pour régler ce problème d'insolvabilité. On peut y arriver par un processus difficile et source de perturbations, consistant en mises en faillite, en réévaluations à la baisse et en renflouements par l'État, comme cela s'est fait au Japon dans les années 90, ou alors on réduit la valeur réelle de la dette par une inflation plus élevée. Dans ce dernier cas, les revenus et les prix plus élevés permettraient de justifier la valeur nominale de la dette existante. Aucune de ces options n'est souhaitable, mais il est difficile de dire laquelle aurait le coût social le moins élevé. Une plus forte inflation présenterait l'avantage supplémentaire pour les États-Unis de réduire leur importante dette extérieure, accumulée au cours des deux dernières décennies du fait des déficits de leur balance courante, mais cela risquerait de perturber les marchés financiers mondiaux, compte tenu notamment du fait que le dollar a été le principal actif des réserves internationales.

## V. Communauté d'États indépendants

### A. Évolution de la situation macroéconomique

53. La croissance dans les pays de la CEI, qui a atteint 8,4 % en 2007, a été l'une des plus fortes depuis 2000; cette augmentation est due pour une grande part au gain de croissance de la Fédération de Russie, qui est passée de 7,4 % en 2006 à 8,1 % en 2007. La palme revient aux trois États du Caucase, où le taux de croissance a été deux chiffres; avec 25 %, l'Azerbaïdjan a eu la plus forte croissance du monde. Dans les autres pays de la CEI, la croissance a été assez uniforme, se situant entre 7 et 9 %. Les prix records de l'énergie ont eu un effet stimulant dans la région; les augmentations de revenus se sont alors étendues à d'autres secteurs, notamment à ceux des services et de la construction, ainsi qu'à d'autres États de la CEI peu dotés en ressources énergétiques, grâce à l'accroissement des importations.

54. L'inflation est restée un problème dans un certain nombre d'États de la CEI. L'excédent commercial résultant des exportations de produits énergétiques a entraîné une croissance de la masse monétaire liée aux interventions sur le marché des changes, et le secteur bancaire qui se développe a généré des quantités considérables de nouveaux crédits, souvent prélevés sur des fonds empruntés à l'étranger. La capacité de neutralisation de la croissance monétaire est limitée par les marchés peu actifs pour la dette publique. En 2007, l'inflation en Fédération de Russie a été de 11,9 %, essentiellement à cause de la croissance de 47,5 % de la monnaie M2. La croissance réelle du PIB (8,4 %) et l'inflation n'ont absorbé qu'environ la moitié de la croissance monétaire, le reste s'expliquant par la demande croissante de monnaie due à la financiarisation et à la dédollarisation. On s'attend à une augmentation de 36 % des importations en 2007, celle des exportations ne devant pas dépasser la moitié de ce pourcentage; néanmoins, il faut s'attendre à une petite baisse de l'excédent commercial. Le budget fédéral de la Fédération de Russie devrait présenter un excédent de plus de 5 %, en repli par rapport aux 7 % de 2006. L'excédent budgétaire central a constitué, à cet égard, un outil important, notamment parce que la politique monétaire était relativement peu efficace pour neutraliser le stimulus monétaire résultant des interventions sur le marché des changes.

55. Le rouble russe s'est apprécié de 5,3 % en 2007, après pondération selon les échanges. L'offre excédentaire de devises s'explique non seulement par l'important excédent commercial mais aussi par les gros apports en capitaux sous forme de prêts et d'investissement étranger direct. Le taux de change nominal élevé du rouble suscite des inquiétudes quant à la compétitivité du secteur d'exportation de produits autres que énergétiques.

56. La Fédération de Russie a reçu très peu d'aide publique au développement au cours des cinq dernières années et a fait récemment des dons importants en marge du Comité d'aide au développement, sous forme de remise de dettes. Les États qui sont encore membres de la CEI ont bénéficié d'une aide publique au développement à hauteur d'environ 2 % de leur PIB, mais celle-ci a nettement diminué au cours des trois dernières années et ne représentait plus que 1 % du PIB en 2006. Cependant, plusieurs États ont continué de recevoir des montants considérables au titre de l'aide publique au développement, notamment l'Arménie, la Géorgie, le Kirghizistan, le Moldova et le Tadjikistan.

57. Les querelles concernant les prix à appliquer aux produits énergétiques, en particulier le gaz naturel, ont persisté en 2007 et 2008 dans la région. La Fédération de Russie et l'Ukraine ont eu des désaccords à propos du prix et du contrôle de distribution du gaz au début de 2008; par ailleurs, le Turkménistan et la République islamique d'Iran ont également eu un différend concernant les prix à appliquer. La compagnie de gaz russe, Gazprom, occupe une place de plus en plus incontournable sur le marché mondial de l'énergie. Non seulement elle est responsable du développement et de l'exportation de la plupart du gaz russe, mais elle a accepté, en 2008, d'exploiter des gisements de gaz en République islamique d'Iran et au Kirghizistan. Les États d'Asie centrale vendent l'essentiel de leur production gazière à l'Europe par l'intermédiaire de Gazprom, et il y a également des dissensions au sujet des prix à appliquer à ces livraisons de gaz.

58. L'investissement étranger direct a considérablement augmenté dans la CEI, environ les deux tiers allant à la Fédération de Russie qui, selon les estimations, en aurait reçu en 2007 (55 milliards de dollars) davantage que la totalité des nouveaux États membres de l'Union européenne (51 milliards de dollars). En 2007, l'investissement étranger direct dans la CEI a représenté 4,5 % du PIB, ce qui correspond à peu près au niveau enregistré dans les nouveaux États membres de l'Union européenne. Les apports ont dépassé 10 % du PIB en Géorgie et au Moldova. Après avoir bénéficié pendant de nombreuses années d'un investissement étranger direct excessivement élevé, l'Azerbaïdjan a vu son niveau diminuer pour s'établir à un niveau estimé à plus de 10 % du PIB.

59. La grande vulnérabilité que présente la situation financière du Tadjikistan s'est manifestée au premier trimestre 2008 lorsqu'il a été révélé que le Gouvernement s'était porté garant pour des prêts accordés par des banques commerciales internationales à des exploitants de coton qui avaient fourni peu de garanties, voir aucune. Si le Gouvernement devait honorer cet engagement, qui représente une part importante de ses réserves internationales, la dette souveraine extérieure nette du pays s'en trouverait considérablement accrue.

60. En 2007-2008, le développement économique de l'Asie centrale a été entravé par des catastrophes naturelles provoquées par le mauvais temps, notamment l'hiver le plus rigoureux des trois dernières décennies et les inondations qui ont suivi au printemps, détruisant les infrastructures et les terres agricoles. Il convient d'accorder une attention accrue aux stratégies gouvernementales et régionales de gestion et de prévention de ces catastrophes naturelles.

## **B. Évolution sur le plan institutionnel**

61. Améliorer l'intermédiation financière demeure un défi redoutable pour de nombreux États membres de la CEI. Les apports de capitaux dans la CEI se composaient de plus en plus d'emprunts privés contractés par des banques sur les marchés de capitaux internationaux, qui sont ensuite utilisés pour développer le crédit à l'intérieur. Mais avec la compression des liquidités sur les marchés mondiaux du crédit dans la seconde moitié de 2007, les systèmes bancaires nationaux dépendent de plus en plus des dépôts nationaux. Cependant, il y a une réticence à déposer de l'argent dans les systèmes bancaires, ceux-ci payant généralement des taux d'intérêt réels en décalage négatif. Étant donné le faible coût de financement et les possibilités limitées en matière d'épargne, les prix de

l'immobilier et des actifs financiers se sont envolés. D'une manière générale, le pourcentage des dépôts et prêts libellés en monnaie locale a augmenté.

62. Les réserves en devises de la Fédération de Russie devraient dépasser 500 milliards de dollars au début de 2008. En février 2008, la Fédération de Russie a réparti son Fonds de stabilisation (fonds souverains) estimé à 157 milliards de dollars (environ 12 % du PIB) en deux fonds : le Fonds de réserve, qui a pour fonction de limiter les effets des prix volatiles du pétrole, s'est vu attribuer 125,4 milliards de dollars, et le Fonds intergénérationnel de richesses a reçu 32 milliards de dollars. L'Azerbaïdjan et le Kazakhstan ont également des fonds de stabilisation.

63. En février 2008, l'Ukraine a signé son accord d'accession à l'Organisation mondiale du commerce. Les négociations ont déjà commencé entre l'Ukraine et l'Union européenne en vue d'un accord de libre-échange. En plus d'élargir l'accès au marché dans les deux sens, l'accord devrait libéraliser davantage les flux d'investissement et aligner les normes réglementaires. Le processus d'admission de la Fédération de Russie comme membre de l'OMC a progressé, même si un problème important continue de l'opposer à l'Union européenne à propos des taxes à l'exportation de bois d'œuvre que la Fédération de Russie a introduites récemment et mises en application afin de stimuler le développement de ses secteurs de produits forestiers. Étant donné l'accord de libre-échange existant entre la Fédération de Russie et l'Ukraine, l'accession de cette dernière ne devrait pas poser de problèmes susceptibles de gêner l'adhésion de la Fédération de Russie. Dans les États du Caucase, le commerce est toujours entravé par des conflits politiques qui couvent depuis longtemps.

64. Le commerce à l'intérieur de la CEI en pourcentage du total des échanges commerciaux des États qui la composent a suivi une légère tendance à la baisse au cours de la dernière décennie, alors que les échanges avec l'Union européenne des 27 ont connu une forte croissance. Les importations de la Fédération de Russie ont triplé entre 2000 et 2006, et les exportations ont plus que doublé; la Fédération de Russie est le troisième partenaire le plus important de l'Union, après les États-Unis et la Chine. Elle fournit près de la moitié du gaz naturel et un tiers du pétrole importés par les États-Unis.

65. À l'instar de nombreux pays en développement, plusieurs États de la CEI richement dotés en pétrole ont essayé d'exercer un contrôle public plus serré ou d'accroître leur emprise sur leurs ressources énergétiques; celles-ci avaient été préalablement privatisées de manière à attirer des investissements étrangers directs. C'est le cas du Kazakhstan et de la Fédération de Russie, où la mainmise de l'État sur les industries « stratégiques » s'est accrue, la part du secteur privé dans le PIB ayant été ramenée à environ 65 % en 2007. À l'heure actuelle, 43 secteurs de l'économie de la Fédération de Russie sont classés « stratégiques », notamment le secteur des télécommunications, rangé récemment dans cette catégorie; la possibilité pour des intérêts étrangers d'obtenir une position majoritaire dans des entreprises de ces secteurs requiert l'autorisation préalable du Gouvernement.

66. En Ukraine, les privatisations de grandes entreprises publiques (téléphone, approvisionnement en énergie électrique, machines) ont repris après une interruption pendant les deux dernières années, due à des impasses politiques. En Azerbaïdjan, l'État prévoit de vendre en 2008 la part qu'il détient chez le plus grand opérateur de téléphone mobile, ainsi que l'une des banques qu'il possède.

67. Sur les 12 États de la CEI, trois seulement (Géorgie, Fédération de Russie et Ukraine) ont un accès direct aux lignes de navigation mondiales. Ainsi, les problèmes économiques inhérents aux États sans littoral occupent une place centrale dans les perspectives de développement à long terme de la plupart des États de la CEI. Des recherches empiriques ont permis de constater que le fait, pour un État, de ne pas avoir de littoral se traduit par un PIB par habitant réduit de plus de 40 %. Compte tenu de la dépendance de tels États par rapport aux réseaux de transport de leurs voisins, il y a des raisons particulièrement valables d'adopter une approche régionale du développement des infrastructures de transport. Des estimations font apparaître qu'une réfection des routes, parfaitement faisable, en Europe de l'Est et en Asie centrale permettrait d'accroître les échanges d'au moins 50 %. Des problèmes demeurent et les progrès ont été décevants sur la question des douanes et du passage des frontières.

---