

PECO : en attendant le pire ?

Après une dégradation brutale de leur économie fin 2008, les PECO connaîtront également la récession en 2009. Ils souffriront d'abord du ralentissement de leurs exportations dû au retournement brutal du commerce mondial et feront face à un risque de change, l'aggravation brutale de la crise financière le 15 septembre ayant conduit les investisseurs étrangers à rapatrier leurs capitaux aussi rapidement qu'ils les y avaient apportés. Cela a provoqué d'importantes dépréciations de l'ensemble des monnaies flottantes de la zone depuis septembre 2008, faisant planer le risque d'une cascade de défauts de paiements dans les mois à venir dans ces économies fortement endettées en devises. Enfin, l'assèchement brutal des liquidités mondiales, qui ont alimenté la zone pendant sa période de croissance, met en péril le financement de l'économie et devrait entraîner un recul important de la demande intérieure de tous les pays de la zone à l'horizon de notre prévision. Tous les pays de la zone ne présentent pourtant pas la même vulnérabilité.

Les pays baltes s'effondrent

Parmi les nouveaux pays membres de l'UE (NPM), les pays baltes sont assurément les plus mal en point. Leur forte croissance a été assurée, au cours des années 2000, par une explosion des afflux de capitaux qui ont alimenté une situation de surchauffe et une vertigineuse bulle immobilière, et négligé les investissements productifs. Leurs déficits courant massifs (plus de 10 % de PIB dans les trois pays en 2008) ont été entretenus au cours des dernières années par l'essor des crédits en devises, les rendant totalement dépendant du financement externe. En Estonie et en Lettonie l'endettement privé en devises étrangères atteignait ainsi plus de 80 % de l'endettement privé total en 2007. L'éclatement de la bulle immobilière et l'effondrement du crédit mondial ont précipité les pays dans une grave crise bancaire, et mis un terme à la croissance de la demande intérieure. Et face aux attaques subies par leurs monnaies, les pays baltes se trouvent contraints de défendre leurs régimes de change fixe, puisque leur abandon conduirait à une faillite du secteur privé lourdement endetté en devises à court terme. Aujourd'hui sous perfusion des banques étrangères créditrices, les économies baltes se trouveront dans les deux années à venir dans la nécessité de faire appel aux instances internationales ou européennes pour se financer (la Lettonie ayant déjà reçu un prêt du FMI), tout en réduisant drastiquement leurs déficits jumeaux afin de maintenir leurs régimes de change fixe. La récession devrait donc perdurer à l'horizon de notre prévision, avec une croissance de - 8,7 et - 2,3 % en 2009 et 2010.

Autres NPM : les uns vacillent, les autres tremblent

L'ampleur de la dégradation économique est globalement bien moindre dans les autres Nouveaux pays membres (NPM) que dans les États baltes, malgré des situations contrastées. Tous subissent les conséquences du *credit crunch* mondial et ont fait l'objet d'attaques spéculatives qui ont conduit à d'importantes dépréciations des monnaies flottantes (entre 25 et 50 %), mais la Hongrie, la Bulgarie et la Roumanie subissent un retournement conjoncturel particulièrement brutal en raison de fondamentaux fragiles. Les trois pays présentent des déficits jumeaux importants et le fort endettement en devises de la Bulgarie et de la Roumanie les expose au syndrome balte. À l'inverse, la Pologne et la République tchèque présentent un moindre déséquilibre en devises, des déficits courants contenus, et leurs économies se sont appuyées au cours des dernières années sur une croissance plus équilibrée et des investissements productifs massifs. Elles ont pourtant fait l'objet d'importantes attaques sur leurs monnaies, par contagion, et la chute de leur demande adressée pèsera fortement sur leur croissance à l'horizon de notre prévision. Au total, le PIB de la zone subira un repli de - 2,2 % en 2009, et repartira à 0,5 % en 2010.

La Russie retient son souffle

Depuis septembre 2008, les mauvaises nouvelles s'accumulent dans le paysage économique russe (effondrement de 75 % de l'indice boursier RTS, chute de la production industrielle de 19 % en glissement annuel en février, montée du chômage...). Véritable économie de rente, la Russie avait pourtant profité du haut niveau des matières premières pour assainir son économie. La croissance annuelle s'est située autour de 7 % depuis 2003, avec des excédents courant et budgétaire dépassant 5 % de PIB. L'État russe a constitué des fonds de stabilisation et accumulé des réserves de change frôlant 600 milliards de dollars en août 2008 permettant la maîtrise des fluctuations du rouble dans le cadre d'un régime de change flottant administré. Mais la crise financière a fait apparaître les fragilités d'une économie que l'on pensait l'une des plus solides des pays émergents.

Victime, dès la crise géorgienne d'août 2008, de retraits de capitaux étrangers, le rouble a été soumis à rude épreuve. Forte de son niveau record de réserves, la Russie a d'abord fait le choix de soutenir sa devise et les autorités russes ont ainsi vu partir en fumée un tiers de leurs réserves de change en cinq mois. Face au risque d'épuisement de ses réserves, le gouvernement a donc choisi de laisser filer graduellement le rouble. Le rouble a vu sa zone de fluctuation élargie une vingtaine de fois depuis début décembre, perdant un tiers de sa valeur par rapport au dollar. Dans ces conditions, l'économie russe subit un retournement brutal : la production industrielle s'est brutalement effondrée et les risques se multiplient.

Si l'État s'est fortement désendetté au cours des dernières années, les entreprises et les banques ont massivement fait appel au financement externe, souvent à court terme et la dépréciation du change fait surgir un risque de défauts de paiements. Le gouvernement a déjà dû mobiliser 50 milliards de dollars au quatrième trimestre 2008 pour aider les entreprises russes à faire face aux échéances de remboursement de fin d'année. Par ailleurs, la chute des revenus pétroliers dégradera fortement les finances publiques en 2009, alors que la perception du risque de défaut sur la dette russe a explosé, la prime de risque mesurée par les CDS dépassant aujourd'hui 100 points de base. Les marges de manœuvre budgétaires, si la crise venait à s'aggraver, serait donc extrêmement limitées. L'inflation, renforcée par la dévaluation du rouble demeure préoccupante. Elle contraint donc les autorités monétaires à conserver des taux d'intérêt élevés. Au total, privée de financements externes et asphyxiée par une inflation galopante, la demande intérieure russe devrait poursuivre sa dégringolade jusqu'à la fin 2009, avec une chute du PIB de 3 % en 2009, qui se stabiliserait en 2010.

Prévisions de croissance dans l'ensemble de l'ex-bloc de l'Est

Variations par rapport à la période précédente, en %

Croissance du PIB	Poids	2007	2008	2009	2010
Nouveaux pays de l'UE	34,4	5,9	4,0	-2,2	0,5
<i>Pologne</i>	13,8	6,6	4,7	-0,5	1,0
<i>République tchèque</i>	5,7	6,5	3,1	-1,9	0,5
<i>Hongrie</i>	4,9	1,3	0,6	-4,0	0,0
<i>Pays baltes</i>	2,2	8,9	-0,7	-8,7	-2,3
Russie	46,4	8,1	5,6	-3,0	0,0
Autres CEI ¹	17,9	8,8	5,4	-4,8	-0,9
Total	100	7,4	5,0	-3,0	0,0

1. Communauté des États indépendants.

Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2009.