

Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne

Le 1^{er} mai 2004, dix pays d'Europe centrale, orientale et méridionale¹ vont entrer dans l'Union européenne (UE). Même si les situations diffèrent fortement d'un pays à l'autre, nombre d'entre eux abordent cette nouvelle période avec des déséquilibres macroéconomiques importants.

En particulier, leur déficit courant représente globalement plus de 4 % de leur PIB cumulé en 2002 et atteint des niveaux beaucoup plus élevés dans plusieurs d'entre eux. La dégradation de ce solde justifie une attention toute particulière ; elle requiert, notamment, une analyse attentive des causes de cette évolution ainsi que de sa soutenabilité. Un tel développement est certes, pour partie, le simple reflet du processus de rattrapage en cours et de l'attractivité des pays adhérents pour les investisseurs étrangers. Mais il révèle aussi parfois des déséquilibres préoccupants, notamment une épargne faiblissante qui ne parvient plus à financer des investissements, privés et publics, pourtant en recul. Ce déficit pourrait également signaler une perte de compétitivité, évolution qui serait préoccupante pour les perspectives de rééquilibrage du commerce extérieur.

Dans un tel contexte, l'analyse de la soutenabilité du déficit courant, c'est-à-dire de la capacité des pays à attirer durablement les financements extérieurs suffisants, est cruciale. À cet égard, deux facteurs de vulnérabilité doivent être particulièrement analysés : d'une part, les conséquences d'un processus cumulatif d'endettement extérieur et, d'autre part, les perspectives de maintien des investissements directs étrangers. De plus, dans la plupart des pays adhérents, on constate la persistance, et même le creusement, de « déficits jumeaux », c'est-à-dire l'existence concomitante d'un déficit budgétaire et d'un déficit du compte de transactions courantes.

Cet article s'attache à présenter la situation financière extérieure actuelle des pays adhérents, à analyser les causes des déséquilibres observés, ainsi qu'à identifier les sources potentielles de vulnérabilité à moyen terme.

Dominique NIVAT
Direction de la Balance des paiements
Laurent PAUL
Direction des Études économiques et de la Recherche
Jean-Patrick YANITCH
Cyril POUVELLE
Direction des Relations internationales et européennes

¹ Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie, République tchèque

1. Une situation financière extérieure souvent délicate

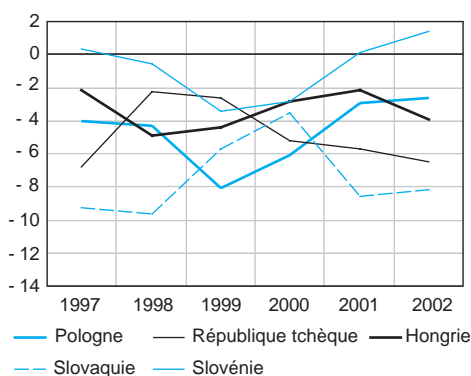
1.1. Une forte composante structurelle des déficits courants

Depuis le début de la transition en Europe centrale et orientale², tous les pays adhérents, à l'exception de la Slovaquie, présentent des soldes courants de balance des paiements chroniquement déficitaires. Cette situation tient, dans une large mesure, à la croissance de la demande interne et au passage en quelques années d'un système d'échanges administrés à un système plus souple dans lequel les droits de douane ont été fortement réduits. Ces facteurs ont entraîné une forte croissance des importations. Mais l'inadaptation des industries locales à la demande externe, la faible productivité du travail et la moindre utilisation des techniques de vente en vigueur sur les marchés occidentaux sont également des facteurs qui expliquent le déséquilibre des échanges. En s'appuyant sur des modèles de gravité, Aussiloux et Pajot (2003) montrent que les échanges des pays d'Europe centrale et orientale avec l'UE, bien qu'en développement rapide depuis dix ans, demeurent largement inférieurs à leur potentiel, en particulier à l'exportation. Selon eux, les importations des PECO en provenance de l'UE et la pénétration des marchandises produites dans les PECO sur les marchés d'Europe de l'Ouest sont ainsi respectivement inférieures de moitié et presque trois fois inférieure à ce que l'on pourrait attendre compte tenu de leur niveau de développement relatif, de leur proximité géographique avec l'UE et de l'absence presque totale de barrières aux échanges.

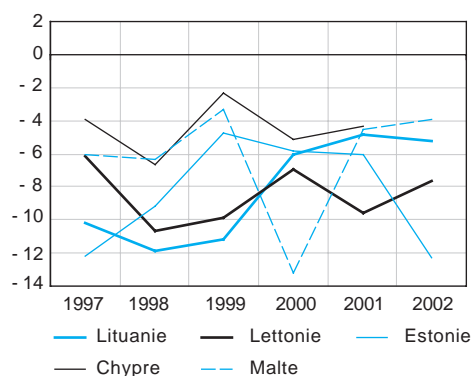
À cette composante structurelle du déficit courant s'est ajoutée une dimension conjoncturelle en 2002 qui s'est amplifiée en 2003, selon les prévisions des organismes internationaux. En effet, les cycles économiques des pays adhérents et des membres de l'UE ont divergé en 2002, les premiers, hormis la Pologne, conservant une demande intérieure robuste, stimulée dans certains cas par des politiques budgétaires et monétaires expansives, alors que la croissance des seconds s'est fortement ralentie, pesant sur les exportations des pays d'Europe centrale et orientale pour lesquels ils constituent le principal débouché (l'UE à quinze représente environ les deux tiers des exportations des adhérents).

Pays adhérents – Solde des transactions courantes

(en % du PIB)



(en % du PIB)



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (IFS), banques centrales nationales

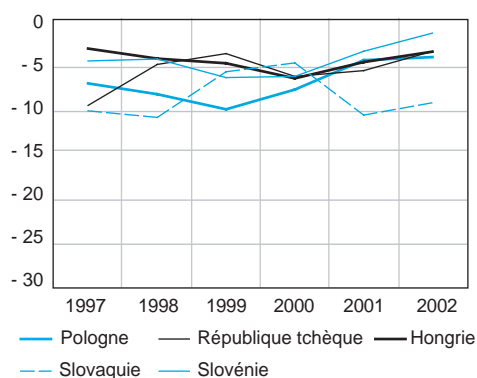
² Le raisonnement s'applique également, quoique pour des raisons en partie différentes, à Malte et à Chypre.

Le déficit courant de l'ensemble des pays adhérents s'est ainsi accru de 0,3 point de PIB en 2002 (0,8 point, hors Pologne), s'établissant à plus de 4 % de leur PIB cumulé (5,2 %, hors Pologne). Dans six pays (Chypre – 5,3 % du PIB, Estonie – 12,4 %, Lettonie – 7,7 %, Lituanie – 5,2 %, Slovaquie – 8,2 % et République tchèque – 6,5 %), le déficit courant a même dépassé 5 % du PIB, taux à partir duquel, selon une étude du *Federal Reserve System* américain (cf. Freund, 2000), semblent se déclencher des mécanismes d'ajustement passant par une hausse des taux d'intérêt et une dépréciation du taux de change réel, un déclin de l'investissement et un ralentissement de la demande intérieure.

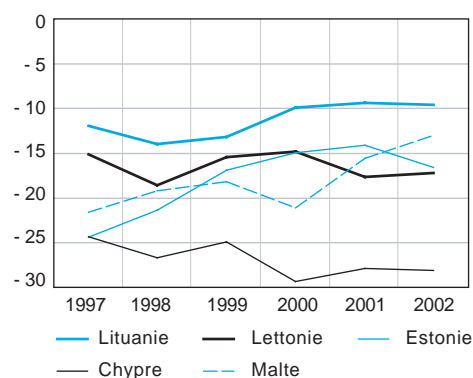
À l'exception de la Hongrie et de la République tchèque, les déficits courants des pays adhérents tiennent au déséquilibre des échanges de marchandises, parfois extrêmement prononcé. En 2002, celui-ci a ainsi atteint près de 10 % du PIB en Lituanie et en Slovaquie, plus de 15 % en Estonie et en Lettonie et presque 30 % du PIB dans le cas de Chypre. De manière générale, cependant, le déficit commercial rapporté au PIB a nettement diminué depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, malgré l'essor des importations, et le taux de couverture des échanges³ s'est redressé, témoignant de la croissance soutenue des exportations. Il y a toutefois deux pays dont les échanges de biens demeurent structurellement très déséquilibrés et pour lesquels on ne décèle aucune tendance au redressement : la Lettonie, dont le taux de couverture de 0,64 a baissé de cinq points depuis le milieu de la dernière décennie et surtout Chypre, qui importe des marchandises pour une valeur environ cinq fois supérieure à celle des exportations, le taux de couverture s'étant dégradé de quinze points depuis 1997. S'agissant de la République tchèque, les investissements directs, qui ont contribué au financement du déficit courant et sont largement à l'origine du rééquilibrage des échanges commerciaux, commencent à peser sur le solde courant *via* les bénéfices réalisés par les filiales de multinationales étrangères : les revenus sont désormais le principal poste déficitaire du compte de transactions courantes, avec un déficit supérieur à cinq points de PIB.

Pays adhérents – Solde des échanges de biens

(en % du PIB)



(en % du PIB)



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (IFS), banques centrales nationales

³ Le taux de couverture est défini ici comme le rapport des exportations aux importations de biens inscrites en balance des paiements.

1.2. Un financement largement assuré par les investissements directs étrangers...

Si les déficits courants des pays adhérents peuvent être un motif d'inquiétude légitime, il convient, pour apprécier la contrainte économique et les risques de déstabilisation externe qui leur sont associés, de s'interroger sur la nature, le degré de volatilité et le caractère réversible des flux de capitaux enregistrés en contrepartie. On considère généralement que les investissements directs étrangers (IDE), y compris ceux liés à des opérations de privatisation ou de fusion-acquisition, présentent de nombreux avantages pour la stabilité macroéconomique d'un pays, en dépit de certaines réserves importantes abordées plus loin. En premier lieu, ils constituent une source de financement sécurisée, apportant aux pays bénéficiaires des capitaux stables. En effet, ils peuvent difficilement quitter leur pays d'accueil, même en cas de crise profonde et prolongée (cf. l'exemple de l'Argentine). En second lieu, ils sont un facteur de croissance, dans la mesure où ils conduisent à des transferts de technologie et stimulent la concurrence et l'innovation dans les pays d'accueil (OCDE, 2003). Or, les données issues des balances des paiements des pays adhérents d'Europe centrale et orientale montrent que ces derniers ont globalement reçu, depuis 1997, des investissements directs nets couvrant entre 65 % et 125 % de leur besoin de financement. Si l'on y ajoute les financements nets reçus de l'extérieur sous forme d'investissements de portefeuille, le taux de couverture du besoin de financement n'est jamais descendu en dessous de 80 % en termes annuels au cours des six dernières années.

La situation des différents pays au regard des besoins et des modes de financement externes n'est pas homogène, mais reste fondamentalement saine dans la plupart des cas. Parmi les pays qui n'ont pas connu de difficultés de financement sur les dernières années, on trouve la Slovénie, au solde courant excédentaire en 2001 et 2002, la République tchèque, dont le déficit courant est couvert à plus de 150 % par les investissements directs nets en provenance de l'étranger depuis 1998, la Slovaquie et la Lituanie, qui ont reçu des investissements directs et de portefeuille nets compensant la quasi-totalité de leur déficit courant au cours des quatre dernières années. Même en Pologne et en Hongrie, où les investissements directs ont fortement décliné en 2002, le taux de couverture du déficit courant par les investissements directs et de portefeuille nets est resté supérieur à, respectivement, 110 % et 90 %. Seules l'Estonie, dont le déficit courant s'est brutalement creusé en 2002 sans financement externe correspondant, et surtout la Lettonie, qui n'est jamais parvenue depuis 1997 à attirer des capitaux extérieurs stables à la hauteur de son déficit courant, connaissent véritablement des difficultés de financement.

Composition et financement des déficits courants des dix pays adhérents en 2002

(en % du PIB, évolution en points de PIB)

	Compte de transactions courantes	Balance commerciale FAB-FAB	Investissements directs nets reçus	Évolution de la dette extérieure depuis 1997
Chypre	- 5,3	- 28,1	23,0	6,2
Estonie	- 12,4	- 16,8	2,5	8,6
Hongrie	- 4,0	- 3,2	0,9	8,0
Lettonie	- 7,7	- 17,2	4,5	39,6
Lituanie	- 5,2	- 9,5	4,9	11,1
Malte	- 3,9	- 13,0	- 11,0 (a)	nd
Pologne	- 2,6	- 3,8	2,1	9,5
Slovaquie	- 8,2	- 9,0	16,9 (b)	9,4
Slovénie	1,4	- 1,1	8,0	22,3
République tchèque	- 6,5	- 3,2	13,0	- 3,0

(a) Ce ratio, tout à fait exceptionnel, tient à un important désinvestissement étranger ; en 2000 et 2001, les investissements directs se montaient à, respectivement, 16 % et 7 % du PIB

(b) En 2003, les IDE n'auraient pas dépassé 3 % du PIB en Slovaquie

Source : Eurostat, Commission européenne, banques centrales nationales

1.3. ... ce qui relativise le risque associé au déséquilibre de la position extérieure

Une première approche du risque externe est fournie par la position extérieure⁴. Dans certains pays, celle-ci apparaît fortement déséquilibrée : Estonie (- 68 % du PIB à fin 2002), Hongrie (- 63 % du PIB), Lettonie (- 48 % du PIB). Son solde débiteur s'élevait, pour l'ensemble des pays concernés, à 37 % de leur PIB cumulé à fin 2002. Les stocks d'IDE constituent, toutefois, la majeure partie des engagements externes. Hors solde des investissements directs, la position extérieure nette des pays adhérents était ainsi relativement proche de l'équilibre à la fin de l'année 2002 (- 4 % du PIB, soit un solde débiteur inférieur à 20 milliards d'euros).

Une analyse de la maturité moyenne des engagements extérieurs et un chiffrage des ressources disponibles pour faire face à un éventuel défaut de financement, essentiellement les réserves nettes de change, sont également nécessaires pour apprécier le risque d'insolvabilité d'un pays.

On manque d'éléments précis sur la maturité moyenne de la dette extérieure globale des pays adhérents, mais on sait⁵ que celle-ci s'accroît pour la plupart des pays, ce qui constitue un point favorable, permettant de limiter le risque de crise. S'agissant des ressources rapidement mobilisables, la situation diffère selon les pays mais, dans l'ensemble, les pays adhérents en disposent en abondance. À la fin de l'année 2002, leur stock d'avoirs de réserve représentait ainsi 27 % du total de leurs engagements extérieurs et près de 50 % de leurs engagements extérieurs hors investissements directs.

⁴ La position extérieure d'un pays comprend, à l'actif, l'ensemble des avoirs financiers extérieurs détenus par les résidents de ce pays, y compris l'or monétaire, et, au passif, l'ensemble des engagements financiers des résidents vis-à-vis des non-résidents. La position nette correspond à la différence entre les avoirs et les engagements. Les engagements de la position extérieure, qui incluent notamment les instruments financiers dérivés, les actions et autres titres de propriété détenus par les non-résidents, ainsi que les bénéfices réinvestis par des filiales d'entreprises étrangères, constituent un agrégat plus large que la dette extérieure définie ci-après.

⁵ Il s'agit, en particulier, de la dette des administrations publiques, qui représente la majeure partie de la dette extérieure.

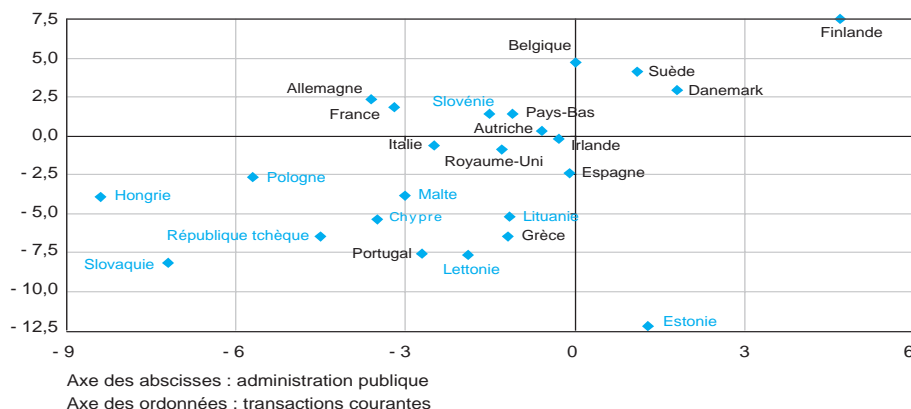
2. La réduction des sources de financement internes, facteur d'aggravation des déséquilibres extérieurs

2.1. Des déficits jumeaux persistants

Même si les situations diffèrent fortement d'un pays adhérent à l'autre, la situation extérieure et budgétaire de la plupart d'entre eux est marquée par la persistance et même le creusement de « déficits jumeaux », c'est-à-dire l'existence concomitante d'un déficit budgétaire et d'un déficit du compte courant. Ainsi, à l'exception de l'Estonie et de la Slovaquie, tous les pays adhérents enregistrent des déficits jumeaux. La Hongrie, la Slovaquie et la République tchèque, notamment, ont des déficits jumeaux particulièrement élevés. Parmi les quinze membres actuels de l'Union, seuls quatre pays, la Grèce, l'Italie, le Portugal et le Royaume-Uni (dont trois sont membres de l'Union monétaire), se trouvent dans la même situation, mais à des niveaux de déficit budgétaire et courant le plus souvent inférieurs (cf. graphique ci-après).

Soldes des administrations publiques et des transactions courantes en 2002

(en % du PIB)



Sources :

- pour les transactions courantes : FMI (IFS), OCDE (Perspectives économiques), banques centrales nationales
- pour le solde financier des administrations publiques : FMI (IFS), OCDE (PE)

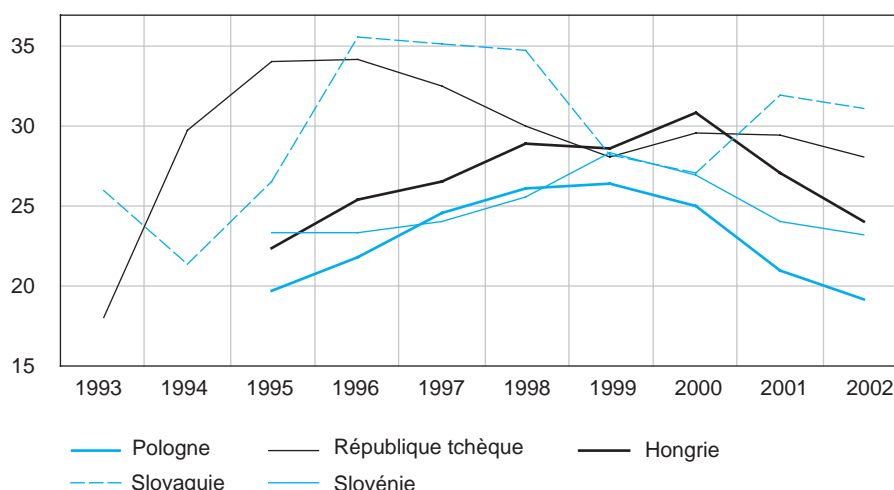
L'existence de déficits jumeaux dans la plupart des pays adhérents et leur accroissement simultané en 2002 peuvent laisser penser qu'ils sont assez fortement corrélés. De fait, toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation des déficits publics réduit le taux d'épargne de la Nation et provoque un creusement du déficit courant. Un examen systématique portant sur l'ensemble des pays adhérents et sur plusieurs années montre toutefois que la relation entre l'évolution des déficits publics et celle des déficits externes n'est pas immédiate.

2.2. Une épargne nationale insuffisante

Un déficit courant reflète le déséquilibre entre l'épargne nationale et l'investissement national. Il peut donc être dû, selon les pays et les périodes, soit à une épargne insuffisante, soit à des besoins d'investissement importants. Ces deux facteurs de déséquilibre n'ont cependant pas les mêmes conséquences en termes de soutenabilité. Un taux d'investissement élevé dans un pays émergent accroît les capacités productives de la Nation et contribue au rétablissement futur du solde courant, en particulier s'il concerne les secteurs exportateurs. En revanche, un déficit courant résultant d'un défaut structurel d'épargne, c'est-à-dire d'une forte propension, publique ou privée, à consommer dans une phase de rattrapage économique, n'a aucune raison de se résorber spontanément à brève échéance. C'est l'une des raisons qui militent, au demeurant, pour que ces pays préservent une certaine flexibilité de leur taux de change.

Pays adhérents – Taux d'investissement

(en % du PIB)



Un aspect un peu préoccupant, à cet égard, des évolutions économiques dans les principaux pays adhérents est que le taux d'investissement⁶ cumulé, qui avait graduellement augmenté des premières années de la transition à 1998, a reculé ensuite de plus de cinq points, pour revenir en 2002 à un niveau inférieur à celui du début de période. Par rapport à 1998, la baisse du taux d'investissement a atteint sept points en Pologne, cinq points en Hongrie, deux points et demi en Slovaquie et en Slovénie et deux points en République tchèque. Si certains pays, tels la Slovaquie et la République tchèque, mais aussi, parmi les « petits » adhérents, l'Estonie et la Lettonie, conservent des taux d'investissement élevés de nature à leur permettre de mettre à niveau leurs infrastructures et de moderniser leur appareil productif, pour les autres pays, les évolutions récentes rapprochent leur taux

⁶ Défini comme la somme de la formation brute de capital fixe (FBCF) et des variations de stocks rapportée au PIB

d'investissement de celui des pays appartenant déjà à l'Union, dont le niveau d'équipements publics et le coefficient de capital sont pourtant beaucoup plus élevés. Dans le cas de la Pologne, le taux d'investissement se situe même en deçà du taux de l'Espagne, de la Grèce et du Portugal au moment de leur adhésion à l'UE.

Taux d'épargne et d'investissement comparés : zone euro et pays adhérents en 2002

(taux en % du PIB, besoin/capacité de financement en points de PIB)

	Taux d'épargne	Taux d'investissement	dont FBCF publique/PIB (a)	Besoin (-) ou capacité (+) de financement de la Nation
Zone euro	21,2	20,2	2,4	1,0
Pologne	16,5	19,2	2,6	- 2,6
République tchèque	21,7	28,1	5,0	- 6,5
Hongrie	20,1	24,0	5,1	- 4,0
Slovaquie	23,0	31,2	2,7	- 8,2
Slovénie	24,6	23,2	2,5	1,4
5 principaux adhérents	19,0	22,7	3,5	- 3,7

(a) Année 2001 pour les pays adhérents et année 2002 pour la zone euro

Source : FMI (IFS), OCDE

Le recul des taux d'investissement découle pour partie de la baisse récente de l'investissement public résultant des difficultés budgétaires, d'arbitrages défavorables au sein des dépenses et de la réduction de la taille du secteur public. Il reflète également le faible dynamisme de l'investissement privé. Bien que le passage à l'économie de marché remonte à plus de dix ans, les entreprises privées locales continuent de rencontrer de fortes contraintes de financement : l'étroitesse de leurs marges pèse sur leurs capacités d'autofinancement, alors qu'elles n'ont encore qu'un accès limité au crédit bancaire. Le volume de l'investissement reste donc très dépendant soit de l'intervention publique, soit de l'injection de capitaux étrangers, *via*, notamment, les investissements directs des entreprises multinationales⁷.

S'agissant de l'épargne, les variations sont moins accusées, mais le taux, traditionnellement élevé dans les pays d'Europe centrale et orientale avant la transition, baisse tendanciellement depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. La confrontation avec l'évolution des finances publiques montre que, en dépit de la réduction des investissements publics, nombreux sont les pays adhérents qui se trouvent dans une configuration de « déficits jumeaux » croissants par insuffisance d'épargne. Une telle situation, si elle devait perdurer ou, *a fortiori*, s'aggraver, pourrait évidemment être lourde de conséquences, dans la mesure où elle conduirait à un repli des investissements, pourtant déjà insuffisamment dynamiques, et donc à un retard du processus de rattrapage préalable à l'entrée en Union monétaire.

Une étude menée en 2002 par la CDC-Ixis⁸ sur vingt-quatre épisodes passés de réduction du déficit courant confirme que, dans la plupart des cas, le rééquilibrage du compte de transactions courantes est obtenu au moyen d'une baisse du taux

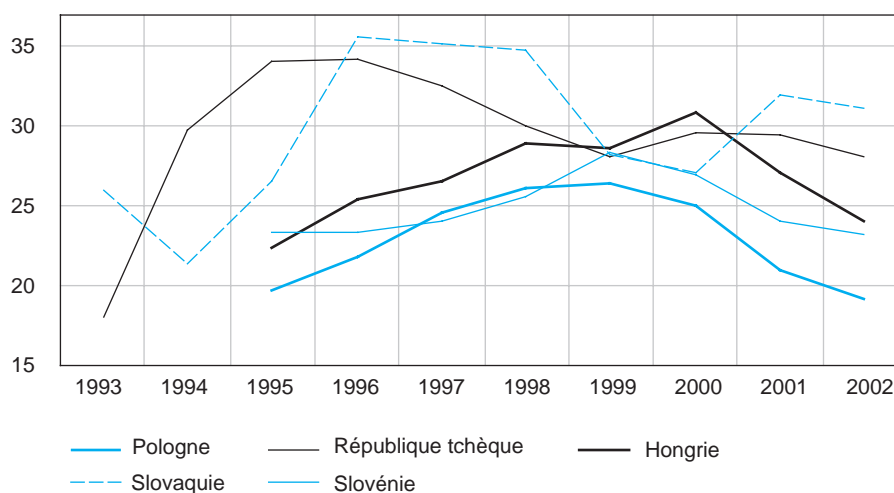
⁷ Rappelons que l'investissement direct tel qu'on l'enregistre en balance des paiements est une opération financière qui peut prendre plusieurs modalités : rachat, prise de contrôle et prise de participation au capital de sociétés existantes, réinvestissement de bénéfice, prêt ou avance entre sociétés affiliées. Une partie seulement des IDE donne lieu *in fine* à une augmentation de la FBCF.

⁸ Cf. références en bibliographie

d'investissement combinée à une dépréciation du change ainsi qu'à une hausse du taux d'intérêt réel. La compensation du déficit extérieur par une remontée de l'épargne nationale est une évolution rarement observée. Le risque récessif du scénario, pourtant courant, de baisse de l'investissement souligne l'importance du maintien des financements extérieurs pour la croissance des pays adhérents.

Pays adhérents – Taux d'épargne

(en % du PIB)



3. Plusieurs facteurs de vulnérabilité à moyen terme

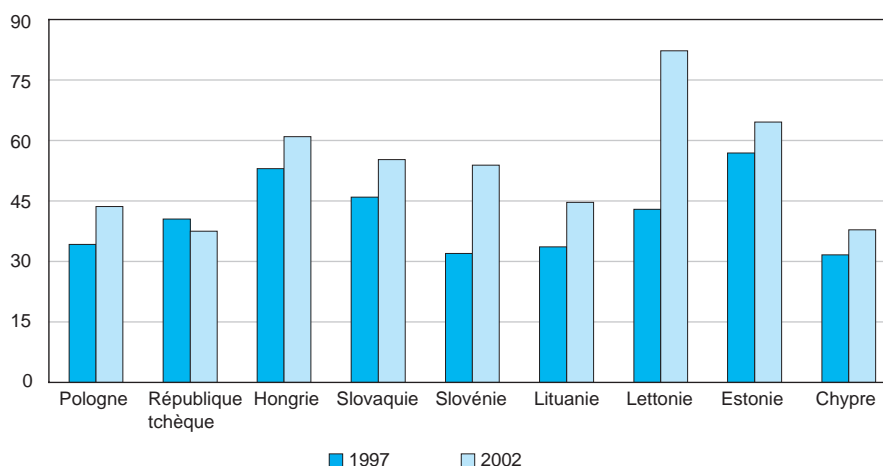
3.1. Une croissance rapide de la dette extérieure brute

La succession de déficits courants depuis le début de la dernière décennie a conduit à une augmentation de la dette extérieure⁹ des pays adhérents. Rapportée au PIB, celle-ci approchait 50 % du PIB à fin 2002, en hausse de quelque huit points sur les cinq dernières années. Dans certains pays, la dette extérieure brute atteint des niveaux préoccupants : Hongrie (61 % du PIB à fin 2002), Lettonie et Estonie (respectivement, 82 % et 66 %). Dans les mêmes pays ou dans d'autres, elle semble en outre sur une trajectoire difficilement soutenable à moyen terme : ainsi en Lettonie (+ 39 points de PIB en cinq ans), en Slovénie (+ 22 points depuis 1997) et, dans une moindre mesure, en Lituanie (+ 11 points depuis 1997).

⁹ Selon la définition qu'en donne le FMI dans le manuel *External Debt Statistics : Guide For Compilers and Users* (juin 2003), la dette extérieure d'un pays correspond à l'ensemble des engagements fermes contractés par des résidents vis-à-vis des non-résidents et dont le principal et/ou les intérêts sont exigibles immédiatement ou à une date ultérieure.

Dettes extérieures brutes

(en % du PIB)



Sources : banques centrales nationales

3.2. Une structure de la dette extérieure qui accroît l'exposition au risque de change

Indicateurs de vulnérabilité extérieure des dix pays adhérents en 2002

(dette en % du PIB, réserves en devises/dette extérieure en %)

Pays	Dettes extérieures brutes	Dettes extérieures à court terme	Dettes extérieures publiques brutes	Réserves en devises/dette extérieure
Chypre	38	5	13,2	73
Estonie	66	36	3,1	24
Hongrie	61	nd	26	26
Lettonie	83	50	11,4	19
Lituanie	45	22	17	39
Malte	34	nd	1,9 (a)	14 (a)
Pologne	44	7	18,9	36
Slovaquie	56	18	15,6	70
Slovénie	54	16	15,3	59
République tchèque	38	19	1,1	90

(a) 2000

nd : non disponible

Sources : FMI, IFS, octobre 2003, Eurosysteme, BERD, Transition Report 2003, BCE, Bulletin mensuel, juin 2003, banques centrales nationales

Peu de pays étant parvenus à convaincre les investisseurs étrangers d'effectuer des prêts ou de souscrire en quantité significative des titres libellés en monnaie nationale, la dette extérieure des pays adhérents est principalement libellée en devises, encore majoritairement en dollars même si, depuis quelques années, l'euro se substitue graduellement à ce dernier.

Une telle structure de l'endettement pourrait éventuellement affecter le risque de crédit du système bancaire (près des deux tiers des dépôts nationaux sont en devises

étrangères en Lettonie et en Lituanie, principalement en dollars), alors que les autorités poursuivent le plus souvent un régime de change arrimé à l'euro. Ensuite, le système bancaire est confronté à un important « *currency mismatch* » : une part importante des dépôts des résidents est libellée en devises étrangères, alors que les crédits internes sont libellés en monnaie nationale. Une forte dépréciation du taux de change pourrait donc affecter la solvabilité du système bancaire. L'évaluation du degré d'exposition des systèmes bancaires des pays adhérents nécessiterait, cependant, une analyse plus approfondie de leur activité de couverture du risque de change (et de leur utilisation des produits dérivés, en particulier).

Régime de change, structure du commerce extérieur et exposition au risque de change des dix pays adhérents en 2002

(taux en % du PIB, part en % du total des exportations)

	Régime de change en vigueur	Taux d'ouverture (a)	Part du commerce avec la zone euro
Chypre	Bandes de fluctuation par rapport à l'euro de +/- 15 %	55	nd
Estonie	<i>Currency Board</i> en euro (depuis juillet 1992)	89	44
Hongrie	Bandes de fluctuation par rapport à l'euro de +/- 15 % <i>Changement de parité le 4.06.2003</i>	66	57
Lettonie	Parité fixe vis-à-vis du DTS (dont 29 % d'euro)	51	30,6
Lituanie	<i>Currency Board</i> (uniquement en euro depuis février 2002)	57	30,8
Malte	Parité fixe par rapport à un panier de monnaies : euro (70 %), livre sterling (20 %) et dollar (10 %), avec une marge de fluctuation de +/- 0,25 %	87	nd
Pologne	Flottement libre (depuis avril 2000), avec cible d'inflation	31	60,2
Slovaquie	Flottement géré (depuis octobre 1998), avec l'euro comme monnaie de référence implicite	76	55,8
Slovénie	Flottement géré, avec l'euro comme monnaie de référence implicite	57	62,0 (b)
République tchèque	<i>Flottement géré (depuis mars 1997), avec l'euro comme monnaie de référence implicite</i>	66	62,6

(a) Moyenne des exportations et des importations de biens et services rapportées au PIB

(b) Part de l'UE à quinze et non de la zone euro dans les exportations slovènes

nd : non disponible

Source : Programmes économiques de pré-adhésion 2003

3.3. Quelques réserves sur le rôle *a priori* stabilisateur des investissements directs

Si les IDE constituent une source de financement privilégiée pour les pays au solde courant déficitaire, ils ont parfois des effets déstabilisants : lorsqu'ils excèdent largement le besoin de financement externe, ils peuvent entraîner une appréciation immédiate du taux de change, détériorant la compétitivité externe du pays ; ils n'ont d'effet positif sur la productivité qu'à moyen terme (transferts de technologies, investissements en capital, nouvelles méthodes de production...).

Par ailleurs, certains analystes soulignent qu'une partie importante des IDE dans les pays adhérents d'Europe centrale et orientale depuis dix ans résulte de privatisations et d'acquisitions d'entreprises privées. Les plus grosses opérations, dont celles qui expliquent le quasi-doublement (à 9 milliards de dollars) des investissements directs étrangers en République tchèque en 2002, le triplement en Slovaquie (à 4 milliards de dollars) et le quadruplement en Slovénie (à 1,7 milliard de dollars), sont effectivement consécutives à des privatisations ou

des prises de contrôle d'entreprises locales. Ces flux d'investissements pourraient prochainement s'affaiblir puisque, selon la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), plus de 75 % de l'appareil productif des principaux pays adhérents est d'ores et déjà privatisé. Certes, plusieurs études, dont le dernier baromètre Ernst & Young sur « l'attractivité des sites de production » (2003), signalent que, depuis 2000, les pays d'Europe centrale et orientale voient progresser rapidement le nombre d'implantations nouvelles ou d'extensions de capacités de production, tant dans le secteur industriel que dans le secteur tertiaire, mais il n'est pas sûr que l'attractivité des adhérents suffise à compenser le tarissement des privatisations. À cet égard, une étude du *Wiener Institut*¹⁰ montre que, par le passé, l'entrée dans l'Union n'a pas déclenché un accroissement notable du volume d'investissements étrangers pour trois pays dits de la cohésion (Espagne, Grèce, Portugal).

Enfin, deux points méritent d'être soulignés. Le premier concerne l'utilisation des revenus des privatisations. En effet, comme l'a montré la Hongrie au milieu des années quatre-vingt-dix, ces revenus peuvent être affectés au remboursement de la dette publique extérieure. Toutefois, dans le cas où ils entretiendraient la consommation, ils pourraient accroître les déséquilibres extérieurs. Le second point a trait aux secteurs d'implantation des IDE et aux stratégies suivies par les investisseurs étrangers. Si les IDE sont principalement effectués dans les secteurs exportateurs, ils devraient contribuer au redressement du solde courant en favorisant la croissance des exportations. En revanche, s'ils sont essentiellement tournés vers le marché intérieur, ils pourraient contrarier le redressement du solde courant, d'une part en stimulant les importations, d'autre part en engendrant des versements de bénéfices à destination des investisseurs non résidents.

3.4. Une compétitivité érodée par l'appréciation des taux de change réels

La poursuite du processus de rattrapage dans les pays adhérents entraîne trois difficultés pour le maintien de leur compétitivité et donc pour le dosage de leurs instruments de politique économique :

- la tendance à l'appréciation réelle du change, liée d'une part au processus de rattrapage du niveau général des prix intérieurs et d'autre part à l'effet Balassa-Samuelson, qui établit une relation entre le comportement des prix des biens non échangeables et les différentiels de productivité entre le secteur abrité et le secteur exposé d'une économie en rattrapage ;
- l'entrée de flux de capitaux importants et, pour une part, volatils, qui peut avoir des effets déstabilisants (risques de surchauffe, hausse des prix intérieurs ou appréciation du taux de change nominal non compensée par des gains de productivité, donc perte de compétitivité) ;

¹⁰ « From accession to cohesion: Ireland, Greece, Portugal and Spain and lessons for the next accession » by K. Laski, R. Römisch, Research Report No. 298, July 2003, WIIW

- le dilemme de politique monétaire, dit « dilemme de Tosovsky¹¹ », résultant de l'utilisation du taux d'intérêt directeur de la banque centrale pour la poursuite de deux objectifs éventuellement contradictoires dans une phase de rattrapage : la maîtrise de l'inflation et celle du taux de change.

La tendance à l'appréciation du taux de change réel constitue un risque particulièrement sérieux pour la compétitivité des pays ayant adopté un régime de change fixe (*currency board*) ou quasi fixe¹², car elle peut alors aboutir à une surévaluation des taux de change nominaux. S'agissant des pays baltes, qui ont connu au début de la transition une phase marquée par l'érosion de leur compétitivité, c'est la réalisation de gains de productivité très élevés qui a permis par la suite de limiter la tendance à l'appréciation réelle. En outre, le taux d'ouverture élevé (49 % au total, de l'ordre de 65 % si l'on exclut la Pologne), conjugué à la forte élasticité-prix des exportations, explique que les échanges extérieurs soient très sensibles à de faibles variations du taux de change (cf. Coudert et Couharde, 2002).

¹¹ Du nom de l'ancien gouverneur de la Banque centrale de Tchécoslovaquie (1990-1992) puis de la Banque nationale tchèque (1993-2000)

¹² Quatre pays adhérents sur dix ont des régimes de change rigides : l'Estonie et la Lituanie sont en *currency board* avec l'euro, le lats letton a une parité fixe vis-à-vis du DTS, la parité de la livre maltaise est fixée par rapport à un panier de monnaies dans lequel l'euro compte pour 70 %.

Le processus de convergence des nouveaux pays adhérents avec l'UE à quinze est le plus souvent accompagné de déficits courants importants. Pour partie, ceux-ci reflètent les besoins et les opportunités élevés d'investissements dans ces pays en phase de rattrapage économique. Mais, ils reflètent également une insuffisance d'épargne malgré des taux d'investissements en recul. Dans ce contexte, il importe de suivre avec attention tant l'évolution de la compétitivité que la soutenabilité des déséquilibres extérieurs. Des risques potentiels proviennent, en particulier, des conséquences du « choc d'adhésion », qui pourrait entamer la compétitivité de ces économies tout en accroissant leurs besoins de financement, mais aussi de la capacité d'absorption limitée des pays adhérents (et d'une éventuelle surchauffe).

Bien que les apports de capitaux extérieurs contribuent à la convergence réelle, ils peuvent aussi avoir des effets déstabilisants, notamment si le volume et la nature des entrées de capitaux se modifient brutalement, alors qu'aujourd'hui une grande part des déficits courants des pays adhérents est couverte par les IDE. En particulier, le tarissement prévisible des entrées de capitaux liées au processus de privatisations ne sera pas nécessairement compensé par l'attractivité des pays adhérents. Toutefois, l'augmentation récente des IDE hors privatisations, notamment en Hongrie, en Slovaquie et en République tchèque, est un facteur encourageant ; l'adhésion prochaine à l'UE est, à cet égard, un élément de nature à rassurer les investisseurs et constitue en soi un facteur essentiel d'attractivité. En tout état de cause, la poursuite d'un flux important d'investissements directs étrangers sera cruciale pour la soutenabilité des déficits courants des pays adhérents. Ceci est d'autant plus vrai que la dette extérieure de certains pays a notablement augmenté ; la poursuite de cette évolution se traduirait par une vulnérabilité significative.

Bibliographie

Artus (P.) (2002) : « Comment se résorbe un déficit courant ? », *Flash CDC-Ixis*, septembre

Aussiloux (V.) et Pajot (M.) (2003) : « Les enjeux commerciaux de l'élargissement », *Économie et statistiques*, n° 363-364-365, novembre

BERD, *Transition report update*, mai 2003

Bessone Basto (R.) et Walch (E.) (2003) : « *Competitiveness and current account sustainability in acceding countries* », unpublished paper (Banco de Portugal et Banque centrale du Luxembourg)

Coudert (V.) et Couharde (C.) (2002) : « *Exchange rate regimes and sustainable parities for CEECs in the run-up to EMU membership* », *Working Paper 2002-15*, décembre

Ernst & Young (2003), Baromètre 2003 « Attractivité du site France »

FMI, *International Financial Statistics*, octobre 2003

Freund (C.) (2000) : « *Current account adjustment in industrialised countries* », Board of governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n° 692, décembre

Laski (K.) et Römisch (R.) (2003) : « *From accession to cohesion: Ireland, Greece, Portugal and Spain and lessons for the next accession* », Vienna Institute for International Economic Studies, *Research Report*, n° 298, juillet

Perspectives économiques de l'OCDE, n° 73, juin 2003