
Pourquoi les nouveaux pays membres de l'Union Européenne sont-ils durement touchés par la crise financière ?

Eric Rugraff

Les nouveaux pays membres de l'UE sont sévèrement touchés par la crise financière mondiale ; la Hongrie et la Lettonie en tout premier lieu. La fragilité des pays d'Europe centrale et orientale est liée à l'accroissement rapide dans une période récente de leur endettement externe en devises étrangères. Les filiales des banques ouest-européennes implantées en Europe centrale et orientale ont joué un rôle de premier plan dans la distribution des crédits aux ménages et aux entreprises. Lorsque la crise financière s'est étendue aux banques ouest-européennes, elles ont brutalement réduit leur activité de crédit entraînant un ralentissement sévère des économies d'Europe centrale dont le dynamisme récent était largement fondé sur le recours à l'endettement.

Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) avaient été épargnés par la crise financière asiatique de 1997, ainsi que par la crise russe de 1998. Ils n'ont par contre pas été épargnés par la crise des *sub-primes*. Les nouveaux pays membres de l'Union européenne pourraient cette fois-ci être plus sévèrement et plus durablement touchés que les autres pays émergents. Les pays baltes et la Hongrie sont entrés en récession et les perspectives de croissance à court terme sont particulièrement mauvaises : la BERD (2009) prévoit un taux de croissance économique de - 5 % en Lettonie en 2009, de - 3.5 % en Estonie, de - 2.5 % en Lituanie et de - 2 % en Hongrie. La Lettonie et la Hongrie ont même dû demander récemment une aide d'urgence au Fonds Monétaire International.¹ Même si la situation économique est moins dramatique dans les autres PECO, ils sont tous victimes d'un ralentissement sévère de la croissance économique, d'une détérioration des finances publiques et d'une augmentation du chômage. La BERD estime que le taux de croissance économique des PECO en 2009 devrait se situer autour de 0.4 %, alors qu'en 2007 ce taux était de 6.1 %. L'effet d'un ralentissement aussi brutal de l'activité est

particulièrement sévère pour des pays émergents dont le niveau de vie demeure faible par rapport à celui des pays de l'UE-15. Dans ces pays, la transition de l'économie planifiée vers l'économie de marché a fragilisé les structures économiques et sociales, et les entreprises domestiques souffrent d'un manque de compétitivité sur les marchés internationaux.

Pourquoi les PECO ont-ils été épargnés pas la crise asiatique de 1997 et sont-ils fortement impactés par la crise actuelle ?

La crise asiatique de 1997 puisait ses racines dans le développement rapide de l'endettement, tant interne qu'externe, transformant les économies asiatiques en économies d'endettement. Les banques occidentales ont généreusement distribué à partir du début des années 1990 des crédits aux banques asiatiques ; cette phase culmine en 1995-1996. L'arrivée massive de capitaux étrangers a eu un effet expansionniste sur l'offre de monnaie. Les capitaux abondamment prêtés par les banques occidentales aux banques asiatiques ont été réalloués aux agents domestiques par les banques asiatiques. L'abondance de capitaux a poussé des banques asiatiques, dotées d'une capacité insuffisante à discriminer entre bons et mauvais risques, à distribuer aveuglément des crédits. A partir de 1997, une certaine défiance s'installe à l'égard des performances des économies asiatiques, poussant les banques occidentales à ne pas renouveler les

¹ Tout comme l'Ukraine fin octobre 2009 et la Roumanie, début mai 2009.

crédits –accordés majoritairement à court terme-. Les banques asiatiques répercutent ces restrictions sur les entreprises, qui incapables de rembourser leurs crédits, sont de plus en plus nombreuses à faire faillite. La Corée du Sud, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande plongent dans la crise et entraînent dans leur sillage le Brésil et la Russie, ainsi qu'un ensemble d'autres pays émergents.

Les PECO ont quant à eux été épargnés par la crise.² A la différence des pays asiatiques, le financement extérieur des PECO était avant tout fondé sur le recours à des capitaux étrangers non créateurs de dette : les investissements directs étrangers. Les PECO n'avaient dans les années 1990 que faiblement recours à l'endettement international, ce qui les protégeait d'un gonflement des crédits, d'une allocation défectueuse des crédits et de la volatilité des capitaux étrangers.

Les investissements étrangers ont continué à affluer dans cet espace, et ont même augmenté avec l'adhésion des dix PECO à l'UE. Mais à partir du début des années 2000, la croissance économique des PECO a été de plus en plus financée par l'endettement externe. La dynamique de croissance économique a été soutenue par l'expansion rapide des crédits domestiques aux ménages et aux entreprises et a débouché sur un renforcement des tensions inflationnistes et une détérioration des déficits courants (Laclias et Kwiecinski, 2009). Les pays baltes et la Hongrie ont été les plus touchés par ces évolutions. En Hongrie les crédits au secteur privé sont passés de 30 % du PIB en 2000 à près de 60 % du PIB en 2007 et les crédits aux ménages de 3 % du PIB à 22 % (BERD, 2009). En Lettonie, les crédits au secteur privé représentaient 30 % du PIB en 2002 et 94 % en 2007 et ceux accordés aux ménages 3 % du PIB en 2000 et 43 % en 2007. L'endettement dans le secteur privé a fortement augmenté dans l'ensemble des PECO. La Hongrie se différencie des autres PECO par le fait que l'endettement international du secteur privé se double d'un endettement international du secteur public. Dans ce pays les déséquilibres macroéconomiques sont significatifs et se traduisent

dans une politique laxiste des finances publiques (Horvath, 2008) : alors que les neuf PECO qui ont adhéré à l'UE ont des déficits publics « raisonnables » et des dettes publiques qui demeurent très largement sous la barre de 60 % du PIB, la Hongrie a connu une dégradation accélérée de ses finances publiques au cours de ces dernières années : entre 2000 et 2008 le déficit public annuel moyen s'est élevé à 6.2 % du PIB et la dette publique a atteint 73 % du PIB en 2008 (Eurostat, 2009). Ces déséquilibres ont créé une défiance des marchés à l'égard de la Hongrie, de sorte qu'en octobre 2008 la demande de bons du Trésor s'est effondrée et qu'il a fallu significativement augmenter les taux de rémunération proposés.

A l'instar des pays asiatiques dans les années 1990, les PECO sont devenus du fait de leur dépendance accrue à l'égard de financements externes, à partir des années 2000, de plus en plus vulnérables à un choc externe. Un retrait brutal des capitaux priverait l'économie des PECO des financements soutenant la croissance économique. Or, c'est exactement ce qui s'est produit avec la crise financière. Cette vulnérabilité des PECO a été exacerbée par les modalités d'endettement. En effet, les ménages et les entreprises ont eu très largement recours à des prêts en devises (en euro et en franc suisse notamment). Le cas hongrois est en la matière éclairant. Alors qu'en 2003 la quasi-totalité des crédits bancaires accordés aux ménages étaient encore libellés en forint hongrois, en 2008, environ 70 % des crédits immobiliers et plus de 50 % des crédits à la consommation accordés sont libellés en devises (Rodado et Prat, 2008). Sur la même période la part des prêts en devises aux entreprises passe de 40 % à 50 %. Les ménages et les entreprises –en particulier celles qui n'ont pas d'activité exportatrice– sont exposés au risque de change. Une dévalorisation des devises des PECO renchérit brutalement le coût des emprunts. Or avec la crise, la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois et le lei roumain se sont fortement dépréciés.³ En Hongrie, la dévalorisation du forint a été particulièrement brutale en octobre 2008, obligeant la banque centrale à augmenter fortement son taux directeur pour protéger le forint face aux attaques spéculatives et à demander l'aide du FMI.

² Seule la République tchèque a connu en 1998 un taux de croissance économique négatif (- 0.5 %), mais la croissance est repartie les années suivantes.

³ Les devises des six autres pays de l'UE n'ont pas connu les mêmes errements. La Slovaquie et la Slovénie ont adopté l'euro, tandis que les devises des trois pays baltes et de la Bulgarie sont arrimés à l'euro.

Quelles sont les spécificités de la crise en Europe centrale et orientale ?

La crise actuelle frappe le plus sévèrement les pays dont la croissance a été fondée sur une économie de l'endettement et une financiarisation poussée de l'économie (Etats-Unis, Espagne, Islande, Royaume-Uni). Dans une économie d'endettement, les banques tiennent une place centrale : ce sont elles qui par les crédits accordés, permettent aux entreprises de produire et d'investir et aux ménages de consommer. La crise des subprimes a considérablement affaibli le secteur bancaire mondial. Dans le prolongement de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, de nombreux établissements à travers le monde disparaissent. Les banques que la crise financière n'a pas emportées, grevées par des milliers de milliards d'euros d'actifs toxiques (qui augmentent jour après jour au fur et à mesure que la crise déploie ses effets et accroît le nombre d'agents économiques insolubles), n'ont d'autre choix que d'être extrêmement prudentes dans l'allocation des crédits en ne les distribuant qu'aux agents économiques qui présentent un maximum de garanties et un minimum de risques. Il en résulte un ralentissement brutal des crédits alloués et donc une diffusion massive de la crise de la sphère financière à la sphère réelle.

Dans les PECO, la très grande majorité des grandes banques et des actifs bancaires sont entre les mains des banques occidentales, et en particulier de banques autrichiennes, allemandes et italiennes. Le financement de l'économie est donc entre les mains de filiales appartenant à de grandes banques occidentales (Voir Tableau 1). Dans les années 1990, les banques à capitaux étrangers ont racheté des banques privatisées et se sont implantées dans les PECO. Dans la majorité des PECO, les rachats de banques locales se sont accélérés dans la seconde moitié des années 90. Dans cette période, les banques étrangères ne connaissant qu'imparfaitement les marchés locaux, privilégient une distribution parcimonieuse des crédits : seuls les meilleurs risques, à savoir les filiales de multinationales et les co-entreprises avaient aisément accès à des crédits. Au fur et à mesure du renforcement de leur capacité de discrimination des risques, les filiales de banques européennes ont augmenté les

volumes de crédits distribués. Les bonnes performances économiques des PECO depuis une dizaine d'années combinées à l'abondance des capitaux disponibles sur les marchés internationaux, ont poussé ces banques à accroître significativement les crédits distribués.⁴

Tableau 1. Part des actifs bancaires détenus par des banques à capitaux étrangers, en 2007

Hongrie	64,2%
Republique tchèque	84,8%
Pologne	75,5%
Slovénie	28,8%
Slovaquie	99,0%
Estonie	98,7%
Lettonie	63,8%
Lituanie	91,7%
Bulgarie	82,3%
Roumanie	87,3%

Source : BERD, 2009

Cette domination des filiales de banques occidentales dans les PECO explique le développement rapide de l'endettement extérieur dans une période récente. Les filiales d'Europe centrale des grandes banques ont accédé facilement à des financements internationaux, soit directement par le truchement de leur maison-mère, soit indirectement en passant par les marchés internationaux. Elles se sont ensuite chargées de réallouer ces capitaux aux agents économiques domestiques. Les banques occidentales ont emprunté en devises (notamment en euros), qu'elles ont ensuite prêtées aux agents économiques ce qui leur permettait de ne pas supporter le risque de change. Les obligations de respect de règles prudentielles relatives au risque de change ont également incité les banques à réduire leurs positions ouvertes de change. Quant aux ménages et entreprises des PECO, ils ont parié sur la revalorisation de leur devise nationale du fait du rattrapage économique et ont voulu profiter de taux d'intérêt débiteurs plus faibles d'un emprunt

⁴ Le développement financier des PECO demeure toutefois significativement plus faible que celui des pays de l'UE-15 : dans les PECO le volume des crédits aux ménages et aux entreprises se situe dans une fourchette de 30 à 90 % du PIB alors que dans les pays de la zone euro la moyenne est de 125 %.

en devise qu'en monnaie locale. Bien que l'augmentation de la part de l'endettement en devises étrangères concerne tous les PECO, les différences entre pays demeurent marquées. Le phénomène demeure limité en République tchèque, Pologne et Slovaquie, ce qui contribue également à expliquer que ces pays n'ont pas sombré dans la crise. Par contre, dans les pays baltes, cette forme d'endettement a augmenté de manière exponentielle : en 2007, le crédit en devises étrangères représentait l'équivalent de 70 % du PIB en Estonie et en Lettonie (IMF, 2008, p.179).

Lorsque les banques d'Europe occidentale ont été mises en difficulté par la crise financière, elles ont réduit les crédits aux filiales d'Europe centrale. Avec la crise financière, la liquidité en devises se raréfie, et il devient également beaucoup plus difficile et plus coûteux aux agents économiques dans les PECO de s'approvisionner en liquidités sur les marchés internationaux. La crise se diffuse alors à la sphère réelle en Europe centrale et orientale. Les entreprises des PECO doivent faire face à une contraction de la demande interne et ne peuvent pas compter sur un relais du moteur externe, dans la mesure où, la demande dans l'UE-15 -qui est leur principal marché d'exportation- se contracte également.

L'appartenance à l'UE protège-t-elle les PECO de la crise ?

On peut considérer que l'entrée des PECO dans l'UE, -en 2004 pour la Hongrie, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie et pays baltes, et en 2007 pour la Bulgarie et la Roumanie-, a eu deux effets inverses sur la crise financière dans les PECO :

Un « effet atténuateur de crise ». L'appartenance des PECO à l'UE est rassurante pour les marchés financiers, les banquiers et les entreprises. D'abord parce que les pays « in » ont un potentiel de croissance économique supérieur à moyen et long terme par rapport aux pays « out » (dû aux effets économiques positifs de l'intégration économique). Ensuite, parce que la solidarité joue entre les pays de l'UE, même si elle demeure limitée et si l'UE s'oppose à la mise en place d'un plan d'aide global aux PECO. De facto, le Conseil européen de printemps (20 mars

2009) a décidé d'accorder une enveloppe de 50 milliards d'euros destinée à équilibrer la balance des paiements des pays en difficultés, et notamment de la Hongrie et de la Lettonie, et à renforcer la capacité d'intervention du FMI en lui allouant 75 milliards d'euros. Enfin, parce que l'adhésion à l'UE a permis à certains pays -Slovénie et Slovaquie- d'adopter l'euro et donc de les mettre à l'abri des attaques spéculatives qui conduisent à des dépréciations sévères, et plus généralement à une forte volatilité des monnaies des pays d'Europe centrale et orientale.

Mais on peut également considérer que l'intégration des PECO dans l'UE a eu un « effet accélérateur de crise ». L'adhésion des PECO à l'UE (notamment de ceux de la première vague) a ouvert de nouvelles opportunités aux banques occidentales. Elles ont été incitées à multiplier leurs implantations en Europe centrale et à se lancer dans une politique de distribution généreuse des crédits à l'économie. L'adhésion à l'UE s'est surtout traduite par une libéralisation totale des mouvements de capitaux qui a permis aux agents économiques des PECO d'emprunter en devises étrangères en souscrivant des crédits auprès des banques locales ou en empruntant directement sur les marchés occidentaux. Or, il est aujourd'hui très largement reconnu dans la littérature économique que la libéralisation financière est source de risque pour des économies émergentes (Rodrick et Subramanian, 2008). Tout pays adhérant à l'UE doit reprendre l'Acquis communautaire et la libéralisation des mouvements de capitaux qui en fait partie. Comme le montre la crise actuelle, cette mesure fait courir des risques supplémentaires aux économies émergentes d'Europe centrale et orientale qui demeurent économiquement et socialement fragiles.

Éléments bibliographiques

Horvath J., 2009, 2008 Hungarian Financial Crisis, Case Network E-briefs, January.

IMF Survey, 2008, November, Vol. 37/1.

Laclias S., Kwiecinski, 2009, Europe centrale et orientale : attachez vos ceintures !, Crédit Agricole Eclairages, Janvier, pp.6-9.

Rodado J.C., Prat S., 2008, La Hongrie n'est pas l'Islande mais demeure le maillon faible de l'Europe centrale, Natixis Special Report, 23 octobre.

Sites internet

Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD/EBRD) :

<http://www.ebrd.com/country/sector/economy/stats>

et

<http://www.ebrd.com/new/pressrel/2009/090127.pdf>

Eurostat :

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Rodrick D., Subramanian A., 2008, Why did financial Globalization Disappoint ? : http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Why_Did_FG_Disappoint_March_24_2008.pdf