



UNE MARÉE MONTANTE PEUT NE PAS SOULEVER TOUS LES BATEAUX : LES DÉFIS DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE EN EUROPE DE L'EST

JEAN LEMIERRE *

Malgré un environnement mondial défavorable, les économies en transition de l'Europe Centrale et Orientale et la Communauté des États Indépendants (CEI) ont attiré des flux nets croissants de capitaux internationaux ces dernières années. Ceci indique que la confiance des investisseurs dans la région s'est rétablie relativement rapidement à la suite de la crise financière russe d'août 1998 et que la région a été largement préservée du ralentissement économique mondial des années 2001 - 2002 et de l'aversion accrue au risque parmi les investisseurs. Durant cette période, la performance des marchés financiers en Europe de l'Est a surpassé celle de la plupart des autres marchés émergents, en particulier en Amérique Latine où les turbulences politiques et économiques ayant secoué l'Argentine et le Brésil ont conduit à une période de faibles performances boursières et de marges élevées sur les obligations internationales¹. Le caractère limité de la contagion financière de l'Amérique Latine vers l'Europe de l'Est suggère que les investisseurs internationaux opèrent une distinction croissante entre les économies de marché émergentes sur la base de leurs performances macroéconomiques et de leurs progrès en matière de réformes structurelles et institutionnelles, tandis que la confiance croissante des consommateurs et des investisseurs dans la région a contribué à soutenir la croissance dans une période de demande externe faible. Ces deux développements soulignent les avantages significatifs résultant de la stabilité macroéconomique et des réformes durables vers l'économie de marché.

* Président de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD).

Les progrès que les économies en transition ont enregistréés durant 12 années de réforme se sont néanmoins accompagnés de nouveaux défis politiques. Tandis que la plus grande partie des capitaux internationaux continue à affluer dans la région sous la forme d'investissements directs étrangers (IDE), la destination des flux d'IDE parmi les économies de transition est sélective et demeure hautement concentrée. Les pays d'Europe Centrale et Orientale et les États baltes (ci-après, les « pays ECB »), qui sont relativement avancés dans leur transition vers l'économie de marché et qui, à l'exception de la Croatie, doivent entrer dans l'Union européenne en mai 2004, attirent l'essentiel des flux d'IDE. La Russie et les autres pays de la CEI riches en ressources énergétiques constituent également une destination de plus en plus prisée pour les IDE. Dans les pays ECB avancés, les IDE ont, durant une grande partie de la période de transition, été associés essentiellement aux recettes découlant des privatisations de grandes entreprises, dans les secteurs des infrastructures, de la finance et de quelques autres industries. À présent que le processus de privatisation est largement avancé, plus d'efforts doivent être consentis afin d'améliorer l'environnement des affaires dans ces pays en vue de soutenir et d'orienter les flux d'IDE vers les *greenfield investments* (investissements *ex nihilo*). Les pays de la CEI riches en ressources énergétiques doivent également améliorer leur environnement des affaires afin d'encourager les flux d'IDE vers des secteurs autres que les ressources naturelles et ainsi accroître leur diversification économique, tandis que le reste de la CEI et de l'Europe du Sud-Est (ci-après, « pays ESE ») doit faire plus d'efforts pour accroître les flux nets entrants d'IDE au-dessus de leurs faibles niveaux actuels. Une leçon importante tirée de l'expérience des pays réformateurs les plus avancés est que les bénéfices apportés par la réforme en termes d'investissement étranger s'intensifient au fur et à mesure que la mise en place des réformes devient plus exhaustive et effective. En réalité, les entreprises de certains des pays appelés à rejoindre l'Union européenne, tels que la Hongrie et la Slovénie, deviennent à présent une source significative de flux d'IDE en direction des autres économies en transition.

Les économies en transition ont également commencé à profiter d'un accès plus large aux marchés internationaux de capitaux, sous la forme de flux nets de portefeuille et de prêts bancaires internationaux, bien que dans de bien moindres proportions que pour les IDE. Les économies en transition ont été en mesure d'augmenter leurs émissions obligataires internationales, d'allonger la maturité moyenne de ces émissions et d'adapter la ventilation en devises des nouvelles émissions à celle des flux commerciaux et des stocks d'actifs. De plus, les marchés obligataires domestiques ont attiré des investissements étrangers significatifs, repré-



sentant une source de plus en plus importante de financement pour les économies en transition, notamment dans certains pays candidats à l'UE dont les gouvernements ont fait appel de façon significative aux émissions obligataires comme source de financement. Des évolutions similaires en tendance sont reflétées par les prêts bancaires internationaux vers la région et les dépôts qui en proviennent. Ces dernières années, le volume des prêts bancaires internationaux en direction des pays en transition s'est accru considérablement, en particulier vers les pays candidats à l'UE, tandis que l'on observait un déclin des dépôts internationaux nets en provenance des économies en transition, en raison du rapatriement d'une partie de leurs dépôts par les investisseurs des économies en transition avancées.

Ces flux bancaires et de portefeuille nets internationaux vers les pays en transition sur le point de rejoindre l'UE apparaissent correspondre de manière croissante à des stratégies d'investissement et de financement souvent qualifiées de *convergence plays*. Ces stratégies visent à tirer profit des différentiels entre les taux d'intérêt dans les pays candidats à l'UE et les taux européens et américains, en anticipant une relative stabilité, voire l'appréciation, des taux de change nominaux dans la région. Par exemple, anticipant la stabilité ou l'appréciation de la monnaie locale, les entreprises nationales peuvent chercher à emprunter en devise auprès de banques internationales et à bénéficier dès lors de taux d'intérêt internationaux inférieurs à ceux offerts dans le cadre de prêts en monnaie locale sur les marchés domestiques. De même, les investisseurs internationaux peuvent être attirés par les titres obligataires de la région en raison de leurs rendements relativement élevés et parce qu'ils considèrent improbable que les monnaies locales se déprécient en termes nominaux.

Les deux stratégies exposent potentiellement les emprunteurs et les investisseurs à un risque de change et c'est pourquoi elles doivent être efficacement gérées et suivies par les parties prenantes de ces transactions et par les autorités de supervision et de régulation financière concernées. Dans la mesure où les sociétés non financières, qui tendent à ne pas être soumises aux réglementations financières, assument un tel risque de change, une responsabilité particulière pèsera sur les systèmes de gestion des risques du côté des prêteurs. Si des développements macroéconomiques défavorables ou un changement de préférence des investisseurs devaient entraîner un dénouement soudain de ces *convergence plays*, l'inversion des flux de capitaux et l'affaiblissement de la valeur externe des monnaies locales pourraient être très perturbateurs. Dès lors, l'intégration de plus en plus poussée des pays candidats à l'UE dans les marchés financiers européens et internationaux indique la nécessité de renforcer les fondations de la stabilité macroéconomique. Les déficits

budgetaires élevés et, parfois non soutenables, des pays d'Europe Centrale, candidats à l'adhésion, augmentent le risque d'une perte soudaine de confiance des marchés, d'un ajustement à la baisse des *credit ratings* et d'inversions brusques des flux de capitaux privés. Un tel dénouement brutal des *convergence plays*, observé en 1998, peut être perturbateur et dommageable pour l'activité économique réelle. Les exigences budgétaires imposées aux pays candidats en vue d'adopter l'acquis communautaire dans les domaines de l'environnement et des transports, de préparer ces pays au respect du Pacte de Stabilité et de Croissance une fois entrés dans l'UE, et de préparer leur participation au Mécanisme de taux de change et finalement l'adoption de l'euro rendent la consolidation budgétaire d'autant plus urgente. Il est également nécessaire de s'assurer que la réglementation et la supervision financière suivront le rythme du processus d'intégration financière internationale et de diversification des portefeuilles.

En résumé, toutes les économies en transition font face au double défi consistant à accroître leur capacité à attirer les capitaux internationaux, en particulier sous la forme d'IDE, tout en préservant parallèlement les fondements de leur stabilité financière. De fait, les économies en transition sont devenues une destination relativement plus attractive pour les capitaux internationaux ces dernières années, mais des efforts supplémentaires doivent être déployés afin d'améliorer l'environnement des affaires dans la région². De plus, les autorités de la région doivent conduire des politiques saines en matière monétaire et budgétaire, à même de maintenir les différentiels de taux d'intérêts avec les marchés européen et américain à un niveau minimum ; elles doivent en outre mettre en place une réglementation et une supervision financières performantes permettant de gérer et de contrôler efficacement les risques³.

FLUX DE CAPITAUX NETS VERS LES ÉCONOMIES EN TRANSITION

Les flux totaux de capitaux nets vers les économies en transition se sont rétablis de manière significative après avoir chuté brusquement à la suite de la crise russe. Après une sortie nette de capitaux de la région d'environ 8 Md\$ US en 2000, les entrées nettes de capitaux ont grimpé à 28 Md\$ US en 2001 et à 33 Md\$ US en 2002 (voir tableau n° 1)⁴. Ceci reflète principalement un renversement des flux nets de capitaux privés, qui se sont élevés à 33 Md\$ US en 2001 et 37 Md\$ US en 2002, comparés à un flux net négatif de 6 Md\$ US en 2000. Il est significatif que cette croissance des flux nets de capitaux privés vers les économies en transition soit intervenue à un moment où les investisseurs internationaux réduisaient leurs flux nets en direction des marchés émergents

Tableau n° 1
Flux de capitaux nets vers les économies de transition, 1996 - 2002
(en M\$ US)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Économies de transition</i>							
Total flux de capitaux, net	24 423	26 500	34 830	14 395	- 7 731	28 204	33 290
IDE	12 850	15 383	21 617	24 201	23 137	24 916	26 975
Investissement de portefeuille	13 092	23 405	13 183	1 563	- 10 584	1 913	2 889
Autres investissements, y compris prêts bancaires	- 1 519	- 12 288	30	- 11 369	- 20 284	1 375	3 425
Total flux privés, net	22 266	- 6 113	16 922	14 823	- 6 468	33 284	36 747
Total flux officiels, net	2 157	32 613	17 908	- 428	- 1 263	- 5 080	- 3 457
<i>Europe Centrale et Orientale et les Pays Baltes (ECB)</i>							
Total flux de capitaux, net	14 588	5 048	21 851	24 100	21 709	26 024	29 446
IDE	7 789	7 763	13 339	17 538	18 551	18 190	20 342
Investissement de portefeuille	834	2 461	4 565	2 933	2 754	3 899	5 027
Autres investissements, y compris prêts bancaires	5 965	- 5 176	3 947	3 628	404	3 935	4 077
Total flux privés, net	15 101	5 061	22 067	23 819	20 773	25 719	29 136
Total flux officiels, net	- 513	- 13	- 216	281	937	305	309
<i>Europe du Sud-Est (ESE)</i>							
Total flux de capitaux, net	1 574	3 542	2 427	1 742	3 372	3 752	3 198
IDE	662	1 834	2 836	1 892	2 372	2 444	1 736
Investissement de portefeuille	- 122	951	- 70	- 216	- 19	897	381
Autres investissements, y compris prêts bancaires	1 035	758	- 339	66	1 019	411	1 082
Total flux privés, net	1 419	3 100	2 023	1 713	3 461	3 998	3 029
Total flux officiels, net	155	443	405	29	- 88	- 247	169
<i>Communauté des États Indépendants (CEI)</i>							
Total flux de capitaux, net	8 261	17 910	10 551	- 11 446	- 32 813	- 1 571	646
IDE	4 400	5 786	5 442	4 771	2 213	4 282	4 898
Investissement de portefeuille	12 380	19 994	8 688	- 1 154	- 13 319	- 2 882	- 2 519
Autres investissements, y compris prêts bancaires	- 8 519	- 7 870	- 3 578	- 15 063	- 21 706	- 2 971	- 1 733
Total flux privés, net	5 746	- 14 273	- 7 169	- 10 708	- 30 701	3 567	4 582
Total flux officiels, net	2 515	32 183	17 720	- 738	- 2 112	- 5 139	- 3 936

Sources : BERD, Institute of International Finance, Inc., FMI *International Financial Statistics*, autorités nationales et *World Economic Outlook*.

Remarque : Faute de données suffisantes, les données concernant l'Europe du Sud-Est ne comprennent pas celles de la Bosnie-Herzégovine, ni celles de la Serbie et du Monténégro.



d'Amérique Latine, du Moyen-Orient et de la Turquie. Les marchés d'Asie ont été les seuls autres marchés émergents en mesure d'attirer des flux de capitaux privés croissants durant cette période. Suite à cette réallocation, les flux nets de capitaux privés vers les économies en transition ont dépassé ceux à destination de l'Amérique Latine pour la première fois en 2001 et 2002⁵.

À l'instar des autres marchés émergents, la plus grande partie des flux de capitaux privés vers les économies de transition prend la forme d'investissements directs étrangers (IDE). Malgré une diminution des flux d'IDE à l'échelle internationale ces dernières années, les flux d'IDE nets vers les économies en transition se sont élevés à 25 Md\$ US en 2001 et à 27 Md\$ US en 2002, par rapport à 23 Md\$ US en 2000. Les pays en transition ECB avancés ont continué d'attirer la plus grande partie des flux d'IDE nets - environ les trois-quarts des flux totaux vers la région. Néanmoins, la part des flux d'IDE nets totaux attirée par ces pays a chuté constamment depuis son pic de l'année 2000, avec le ralentissement du processus de privatisation dans ces pays. Dans le même temps, les pays de la CEI ont enregistré une augmentation de leur part dans les IDE nets vers les économies en transition. Cette part est passée d'environ 10 % en 2000 à près de 20 % en 2002, profitant pour l'essentiel aux grands États de la CEI, riches en ressources énergétiques (Azerbaïdjan, Kazakhstan et Russie).

Les flux de portefeuille nets totaux vers les économies en transition ont augmenté ces dernières années, passant à 2 Md\$ US en 2001 et à 3 Md\$ US en 2002, pour un flux négatif de 10 Md\$ US en 2000. Bien que ceci indique une confiance accrue des investisseurs dans la région, il convient d'émettre deux réserves. Premièrement, malgré leur augmentation récente, les flux de portefeuille nets en 2002 sont restés largement en dessous de leurs niveaux de 1998, ce qui souligne à la fois le temps nécessaire pour rétablir la confiance à la suite d'une crise et la portée de l'optimisme excessif relatif aux perspectives des économies en transition avant les retombées négatives de la crise d'août 1998. Deuxièmement, à la différence des IDE, il existe peu d'éléments montrant que la destination des flux de portefeuille se soit élargie parmi les régions secondaires ou mineures, les pays avancés ECB accueillant en effet plus de 100 % des flux de portefeuille nets reçus par la région dans son ensemble⁶. Les flux nets de portefeuille vers l'Europe du Sud-Est (ESE) se situent à un niveau minimal et ceux destinés à la CEI ont été négatifs, reflétant ainsi une fuite continue quoique décroissante des capitaux.

Les autres flux de capitaux nets privés - y compris les prêts bancaires internationaux moins les dépôts et les autres flux privés - vers la région ont augmenté pour passer à 1 Md\$ US en 2001 et 3 Md\$ US en 2002,



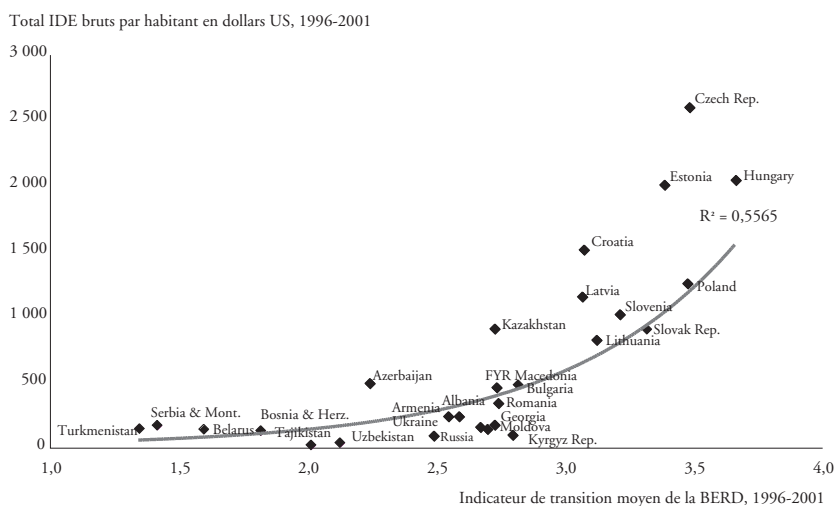
par rapport à un flux négatif de 20 Md\$ US en 2000. Ce renversement reflète non seulement un déclin marqué des sorties nettes de capitaux de la CEI, mais également une augmentation significative des flux nets vers les économies en transition avancées ECB. De fait, les flux nets de 4 Md\$ US en 2002 vers ces pays avancés sont équivalents au pic atteint précédemment en 1998.

INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS

Les pays de la région qui ont maintenu un niveau significatif d'entrées de capitaux privés nets sont les économies ECB avancées dans la transition l'essentiel de ces entrées de capitaux ayant pris la forme d'investissements directs étrangers. Les capitaux à long terme ont été attirés vers ces économies en transition avancées par leur relative stabilité macroéconomique, la croissance des marchés domestiques et un environnement des affaires favorable, créé par les réformes structurelles et institutionnelles ainsi que la perspective (à présent pratiquement certaine) d'adhésion à l'Union européenne. Par exemple, les bénéfices résultant des réformes structurelles et institutionnelles en termes d'investissements étrangers peuvent être mesurés à l'aune d'une relation statistique significative et positive entre les entrées d'IDE bruts cumulés par habitant et les progrès en matière de transition enregistrés par les indicateurs de la BERD (voir graphique n° 1)⁷. La relation entre les IDE cumulés par habitant et les progrès en matière de réforme est non seulement positive, mais se renforce également à la marge avec un progrès continu en matière de réforme au moins dans le cadre du champ couvert par les indicateurs de transition. Ce rendement croissant des réformes en termes d'investissements étrangers souligne l'existence potentielle de complémentarités parmi les réformes vers l'économie de marché, à mesure que leur mise en œuvre devient plus exhaustive et effective dans les diverses dimensions de réforme.

Parallèlement, les privatisations d'entreprises avec apport de fonds ont créé des opportunités d'achat significatives dans les pays ECB et, dans une moindre mesure, dans les pays ESE et de la CEI. Les pays qui ont dégagé le plus de recettes de privatisation par habitant, comme la Croatie, la République Tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lituanie, le Kazakhstan, la Pologne, la République Slovaque et la Slovénie, ont également attiré, en règle générale, relativement plus d'IDE par habitant. De plus, quelques pays ont été en mesure d'attirer des entrées significatives d'IDE sans avoir recours aux privatisations de grandes entreprises avec apport de fonds. Il s'agit typiquement de *greenfield investments* dans des pays relativement avancés en matière de réforme

Graphique n° 1 Investissements directs étrangers bruts par habitant et progrès dans la transition



8

(comme la République Tchèque et la Hongrie), ou bien d'investissements dans les secteurs pétrolier et gazier dans un petit nombre de pays de la CEI riches en ressources énergétiques.

Un défi majeur pour les économies en transition qui achèvent la privatisation de leurs grandes entreprises, comme les pays qui doivent accéder à l'UE en mai 2004 ou les pays qui cherchent à diversifier leurs économies afin d'éviter une dépendance excessive à l'égard du secteur des ressources naturelles consiste à inciter les IDE à s'investir dans des créations d'entreprises *ex nihilo* et des entreprises privées. L'attractivité des actifs productifs, nouveaux ou existants, dépend de l'équilibre entre risque et rendement offert par les opportunités d'investissement dans les pays de la région. La qualité de l'environnement des affaires est un facteur clé de cet équilibre. Un environnement économique sain requiert non seulement des réformes structurelles et institutionnelles englobant toutes les dimensions couvertes par les indicateurs en transition de la BERD, mais aussi la réforme des administrations judiciaire et publique et des mesures de lutte contre la corruption.

Tandis que les entrées brutes d'IDE vers les économies en transition ont augmenté de manière continue, les sorties brutes d'IDE en provenance des économies en transition demeurent relativement limitées et concentrées dans quelques pays de la région. Ces dernières années, les

sorties totales d'IDE à partir de la Croatie, de l'Estonie, de la Hongrie, de la Russie et de la Slovaquie, représentaient pratiquement l'ensemble des sorties d'IDE à partir des économies en transition (voir tableau n° 2). Parmi ces pays, la Russie représentait à elle seule près des trois-quarts des flux sortants d'IDE de la région.

Tableau n° 2
Sorties brutes d'investissements directs étrangers en provenance
des économies de transition, 1995 - 2001
(en M\$ US)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ECB	59	359	988	1 232	180	804	883
ESE	14	11	-2	-7	41	-2	-6
CEI	941	909	3 420	1 604	2 538	3 499	2 755
Total	1 014	1 280	4 406	2 829	2 760	4 301	3 631
dont :							
Croatie	6	55	186	97	35	29	119
Estonie	3	40	137	6	83	63	184
Hongrie	43	-3	431	481	249	555	337
Russie	606	923	3 184	1 270	2 208	3 208	2 618
Slovaquie	-5	6	36	-2	38	66	104

Source : Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED).

Bien que les entreprises russes orientent une partie de leurs IDE sortants vers les autres économies en transition (en particulier vers la Pologne en raison de la construction de nouveaux pipelines), la part estimée des flux sortants d'IDE russes vers les autres pays de la CEI est relativement réduite et représente 10 à 20 % du total des flux sortants d'IDE russes en 2000 et 2001. Ceci peut refléter la nature sous-jacente des entreprises russes qui sont engagées dans des IDE sortants. Ces sociétés sont essentiellement actives dans les secteurs des ressources naturelles et des transports. La nature de ces secteurs, combinée à une concentration élevée de la propriété et des richesses en Russie, a conduit à ce que les IDE russes s'orientent principalement vers les économies développées, en particulier celles d'Europe Occidentale pour des raisons commerciales et de diversification des risques.

À la grande différence des flux d'IDE sortants à partir de la Russie, les flux sortants des autres économies en transition sont souvent ciblés vers les économies en transition voisines. Les flux d'investissements étrangers en provenance de la République Tchèque et de la Slovaquie à destination des autres pays ECB et ESE représentent 58 % et 90 % du total des IDE sortants de ces pays, respectivement. De plus, les filiales des sociétés mères étrangères représentent une proportion croissante de



ces investissements, suggérant ainsi que les investisseurs étrangers dans les économies en transition réalisent leurs investissements selon une approche ordonnée choisissant en premier lieu des économies en transition voisines pour lesquelles peuvent exister des liens culturels étroits et une meilleure compréhension de l'environnement des affaires. Dans un second temps l'expérience tirée de ces investissements est mise à profit pour se déplacer plus loin, en effectuant un investissement *via* la filiale et en utilisant les affinités culturelles et économiques du personnel de cette filiale.

Ceci suggère que les flux sortants d'IDE entre économies en transition présentent un potentiel de croissance élevé à la suite de leur entrée dans l'UE, dans la mesure où les filiales étrangères situées dans les pays adhérent à l'Union européenne cherchent à tirer parti des coûts relativement plus bas dans les pays en transition voisins des candidats à l'adhésion ainsi que de leur compréhension de l'environnement économique de ces pays. Cette situation pourrait profiter aux nouveaux États voisins de l'UE qui pourraient bénéficier d'un environnement économique et de technologies améliorés dans les économies en transition investissant à l'extérieur. Parallèlement, les nouveaux États voisins de l'UE doivent faire plus d'efforts pour améliorer leur environnement économique à travers des réformes continues visant à attirer de manière compétitive les investissements internationaux.

FLUX D'INVESTISSEMENT DE PORTEFEUILLE

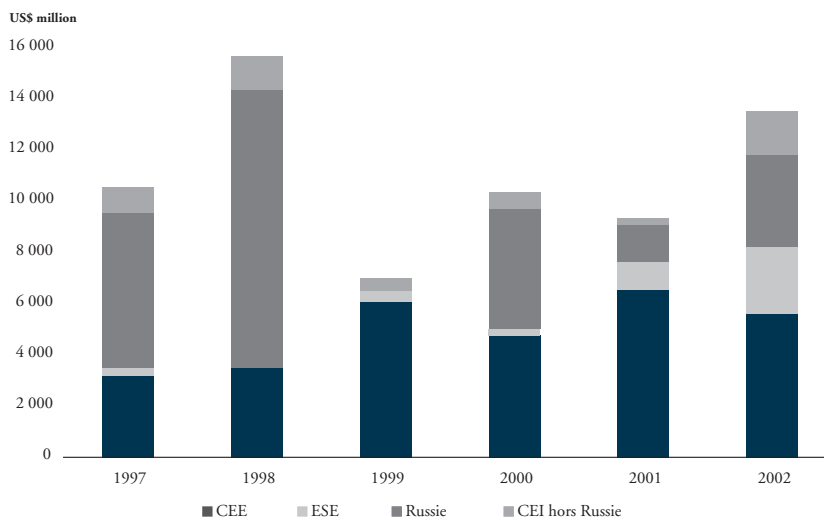
Les flux d'investissement de portefeuille vers les économies en transition se composent principalement d'émissions internationales d'obligations souveraines et d'investissements étrangers dans des titres d'État émis sur les marchés domestiques. Ces flux entrants de capitaux se concentrent sur certains des pays ECB les plus avancés dans leurs réformes, notamment la République Tchèque, la Hongrie et la Pologne, ainsi que la Russie. Les entreprises privées des économies en transition ont eu un accès relativement limité aux marchés obligataires et boursiers internationaux, même si l'on a observé durant ces deux dernières années une augmentation significative de leur présence sur ces marchés. Les marchés domestiques d'émissions obligataires privées demeurent limités essentiellement aux obligations d'État, même dans les pays ECB les plus avancés en matière de réformes, tandis que le développement des marchés boursiers de la région a été freiné par les faiblesses persistantes en matière de protection des droits des actionnaires minoritaires et l'absence virtuelle de nouvelles offres publiques de vente.

L'accroissement des émissions obligataires internationales a contribué à l'augmentation des flux entrants nets de titres en portefeuille vers



la région. Le total des émissions d'obligations internationales par des emprunteurs de la région est passé de 10 Md\$ US en 2000 et de 8 Md\$ US en 2001 à 13 Md\$ US en 2002 (voir graphique n° 2). Les emprunteurs des pays ECB et ESE ont maintenu leur émission brute en 2001 et 2002 à environ 8 Md\$ US, par rapport à 5 Md\$ US en 2000, tandis que les pays de la CEI ont enregistré un rebond des émissions internationales d'obligations souveraines à 5 Md\$ US en 2002, après avoir connu un creux à 2 Md\$ US en 2001 en raison de besoins de financement plus importants et d'un meilleur accès au marché international des emprunteurs privés russes. De plus, les émissions d'obligations internationales par les emprunteurs des économies en transition en 2001 et en 2002 ont été caractérisées par des échéances plus longues qu'en 2000. Parallèlement, l'euro a progressivement pris la place du dollar américain en tant que principale monnaie d'émission pour les pays ECB, tandis que la Russie et le reste de la CEI continuent à émettre principalement en dollars. Ce recours accru à la monnaie européenne est une conséquence de l'intégration commerciale et financière croissante des pays en transition ECB et ESE avec l'Union européenne à travers le processus d'adhésion à l'UE. En libellant les nouvelles euro-obligations en euros, ces pays rééquilibrent progressivement la composition en devises de leur dette extérieure pour mieux refléter la composition en devises de leurs flux commerciaux et de leurs participations.

Graphique n° 2
Émissions d'obligations internationales par les économies
en transition, 1997 - 2002



Source : Dealogic (Bondware).

Les marchés obligataires domestiques de la région sont restés relativement actifs ces dernières années et les nouvelles émissions d'obligations domestiques dans les économies en transition ont dépassé les émissions d'emprunts internationaux dans un rapport de pratiquement cinq à un. Les émissions d'obligations domestiques dans les économies en transition se sont élevées à 54 Md\$ US en 2002, quelque peu en baisse par rapport à 64 Md\$ US en 2001 et 66 Md\$ US en 2000. Malgré ce léger tassement dans l'émission d'emprunts domestiques, les investisseurs de portefeuille étrangers semblent avoir accru leur participation dans ces marchés, notamment en Pologne où ils ont été attirés par des rendements relativement élevés. De plus, certaines économies en transition ont commencé à émettre des euro-obligations dans leurs monnaies locales, pour un volume équivalent à environ 2 % des émissions totales en 2002. Cette évolution indique que la confiance des investisseurs dans les monnaies nationales des pays ECB s'est améliorée, permettant aux émetteurs de ces pays d'intéresser une base d'investisseurs plus large par des émissions en monnaies locales sur les marchés internationaux.

12

L'activité soutenue des marchés internationaux et domestiques des titres de dette des emprunteurs des économies en transition contraste avec l'état moribond des marchés boursiers internationaux et domestiques en termes de nouvelles émissions. La valeur des émissions d'actions internationales dans la région en 2001 et en 2002 s'est élevée à environ 2 Md\$ américains ; elles concernent principalement des émetteurs russes⁸. Parallèlement, les nouvelles émissions sur les marchés domestiques de la région ont totalisé près de 3 Md\$, pour l'essentiel sur les marchés polonais et russe⁹. La création des conditions permettant aux actions d'offrir des opportunités de placement et des instruments de financement plus attractifs constitue un défi majeur en matière de réformes pour la région. Ceci nécessite une amélioration des normes et des pratiques en matière de gouvernance d'entreprise et une protection plus efficace des droits des actionnaires minoritaires.

Tandis que les nouvelles émissions de titres fournissent une indication importante de la demande d'investissement et de la liquidité du marché, les flux d'investissement de portefeuille nets sont déterminés non seulement par l'activité des émissions sur les marchés internationaux et domestiques, mais aussi par l'attractivité de toutes les obligations, actions et autres titres déjà en circulation. Celle-ci dépend à son tour de la conjoncture et des perspectives macroéconomiques internationales, de la qualité de l'environnement des affaires et de la performance des entreprises, ainsi que de la taille et de

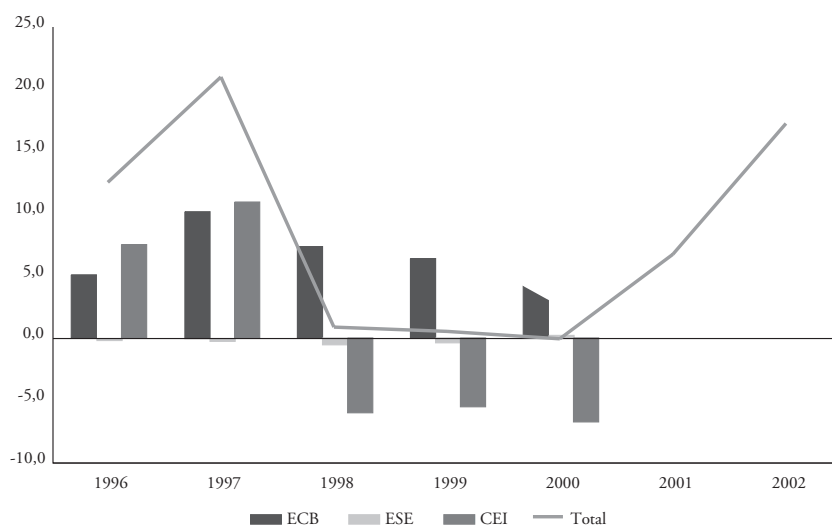


la liquidité des marchés financiers locaux. Cependant, il est important de constater que l'ouverture croissante des économies en transition aux flux de capitaux internationaux les rend plus exposées aux crises financières, en particulier lorsque les fondements de la stabilité macroéconomique sont faibles et lorsque le processus de réforme est inégal et incomplet. Il est important de constater que l'ouverture aux flux de portefeuille internationaux peut contribuer à stimuler ce processus de développement financier et économique par l'accroissement de la concurrence dans la prestation de services financiers, le renforcement des pressions vers plus de réformes et le développement du financement des investissements privés par le marché. Mais l'ouverture peut également accroître la vulnérabilité aux crises dans la mesure où les investisseurs ont plus d'opportunités de rééquilibrer leurs portefeuilles en réponse aux changements de politiques, aux évolutions du marché et aux préférences des investisseurs, en procédant éventuellement à de brusques changements de leurs allocations de portefeuille, susceptibles de perturber à la fois les marchés boursiers et les marchés des changes. De tels revirements deviennent plus probables lorsque la soutenabilité des politiques macroéconomiques est mise en doute et lorsque les risques de marché et de crédit sont évalués et gérés de manière inadéquate.

PRÊTS ET DÉPÔTS BANCAIRES INTERNATIONAUX

Si les banques internationales ont réduit drastiquement leurs prêts aux économies en transition à la suite de la crise russe, cette tendance s'est inversée au cours des deux dernières années. Après avoir maintenu leurs engagements nets constants vis-à-vis des emprunteurs des économies en transition en 1999 et 2000, les banques internationales ont accru leurs prêts nets à 7 Md\$ en 2001 et 17 Md\$ en 2002 (voir graphique n° 3). La plus grande partie du financement bancaire international net des économies en transition s'est orientée vers les pays ECB avancés et, à l'intérieur de ces pays, les emprunteurs du secteur privé non financier et ceux du secteur public. Cependant, à l'instar des flux entrants d'IDE vers la région, les banques internationales ont commencé l'année dernière à augmenter leurs engagements dans les pays de la CEI, en particulier en Russie, et en Russie même, vis-à-vis d'emprunteurs privés non financiers. Les banques internationales ont également commencé à accroître leurs engagements vis-à-vis des banques des économies en transition, en particulier dans les pays ECB. Ceci annonce le renversement d'un déclin marqué des créances des banques internationales vis-à-vis des banques des économies en transition qui a commencé en 1999.

Graphique n° 3
Prêts nets des banques internationales aux économies
en transition, 1996 - 2002



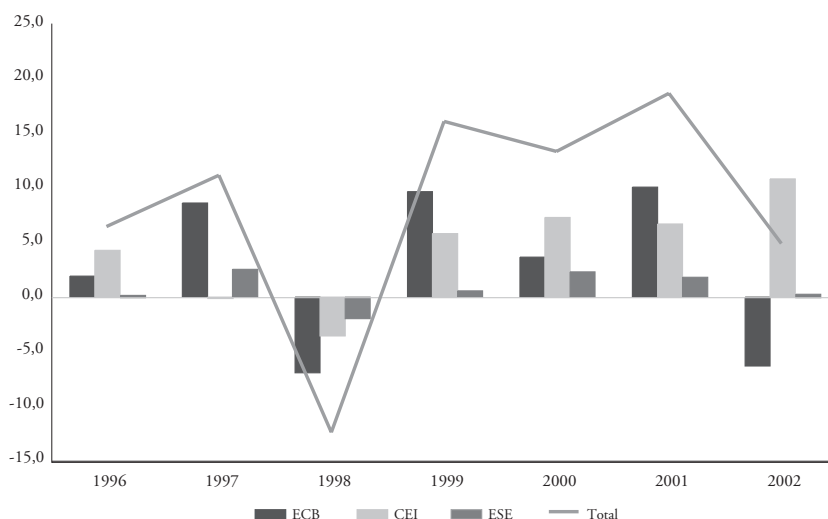
Source : Banque des Règlements Internationaux.

14

Ces dernières années, tandis que les banques internationales augmentaient de manière significative leur financement net global des économies en transition, le flux net par lequel les investisseurs des économies de transition ont augmenté leurs dépôts et autres créances vis-à-vis des banques internationales, a décliné de manière significative. Les dépôts nets des investisseurs des économies en transition auprès des banques internationales ont chuté à 5 Md\$ US en 2002, par rapport à une fourchette de 14 Md\$ US à 18 Md\$ US en 1999-2001. Cette chute est en grande partie due au rapatriement des dépôts par les banques et autres investisseurs des pays ECB. Les dépôts nets des investisseurs des pays ECB, en particulier, sont passés de 10 Md\$ US en 2001 à moins 6 Md\$ US en 2002. Ce reflux de fonds est largement lié au rapatriement de dépôts par les banques polonaises¹⁰. Parallèlement, les dépôts nets auprès des banques internationales des investisseurs originaires de Russie et des autres pays de la CEI se situent dans une fourchette de 5 Md\$ US à 10 Md\$ US depuis 1998.

Cette tendance observée en matière de prêts et de dépôts auprès des banques internationales rend compte de la modification des préférences des investisseurs internationaux en faveur des actifs des pays ECB et des emprunteurs de ces pays en faveur des marchés internationaux,

Graphique n° 4
Dépôts nets des économies en transition
auprès des banques internationales, 1996 - 2002



Source : Banque des Règlements Internationaux.

et met également en exergue les préférences persistantes des investisseurs de la CEI en faveur du placement de leurs actifs auprès de banques internationales. Ces tendances bancaires suggèrent que les emprunteurs originaires des candidats à l'UE pourraient être en train d'accroître leur recours aux banques internationales, profitant de taux d'intérêts internationaux inférieurs aux taux nationaux, afin de financer des actifs domestiques en pariant sur l'appréciation de la monnaie locale avec la convergence avec l'UE. Alors que cette stratégie allège potentiellement le service de la dette et les remboursements futurs, elle expose les emprunteurs à un risque de change en l'absence de couverture ou de gestion adaptées. Toute accumulation durable de dettes en devises, y compris par le secteur privé non financier, requiert une gestion ou une couverture efficaces et adaptées. Ceci relève d'abord et avant tout de la responsabilité des prêteurs et des emprunteurs. Dans le même temps, les investisseurs internationaux accroissent leurs acquisitions d'actifs liquides relatifs dans les pays ECB. Il est important que la confiance de ces investisseurs dans la valeur des actifs et les taux de change soit préservée de manière à minimiser les risques de réallocations de portefeuille brusques. Plus d'efforts doivent être également déployés en Russie et dans les autres pays de la CEI afin de renforcer la préférence de leurs investisseurs pour les actifs domestiques. Ceci requiert une stabilité macroéconomique durable et



une amélioration significative de l'environnement des affaires par la mise en œuvre de réformes structurelles et institutionnelles.

Les flux de capitaux privés nets vers les économies en transition ont fait preuve d'une remarquable résistance au cours des dernières années. Ils ont bien résisté au risque de contagion financière lié aux crises d'Amérique Latine et au ralentissement économique mondial. Ces développements soulignent l'importance de la stabilité macroéconomique et de réformes durables vers l'économie de marché pour attirer les flux de capitaux privés. Cependant, les flux de capitaux internationaux sont restés fortement concentrés dans les pays ECB et dans les pays de la CEI riches en ressources naturelles.

Cet accroissement des flux de capitaux vers les pays de la région pose de nouveaux défis politiques. De plus en plus d'éléments indiquent en particulier que, dans les pays ECB réformateurs relativement avancés, les investisseurs et emprunteurs internationaux de ces pays mettent en œuvre ce que l'on appelle des *convergence plays*. Il apparaît que les investisseurs achètent des actifs à rendement relativement élevé dans ces pays dans l'espoir que la valeur de ces actifs augmentera après l'adhésion *via* une diminution des taux d'intérêt, une élévation des valeurs boursières et/ou une appréciation des taux de change qui ne sont pas (encore) pleinement intégrées par les marchés des changes et les marchés obligataires et boursiers locaux. La vulnérabilité potentielle des pays candidats à un dénouement de ces positions en expansion en l'absence de validation de ces anticipations doit être suivie de près et gérée efficacement. Parallèlement, les gouvernements et les entreprises de ces pays ont de plus en plus recours aux emprunts internationaux, à la fois sur les marchés obligataires et auprès des banques internationales, en partie dans l'espoir que le processus de convergence réduira le service de la dette et les remboursements en principal futurs. Si elles ne sont pas couvertes de manière adaptée, ces positions risquent d'accroître la vulnérabilité financière des candidats à l'UE. Les croyances qui alimentent les *convergence plays* sur les marchés des changes d'Europe Centrale et sur les marchés du crédit et obligataires sont vulnérables aux revirements de confiance quant à la soutenabilité budgétaire dans certains des pays qui rejoindront l'UE en mai 2004.

La plupart des pays de la région ESE et de la CEI font toujours face au défi d'attirer d'importants flux entrants de capitaux privés. La poursuite des réformes structurelles et institutionnelles, l'amélioration des admi-



nistrations judiciaire et publique ainsi que des mesures de lutte contre la corruption sont nécessaires pour permettre à ces pays en transition d'attirer plus efficacement des capitaux internationaux rares dans les années à venir. D'autres améliorations de l'environnement des affaires dans les pays ECB réformateurs avancés et des pays de la CEI riches en ressources énergétiques sont également nécessaires pour attirer les capitaux étrangers vers les *greenfield investments* et dans des secteurs autres que les ressources naturelles.

NOTES

1. Voir Fonds Monétaire International (2002).
2. Fries, Lysenko et Polonec (2003) offrent un aperçu de l'environnement des affaires dans la région et identifient les défis auxquels sont confrontés ces pays afin d'améliorer cet environnement.
3. Voir Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2003) pour une évaluation récente des effets de l'intégration financière dans les pays en développement.
4. Les données concernant les flux de capitaux proviennent de la base de données *World Economic Outlook* du FMI d'avril 2003, mais intègrent les ajustements opérés par la BERD concernant les données pour la Russie, pour une meilleure cohérence avec les versions précédentes de la base de données WEO.
5. Voir Fonds Monétaire International (2003).
6. La région ECB a reçu plus de 100 % du total des flux de portefeuille, car la CEI a connu une sortie nette de capitaux équivalente à 87 % du total des flux de portefeuille nets vers les économies en transition, tandis que l'Europe du Sud-Est recevait 13 % du total.
7. Les indicateurs de transition fournissent une mesure sommaire des progrès généraux accomplis par un pays en matière de réformes vers l'économie de marché selon neuf dimensions qui sont centrales pour la transition (libéralisation des marchés et du commerce, privatisation des petites et grandes entreprises, réformes touchant les entreprises telles que gouvernance d'entreprise et faillites, la politique de la concurrence, la réforme des activités bancaires et boursières, et la réforme des infrastructures). Les indicateurs de transition sont décrits de manière plus détaillée par la BERD, *Transition Report 2002*, Chapitre II.
8. Banque des Règlements Internationaux (2003).
9. Standard and Poors (2003).
10. Voir Banque des Règlements Internationaux (2003).

BIBLIOGRAPHIE

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2003) *BIS Quarterly Review : International Banking and Financial Market Developments* Basle Bank for International Settlements.
- FRIES Steven, TATIANA LYSENKO and SASO POLENEC (2003) « EBRD - World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey : Overview of the 2002 Results » EBRD mimeo.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2003) *Russian Federation Country Report* January 2003.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2002) *Global Financial Stability Report : Market Developments and Issues* Washington D.C. IMF December.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2003) *World Economic Outlook* Washington D.C. IMF April.
- PRASAD Eswar, Kenneth ROGOFF, Shang-Jin WIE and Ayhan KOSE (2003) « Effects of Financial Globalisation on Developing Countries » International Monetary Fund mimeo.
- STANDARD AND POORS (2003) *Emerging Stock Markets Factbook* New York McGraw-Hill.
- UNCTAD (2002) *World Investment Report 2002 - Transnational Corporations and Export Competitiveness* Geneva.
- UNCTAD (2003) « Outward FDI from central and eastern European countries » mimeo.
- VIENNA INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMIC STUDIES - WIIW (2003) *Foreign Direct Investment in CEECs and the Former Soviet Union with Special Attention to Austrian FDI Activities* edited by G. Hunya and J. Stankovsky February.