

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Europe centrale et balte

Une publication du SER de Varsovie, avec la participation des SE de la zone
Avril 2025

Faits saillants :

- **Pologne** : croissance 2025 revue à 3,7 % contre 3,9 % précédemment (prévision Min. Finances) ;
- **Hongrie** : dégradation des perspectives de la dette souveraine par S&P de « stable » à « négative » ;
- **Slovaquie** : nouvelle taxe sur les transactions financières des entreprises ;
- **Estonie** : croissance 2025 revue à la baisse à 1,7 % contre 3,3 % précédemment (prévision Min. Finances) ;
- **Lettonie** : nouvelle prévision de déficit 2025 à 3,1 % contre 2,9 % précédemment.

LE CHIFFRE A RETENIR

1,3 % du PIB
contre 3,0 % initialement
prévus

Déficit budgétaire 2024 de la
Lituanie

Dossier du mois : L'épargne en Europe centrale et balte

Le 19 mars 2025, la Commission européenne a présenté sa stratégie pour l'Union de l'Épargne et de l'Investissement (SIU). Sur un total de 33 000 Mds EUR d'épargne détenus par les ménages de l'UE, 10 000 Mds EUR sont conservés sous forme liquide sur des comptes bancaires, courants ou à terme, peu rémunérateurs.

Cette épargne, jusqu'ici peu productive, gagnerait à être mobilisée pour financer les immenses besoins d'investissements de l'UE, évalués par le rapport Draghi à 800 Mds EUR par an d'ici à 2030. Alors même que les taux d'épargne des ménages européens restent élevés (13,23 % du revenu disponible brut en 2023), une meilleure orientation de cette épargne vers des investissements productifs permettrait de soutenir la croissance, de lutter contre le retard d'innovation face aux États-Unis et à la Chine, d'accompagner la transition vers une énergie plus durable, plus souveraine et moins onéreuse.

En Europe centrale et balte, on observe dans ce domaine des besoins d'investissement élevés, mais un recours limité à l'investissement privé, avec une épargne encore peu mobilisée pour soutenir la croissance.

Pologne

Rachat de Santander Bank Polska par Erste

Le groupe autrichien Erste a acquis 49 % du capital de Santander Bank Polska et 50 % du fonds d'investissement Santander TFI, pour un montant total de 7 Mds EUR. Avec des actifs évalués à 62 Mds EUR (264 Mds PLN) fin 2024, Santander Bank Polska est la troisième banque du pays, derrière PKO BP et Pekao SA. Le régulateur financier polonais (KNF), consulté en amont, a exprimé sa satisfaction face à une opération qu'il considère comme un signal positif pour l'attractivité du secteur bancaire polonais.

Veto présidentiel sur la baisse des cotisations maladie des entrepreneurs

Le président de la République, Andrzej Duda, a opposé son veto au projet de loi visant à réduire les cotisations maladie pour les entrepreneurs. Il estime que le texte enfreint le principe d'égalité devant la loi (vis-à-vis des salariés) et fragilise les finances du fonds public de santé, avec un impact estimé à 1,4 Md EUR de pertes de recettes. La majorité gouvernementale entend néanmoins proposer à nouveau la loi à la signature du futur président de la République, après sa prise de fonctions le 2 août. Le premier tour de l'élection présidentielle est prévu le 18 mai, et le second tour le 1er juin. Le maire de Varsovie, membre de la majorité gouvernementale, est en tête des sondages.

Révision des prévisions de croissance à la baisse, et de déficit à la hausse

A l'occasion de la publication du rapport sur l'exécution du plan budgétaire pluriannuel 2025-2028, le ministère des finances a abaissé de 0,2 points sa prévision de croissance pour 2025, qui s'élève désormais à 3,7%. Cette révision est justifiée par l'incertitude liée à la conjoncture internationale (dont son impact sur le partenaire commercial allemand) et par une consommation plus lente que prévue des fonds UE.

En raison d'une baisse des recettes issues des impôts indirects (TVA et accises) et de dépenses de défense toujours élevées, la prévision de déficit public pour 2025 a été relevée de 0,8 points à 6,3 % (après 6,6 % en 2024). Le ministère a par ailleurs confirmé sa demande auprès de la Commission européenne d'activation de la clause dérogatoire pour les dépenses de défense.

Travailleurs étrangers : 6,9 % de la main-d'œuvre

Selon le Bureau des statistiques (GUS), la Pologne comptait fin novembre 2024 environ 1,07 M de travailleurs étrangers, soit 6,9 % des employés. Parmi eux, 417 000 (39 %) travaillaient sous contrat précaire (contrats civils ou équivalents). Les Ukrainiens en constituent la majorité (67,1 %), suivis des Biélorusses (11,1 %), Géorgiens (2,4 %), Indiens (2 %), Philippins (1,4 %) et Colombiens (1,4 %). Les autres nationalités représentent au cumulé 14,6 %. Sur les trois dernières années, la part des travailleurs étrangers a augmenté de 0,4 points.

Hongrie

Révision par S&P : baisse de la perspective de notation de la dette hongroise, mais hausse de la note de la banque OTP

Standard & Poor's dégrade les perspectives de la notation de la dette souveraine hongroise, de « stable » à « négative », mais maintient pour le moment la note de celle-ci à « BBB-/A-3 ». L'agence de notation souligne un risque accru de stagflation et un risque à court terme de dégradation du ratio d'endettement. Déjà élevé, ce dernier pourrait être aggravé par un assouplissement budgétaire jugé probable à l'approche des élections législatives du printemps 2026. S&P note qu'un tel assouplissement réduirait la cohérence entre les politiques budgétaire et monétaire en Hongrie et n'exclut pas l'éventualité de nouvelles hausses de taux d'intérêt. Le ministère de l'économie nationale affirme que cette évaluation n'est que temporaire et anticipe un retour à la perspective initiale au second semestre de l'année.

L'agence de notation a par ailleurs relevé la note d'OTP Bank PLC de « BBB-/A-3 » à « BBB/A-2 », soulignant sa résilience face à d'éventuels stress souverains. Cette réévaluation est justifiée par une extension de la zone d'activité du groupe hors de Hongrie et une croissance de la part des activités internationales. La part des prêts en Hongrie a diminué pour atteindre 32 % du portefeuille total, réduisant à ce titre son exposition au risque souverain hongrois. Le capital et les ratios de liquidité d'OTP sont jugés suffisants et devraient permettre à la banque de faire face à un scénario de crise.

Une inflation persistante, mais en ralentissement

En mars, l'inflation en Hongrie s'est établie à 4,7 % en glissement annuel. Ce résultat, meilleur qu'attendu, s'explique principalement par la fin de la flambée des prix alimentaires, la baisse notable de l'augmentation des prix dans certains services ainsi que la stabilisation des prix des carburants. Le plafonnement des marges décidées par le gouvernement n'aurait contribué que modestement à cette embellie. La Banque centrale de Hongrie (MNB) note néanmoins une accélération de la hausse des prix des biens industriels, de l'alcool et du tabac.

Risque de dépassement de la cible annuelle de déficit budgétaire

A la fin du T1 2025, le déficit budgétaire cumulé atteint déjà 62 % de l'objectif annuel. Ce creusement du déficit est le plus rapide sur les 24 dernières années. Malgré le risque de dépassement, le gouvernement maintient pour l'heure son objectif de déficit pour 2025, fixé à 3,7 % du PIB. Il a néanmoins relevé l'objectif de déficit pour l'année 2026, de 2,9 % à 3,6 % du PIB, à la fin du mois de février.

Tchéquie

Recommandation conjointe du ministère des finances et de la banque nationale tchèque de ne pas fixer de date concernant l'adoption de l'euro

Le ministère des Finances (MFCR) et la Banque nationale tchèque (CNB) recommandent de ne pas fixer de date pour l'entrée dans la zone euro, avançant deux raisons. Premièrement, la Tchéquie a respecté en 2024 les critères de Maastricht liés aux finances publiques et aux taux d'intérêt, mais pas le critère de stabilité des prix, avec une inflation à 2,4 %, supérieure à celle de la zone euro. Et le critère de taux de change n'a pas été évalué, le pays n'étant pas membre du MCE II.

Deuxièmement, les deux institutions constatent l'absence de progrès en matière de convergence économique avec la zone euro depuis 2023, jugée insuffisante pour une poursuite immédiate de l'intégration. Elles mettent en avant un niveau des prix et salaires inférieur à la moyenne européenne, ainsi que des défis structurels : vieillissement démographique, sous-investissement dans les infrastructures, modèle économique à renforcer, et soutenabilité des finances publiques. La diversité économique et budgétaire des pays membres de la zone euro, révélée notamment lors de la crise énergétique, est également citée comme facteur de prudence.

Révision à la baisse de la prévision de croissance pour 2025, de 2,3 % à 2,0 %

Lors de la mise à jour de ses prévisions macroéconomiques, le ministère des finances a abaissé la prévision de croissance pour 2025 à 2,0 %, contre 2,3 % en janvier et 2,5 % à l'automne 2024. Après une croissance de 1,0 % du PIB en 2024, ce rebond attendu en 2025 serait porté par la hausse des salaires réels, stimulant la consommation des ménages. Dans une moindre mesure, l'investissement et les dépenses publiques contribueront également à l'activité. Le ministère souligne cependant plusieurs risques baissiers : tensions potentielles sur les chaînes d'approvisionnement (droits de douane, obstacles commerciaux) et faiblesse conjoncturelle persistante de l'économie allemande, un partenaire commercial clé.

Une inflation en voie de stabilisation en 2025

L'inflation annuelle s'est établie à 2,7 % en g.a. en février et mars 2025, contre 2,8 % en janvier, conformes à la prévision annuelle de la CNB, de 2,6 % en 2025. L'inflation sous-jacente est restée stable à 2,5 % sur les trois premiers mois de l'année. La baisse des prix du gaz naturel (-8,5 %) et de l'électricité (-4,8 %) a été contrebalancée par des hausses dans l'alimentation (+6,1 %), l'eau (+4,2 %), le chauffage (+4,5 %), et les services de restauration et d'hôtellerie (+5,1 %). Les prix des carburants ont reflué, retrouvant leurs niveaux de septembre 2021. Globalement, les prix des services ont progressé de 4,5 %, contre 1,6 % pour les biens.

Un solde budgétaire en amélioration en 2024

Le 31 mars, la Tchéquie a transmis sa première notification à Eurostat et confirme la normalisation de son déficit budgétaire. En 2024, le solde des administrations publiques affichait un déficit de 7,1 Mds EUR (177,2 Mds CZK), soit 2,2 % du PIB, ce qui constitue une amélioration de 1,5 points sur un an. La dette du secteur public s'élevait à 43,6 % du PIB, en hausse de 1,1 point. Le déficit de l'administration centrale atteignait 8,5 Mds EUR (212,4 Mds CZK), tandis que les administrations locales enregistraient un excédent de 2,2 Mds EUR (55,3 Mds CZK). Le solde du système de sécurité sociale (assurance maladie) était déficitaire de 800 000 EUR (20,1 Mds CZK).

Profit record de 6 Mds EUR pour la Banque nationale tchèque en 2024

La CNB a enregistré un bénéfice record de 6,1 Mds EUR (151,4 Mds CZK) en 2024. Ce résultat s'explique par : (1) l'augmentation progressive des participations, visant des rendements à long terme ; (2) le renforcement des réserves d'or ; (3) un taux de change favorable lié à la dépréciation de la couronne ; (4) une réorganisation interne incluant une réduction de 5 % des effectifs. Cette stratégie, conjuguée à un contexte de marché favorable, a généré une excellente performance du portefeuille, avec des rendements atteignant 6,5 Mds EUR (161 Mds CZK).

Slovaquie

Entrée en vigueur d'une taxe sur les transactions financières des entreprises

Une taxe sur les transactions financières des personnes morales est entrée en vigueur le 1^{er} avril 2025. Cette taxe s'applique aux paiements bancaires effectués par les entreprises en Slovaquie et à l'étranger. Elle devrait rapporter 517 M EUR en 2025, 723 M EUR en 2026, 755 M EUR en 2027 et 792 M EUR en 2028. La taxe concerne plusieurs types d'opérations : (1) les paiements par débit du compte d'une entreprise, à un taux de 0,4 %, avec une limite maximale de 40 EUR par transaction ; (2) les retraits d'espèces au guichet de la banque, soumis à un taux de 0,8 % ; ainsi que (3) les « coûts refacturés liés à l'exécution d'une transaction financière » à l'étranger. Cette dernière disposition vise les entreprises slovaques effectuant des achats centralisés dans d'autres pays pour des motifs d'optimisation fiscale.

Révision à la baisse des prévisions de croissance

Selon les prévisions de la banque centrale, la croissance économique devrait atteindre 1,9 % en 2025 et 2026, et 2,1 % en 2027. Pour 2025, ces prévisions ont été révisées à la baisse de 0,4 points par rapport à celles de décembre. Parmi les facteurs de contribution à la croissance, la Banque centrale prévoit une reprise des investissements à 3 % en 2025 et à 4,6 % en 2026, après une baisse de 4,1 % en 2024, grâce à la mise en œuvre accélérée du plan national de relance et de résilience. De plus, les exportations de biens et de services devraient croître de 2,3 % en 2025 et de 2,6 % en 2026, tandis que les importations devraient augmenter de 2,2 % en 2025 et de 3,2 % en 2026.

Evolution de l'inflation, du chômage et des salaires

L'inflation devrait atteindre 4,3 % en 2025, sous l'effet du paquet de consolidation (notamment la hausse de la TVA de 3 points), avant de ralentir à 2,9 % en 2026. Le taux de chômage devrait s'établir à 5,2 % en 2025 et augmenter à 5,5 % en 2026. Les salaires devraient rester dynamiques, avec une croissance nominale de 5 % en 2025 et de 4,5 % en 2026, dépassant ainsi l'inflation.

Jusqu'à 3 % de baisse du PIB induite par les droits de douanes américains d'ici à la fin de l'année 2027

En raison de l'augmentation anticipée des droits de douane et de leur impact sur l'économie européenne, la Banque centrale anticipe une possible baisse de près de 3 % du PIB d'ici la fin de l'année 2027. En 2024, la Slovaquie a exporté 4,4 Mds EUR de biens vers les États-Unis, soit 4,2 % des exportations du pays. Les principaux produits exportés sont les véhicules finis (3,1 Mds EUR, soit 70,3 % du total), les pneumatiques (260 M EUR, soit 5,9 % du total), les arbres de transmission (1,7 % du total) et les pièces automobiles (1,2 % du total).

Nouvelle possibilité d'investissement pour les caisses d'épargne-retraite

Le 10 avril, le Parlement a approuvé une nouvelle possibilité d'investissement pour les caisses d'épargne-retraite. Ces institutions, qui gèrent une partie des retraites (appelée deuxième pilier) sous forme de capitalisation, peuvent désormais investir dans les infrastructures via des fonds d'investissement alternatifs. Les caisses pourront consacrer jusqu'à 5 % de leurs fonds dans ce type d'investissement, soit environ 800 à 900 M EUR actuellement.

Estonie

Révision à la baisse de la croissance pour l'année 2025, de 3,3 % à 1,7 %

Si l'Estonie renoue avec la croissance cette année, après deux années de récession, le ministère des finances a néanmoins revu à la baisse sa prévision de croissance pour l'exercice 2025, passant de 3,3 % à 1,7 %. Cette diminution s'explique selon le ministre des finances, Jürgen Ligi, par la persistance des perturbations économiques liées à la guerre en Ukraine et par l'inflation. La croissance serait principalement portée par une augmentation des exportations, qui se constate déjà en février 2025, avec +12 % en glissement annuel.

Vers une reprise de l'inflation

Pour 2025, la Banque d'Estonie prévoit une inflation de 6 % et la banque LVH un taux compris entre 6,2 et 6,5 %, contre 3,5 % en 2024. Cette hausse sera principalement due à l'augmentation de la TVA et des prix des matières premières.

Baisse du déficit public en 2025, levier à une hausse des dépenses en 2026

Le déficit budgétaire devrait se réduire à 1,5 % du PIB en 2025, contre 3 % en 2024, grâce à une augmentation des recettes fiscales. La dette publique devrait atteindre 22,6 % du PIB, restant l'une des plus faibles de l'UE. Ainsi, l'État prévoit d'augmenter ses dépenses en 2026, notamment dans le secteur de la défense, passant de 3,4 % à 5 % du PIB.

Ouverture d'un bureau de la BEI à Tallinn

La Banque européenne d'investissement (BEI) a inauguré son premier bureau en Estonie le 8 avril 2025, afin d'encourager les investissements stratégiques et la croissance durable dans le pays. Depuis 1993, début des opérations du groupe dans le pays, la BEI a investi 5,6 Mds EUR, dont 4 Mds EUR en fonds propres et plus d'1 Md EUR du Fonds européen d'investissement (FEI). En 2024, le financement du Groupe BEI en Estonie a atteint 498 M EUR, soutenant des investissements totaux de 2,2 Mds EUR, soit 5,6 % du PIB estonien.

La BEI devrait prioriser les projets liés à l'action climatique, la numérisation, la sécurité et la défense. Parmi ceux récemment financés par la BEI figurent : un prêt de 700 M EUR à l'État estonien pour cofinancer des aides non remboursables de l'UE ; un prêt de 31 M EUR à la société Sunly pour l'expansion de sa production d'énergie solaire ; ainsi qu'un prêt de 18 M EUR à la start-up UP Catalyst pour sa technologie de conversion des émissions de carbone en graphite.

Augmentation de 3,3 % des salaires bruts entre 2024 et 2025

Au premier trimestre 2025, la fourchette de salaire brut moyen en Estonie a augmenté de 3,3 % par rapport à la même période en 2024, s'établissant entre 1 705 et 2 319 EUR, selon l'organisme gouvernemental Statistics Estonia. Cette hausse est toutefois inférieure à celle observée sur l'exercice précédent, où les salaires avaient augmenté de 13 % entre le T1 2023 et le T1 2024.

Les cadres intermédiaires et supérieurs ont vu leurs salaires augmenter de 18,3 % sur un an, atteignant 3 721 EUR. En revanche, la croissance des salaires pour les autres emplois de bureau a ralenti, n'augmentant que de 0,6 % sur un an, à 2 497 EUR. En parallèle, les salaires moyens dans les différentes régions ont connu des hausses notables. A Tartu, ils ont progressé de 13,4 % sur un an, tandis qu'à Tallinn, la capitale, ils ont augmenté de 6,1 %.

Investissement de 20 M EUR de la BERD dans les obligations de Coop Pank

La Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) va investir 20 M EUR dans la première série d'obligations sécurisées émises par la banque estonienne Coop Pank. Cette série, d'un volume total de 250 M EUR, fait partie d'un programme d'obligations sécurisées de 750 M EUR. Moody's Investors Service a attribué à ces obligations la note de crédit « Aa2 », indiquant une haute qualité et un risque de défaut très faible. Les fonds seront alloués à des projets verts conformes aux critères de la BERD.

Lettonie

Augmentation à 3,1 % du PIB de la prévision de déficit budgétaire pour 2025

Le déficit budgétaire de la Lettonie atteindra 3,1 % du PIB en 2025, soit 0,2 points de plus que prévu initialement. Il baisserait progressivement lors des exercices suivants : 3,0 % en 2026, 3,2 % en 2027, 2,8 % en 2028 et 2,3 % en 2029. La trajectoire pluriannuelle a été adaptée à la hausse en raison de prévisions de recettes fiscales moins favorables qu'initialement anticipées.

Ouverture d'un bureau de la BEI à Riga

Le 7 avril, la Banque européenne d'investissement (BEI) a inauguré un bureau à Riga. Depuis 1994, le Groupe BEI a investi plus de 4 Mds EUR en Lettonie, dont plus de 3,5 Mds via la BEI et plus de 560 M EUR par l'intermédiaire du FEI. En 2024, la BEI a octroyé 82 M EUR de financement au pays. L'action climatique, la numérisation, le logement, la sécurité et la défense figurent parmi les domaines d'activité prioritaires du nouveau bureau. Parmi les projets récents figurent un prêt de 200 M EUR au groupe Latvenergo pour moderniser son réseau électrique et 25 M EUR accordés à l'Université de Lettonie pour l'extension de son campus à Torņakalns.

Inflation élevée, en particulier dans le secteur immobilier

En mars 2025, les prix à la consommation en Lettonie ont augmenté de 0,9 % par rapport à février. Sur un an, le taux d'inflation est retombé à 3,3 % en mars, contre 3,7 % en février, selon les données publiées par le Bureau central des statistiques (CSB). Les prix de l'immobilier dans le pays ont enregistré une hausse de 8,1 % au quatrième trimestre 2024 par rapport à la même période en 2023. Ce rythme de progression est nettement supérieur à la moyenne observée dans l'Union européenne et dans la zone euro. De plus, cette dynamique s'inscrit dans une tendance de long terme, alors qu'entre 2010 et 2023, les prix des logements ont augmenté de 141 % en Lettonie, tandis que les loyers ont progressé d'environ 50 %.

Recul de l'économie « souterraine »

La dernière étude d'Ernst & Young sur l'économie souterraine dans 131 pays et son évolution depuis 2000, « Shadow Economy Exposed », estime que l'économie parallèle a représenté 9,3 % du PIB en Lettonie en 2023. Ce taux est inférieur à la moyenne mondiale de 11,8 % mais reste supérieur à certains voisins (7,4% en Lituanie et en Estonie).

Lituanie

En 2024, un déficit public moins élevé qu'initialement prévu

Le déficit public de la Lituanie s'est avéré plus faible en 2024 que prévu, s'élevant à 1,3% du PIB contre 3,0 % initialement projetés. Cet écart s'explique par l'augmentation nette des recettes par rapport aux dépenses durant les derniers trimestres de l'année. Les recettes publiques ont progressé de presque 10 %, grâce à une hausse des revenus fiscaux, notamment de la TVA, et de l'impôt sur les revenus des personnes physiques et des accises. Mais la baisse de l'investissement public a limité la croissance des recettes. En parallèle, les dépenses publiques ont augmenté de 7 % sur un an, principalement en raison de la hausse des rémunérations dans le secteur public et des coûts de consommation intermédiaire (+30 %).

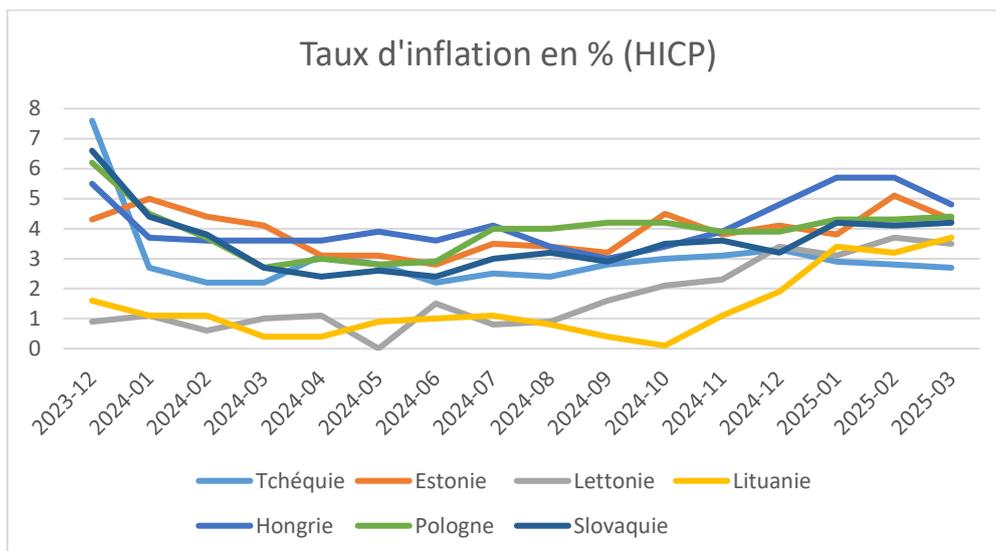
Remise d'un livre blanc sur l'accès aux capitaux au ministre des Finances

La chambre de commerce américano-lituanienne a remis au ministre des Finances un livre blanc sur l'accès aux capitaux en Lituanie. Intitulé « Enhancing Access to Capital in Lithuania », ce document dresse un état des lieux du financement des entreprises en Lituanie, soulignant le potentiel de diversification des canaux de financement des entreprises et appelant à une intervention accrue des pouvoirs publics pour réduire les risques et améliorer l'accès aux capitaux. Les principaux défis notés pour le système financier lituanien sont : le coût élevé de l'emprunt ; les difficultés d'accès au financement bancaire ; le sous-développement du marché des capitaux ; et la dépendance aux emprunts bancaires. Pour stimuler la croissance économique et renforcer la compétitivité, le document conclut que la Lituanie devrait encourager des financements plus variés, notamment via des garanties d'emprunt par l'État.

Une résilience économique soulignée par l'OCDE

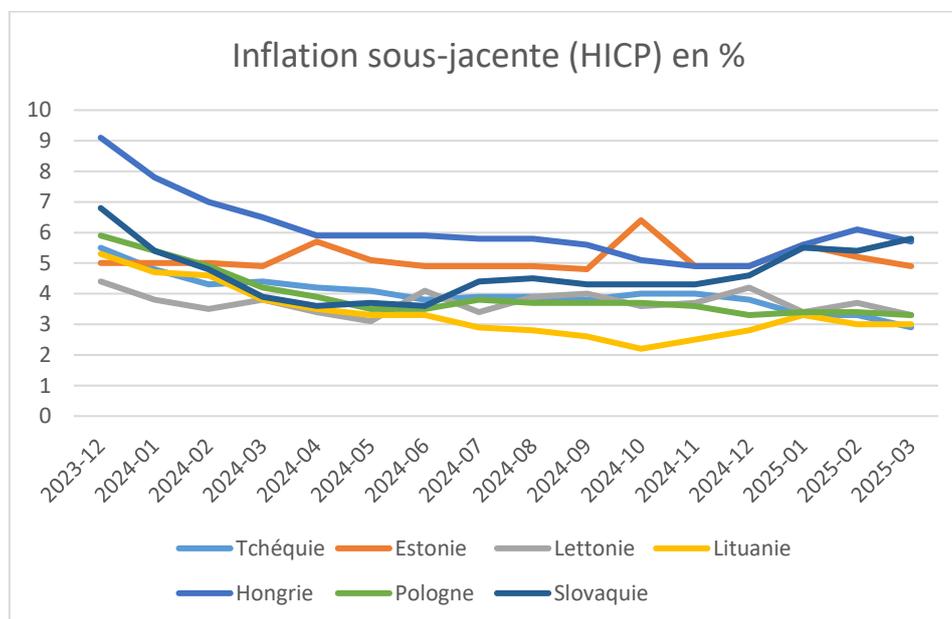
Le rapport annuel de l'OCDE sur la Lituanie, publié fin mars, salue la résilience et l'adaptabilité de l'économie du pays, tout en mettant en garde contre les défis du vieillissement de la population, de la soutenabilité des finances publiques, de la productivité et de la transition énergétique. La croissance économique de la Lituanie en 2024, portée par une augmentation de la consommation intérieure, devrait se poursuivre en 2025 et 2026. L'OCDE recommande de poursuivre les réformes pour améliorer l'efficacité de la dépense publique, notamment par une extension de l'assiette fiscale et une incitation accrue pour les travailleurs à recourir à des fonds de pensions privés. Le vieillissement de la population présenterait des risques pour le système de santé, nécessitant une rationalisation du réseau hospitalier et une promotion croissante en faveur d'un mode de vie plus sain. En matière de productivité, la Lituanie est appelée à poursuivre les réformes du marché national des capitaux et renforcer l'intégrité de la sphère publique. Enfin, l'OCDE encourage la Lituanie à développer les énergies renouvelables pour réduire les émissions de gaz à effet de serre et renforcer son indépendance énergétique.

Indicateurs macroéconomiques



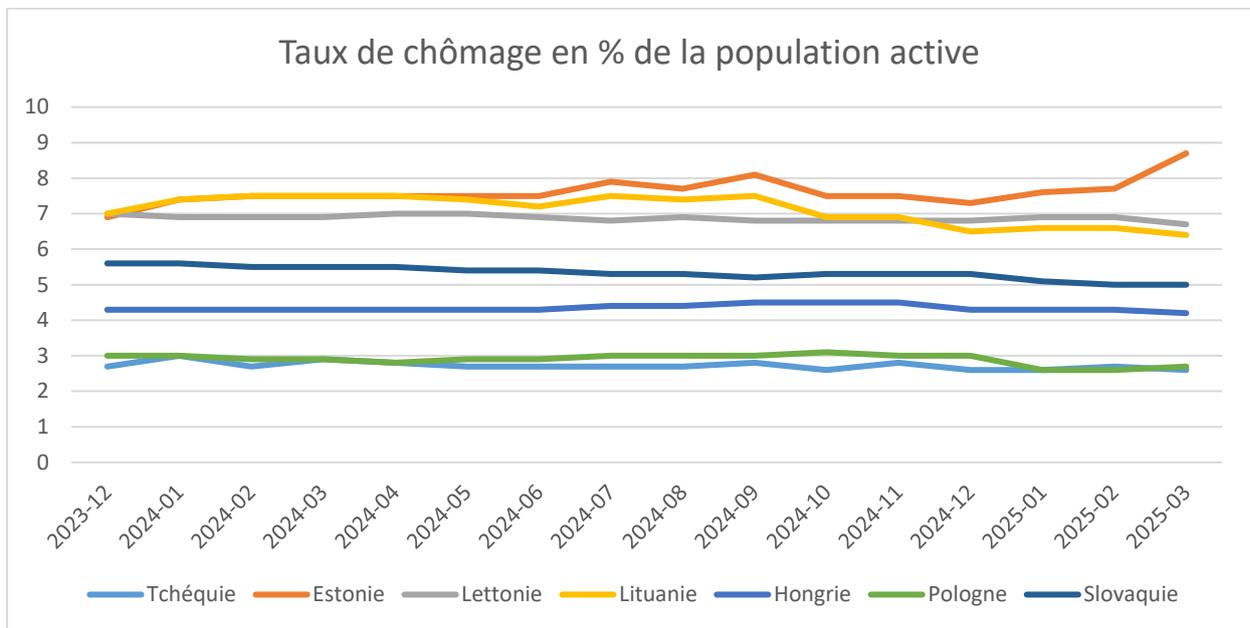
	déc-23	janv-25	févr-25	mars-25
Tchéquie	7,6	2,9	2,8	2,7
Estonie	4,3	3,8	5,1	4,3
Lettonie	0,9	3,1	3,7	3,5
Lituanie	1,6	3,4	3,2	3,7
Hongrie	5,5	5,7	5,7	4,8
Pologne	6,2	4,3	4,3	4,4
Slovaquie	6,6	4,2	4,1	4,2

Source : Eurostat



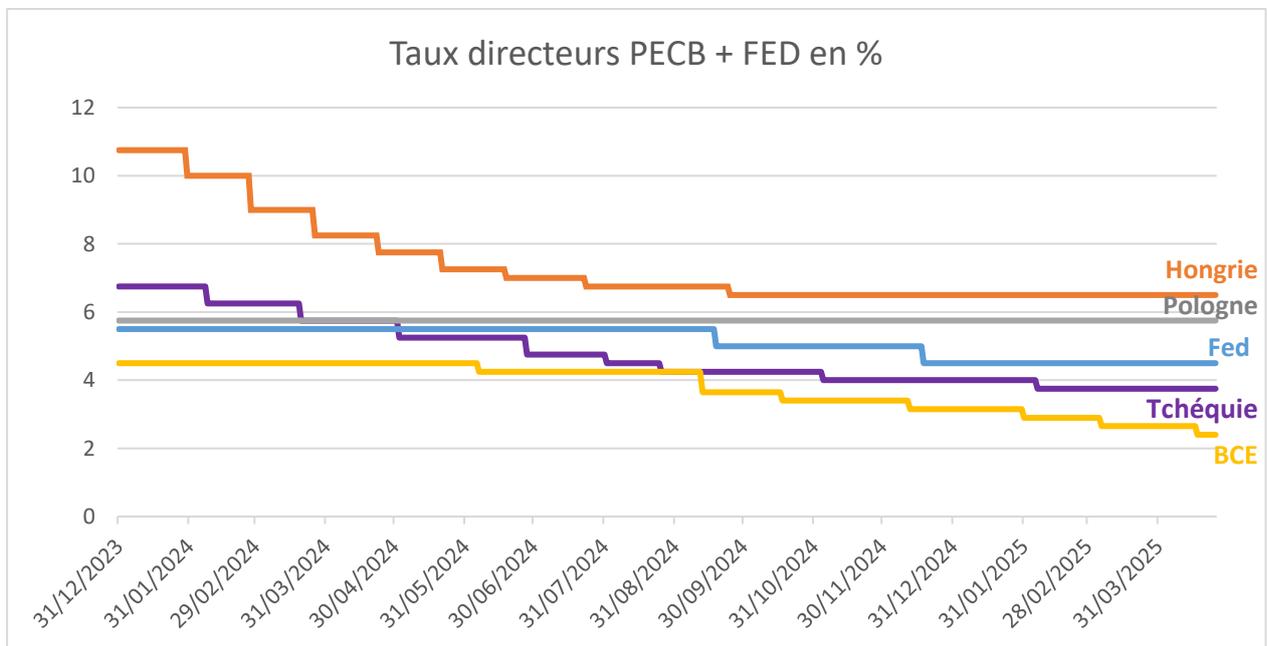
	déc-23	janv-25	févr-25	mars-25
Tchéquie	5,5	3,3	3,3	2,9
Estonie	5,0	5,6	5,2	4,9
Lettonie	4,4	3,4	3,7	3,3
Lituanie	5,3	3,3	3,0	3,0
Hongrie	9,1	5,6	6,1	5,7
Pologne	5,9	3,4	3,4	3,3
Slovaquie	6,8	5,5	5,4	5,8

Source : Eurostat



	déc-23	janv-25	févr-25	mars-25
Tchéquie	2,7	2,6	2,7	2,6
Estonie	6,9	7,6	7,7	8,7
Lettonie	7,0	6,9	6,9	6,7
Lituanie	7,0	6,6	6,6	6,4
Hongrie	4,3	4,3	4,3	4,2
Pologne	3,0	2,6	2,6	2,7
Slovaquie	5,6	5,1	5	5

Source : Eurostat

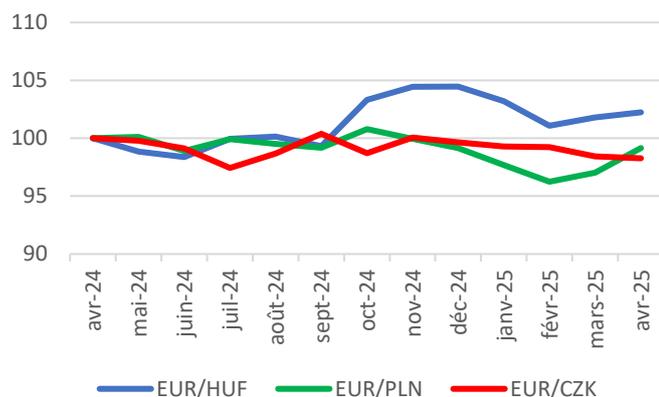


	déc-23	févr-25	mars-25	avr-25
Tchéquie	6,75	3,75	3,75	3,75
Hongrie	10,75	6,5	6,5	6,5
Pologne	5,75	5,75	5,75	5,75
BCE	4,5	2,9	2,65	2,4
FED	5,5	4,5	4,5	4,5

Sources : Banques centrales nationales, BCE

Evolution de l'EURO versus les devises de la zone

avril 2024 = 100



	Clôture au 30/04/2025	Variation mensuelle (%)	Variation depuis fin 2023 (%)
EUR/PLN*	4,28	2,18	-1,48
EUR/HUF*	404,08	0,43	0,80
EUR/CZK*	24,92	-0,17	3,33
EUR/USD*	1,14	5,16	6,63
WIG20	2738	1,82	52,78
BUX	92196	3,96	110,52
PX	2019	-4,72	68,03
Euro Stoxx 50	5260	0,10	38,66
Spread PL-10**	280	-6,16	-35
Spread HU-10**	443	-2,59	-32
Spread CZ-10**	159	4,27	-35

* Un signe négatif signifie une appréciation de la devise par rapport à l'euro.

** en pb

Source : Calculs DG Trésor (SER de Varsovie)

	Pologne	Hongrie	Tchéquie	Slovaquie	Estonie	Lettonie	Lituanie
PIB nominal (M EUR)							
2023	748 923,40	196 639,00	317 385,80	122 918,90	38 187,80	39 372,40	73 792,80
2024	840 131,50	205 282,40	318 895,70	129 971,50	39 510,10	40 208,40	77 940,00
Taux de croissance du PIB réel (% , g.a.)							
2023	0,1	-0,9 (p)	-0,1	1,4	-3	2,9	0,3
2024	2,9	0,5 (p)	1,1	2	-0,3	-0,4	2,7
Populations (milliers)							
2023	36 753,74 (p)	9 599,74	10 827,53	5 428,79	1 365,88	1 883 ,01	2 857,28
2024	36 620,97	9 584,63	10 900,56	5 424,69	1 374,69	1 871,89	2 885,89
Solde public (% PIB)							
2023	-5,3	-6,7	-3,8	-5,2	-3,1	-2,4	-0,7
2024	-6,6	-4,9	-2,2	-5,3	-1,5	-1,8	-1,3
Dettes publiques brutes (% PIB)							
2023	49,5	73	42,5	55,6	20,2	44,6	37,3
2024	55,3	73,5	43,6	59,3	23,6	46,8	38,2
Solde du compte courant (% PIB)							
2023	1,8	0,3	-0,1	-0,9	-1,7	-3,9	1,1
2024	0,2	2,2	1,8	-2,8	-1,1	-2,1	2,5

Source : Eurostat

(p) : données provisoires ; (r) : rupture dans la série chronologique

Dossier du mois :

L'épargne, un levier de développement sous-utilisé en Europe centrale et balte

Le 19 mars 2025, la Commission européenne a présenté sa stratégie pour l'Union de l'Épargne et de l'Investissement (SIU). Sur un total de 33 000 Mds EUR d'épargne détenus par les ménages de l'UE, 10 000 Mds EUR sont conservés sous forme liquide sur des comptes bancaires, courants ou à terme, peu rémunérateurs.

Cette épargne, jusqu'ici peu productive, gagnerait à être mobilisée pour financer les immenses besoins d'investissements de l'UE, évalués par le rapport Draghi à 800 Mds EUR par an d'ici à 2030. Alors même que les taux d'épargne des ménages européens restent élevés (13,23 % du revenu disponible brut en 2023), une meilleure orientation de cette épargne vers des investissements productifs permettrait de soutenir la croissance, de lutter contre le retard d'innovation face aux États-Unis et à la Chine, d'accompagner la transition vers une énergie plus durable, plus souveraine et moins onéreuse.

En Europe centrale et balte, on observe dans ce domaine des besoins d'investissement élevés, mais un recours limité à l'investissement privé, avec une épargne encore peu mobilisée pour soutenir la croissance.

1. Des besoins d'investissement élevés, mais un recours limité à l'investissement privé

1.1 Des niveaux d'investissements encore inégaux

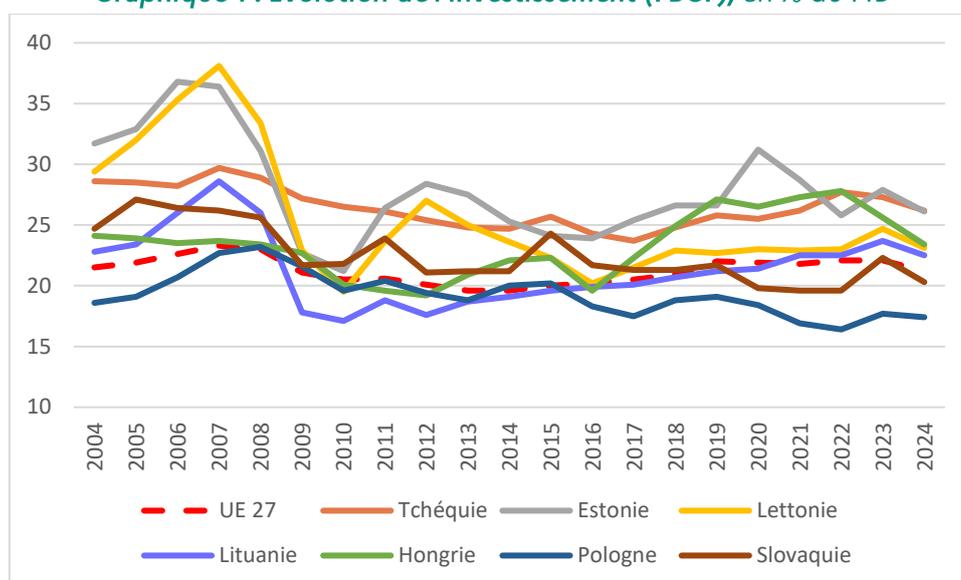
En 2024, les pays d'Europe centrale et balte (ECB) enregistrent un net ralentissement de leur dynamique d'investissement, avec une croissance moyenne de la formation brute de capital fixe (FBCF/ investissement total) divisée par sept par rapport à 2023 (+1,9 % contre +14 %) – mais qui demeure supérieure au taux moyen dans l'Union européenne (+0,46 %). Figure d'exception dans la région, la Pologne conserve des flux d'investissement dynamiques (+10 %).

En part du PIB, l'investissement diminue dans l'ensemble des pays d'ECB. Les reculs les plus nets sont observés en Hongrie (-2,2 points de pourcentage entre 2023 et 2024), en Slovaquie (-2 pp) et en Estonie (-1,8 pp). Cela reflète notamment une progression cumulée de l'investissement inférieure à l'inflation sur la période 2023-2024. A nouveau, seule la Pologne enregistre un recul limité de la part du PIB consacrée à l'investissement (-0,3 pp). **Ainsi, la majorité des pays de la région (Hongrie, Estonie, Slovaquie, Lettonie, Tchéquie) ont subi un recul marqué de l'investissement en 2024, accentuant les disparités intra-régionales.**

Les pays d'Europe centrale et balte présentent des niveaux d'investissement hétérogènes, allant de 26,2 % du PIB en Tchéquie (et 26,1 % du PIB en Estonie) à seulement 17,4 % en Pologne — **graphique 1**, soulignant des stratégies d'investissement nationales très contrastées. Ce différentiel limite la capacité de certains pays à investir dans l'innovation, les technologies numériques ou la transition énergétique, et risque ainsi de freiner leur convergence avec les économies d'Europe de l'Ouest et du Nord.

À l'exception de la Slovaquie et de la Pologne, l'investissement dans la région dépasse la moyenne de l'Union européenne, qui s'établit à 21,2 % du PIB. Cela ne signifie pas pour autant que les besoins d'investissement soient comblés. La région doit faire face à d'importants défis, notamment en matière de transition énergétique et de décarbonation de l'économie, ce qui rend nécessaires des investissements massifs à long terme. De plus, les pays d'ECB ont une forte dépendance aux fonds européens. En 2023, un tiers des investissements publics était financé par l'UE, avec des pics qui ont atteint jusqu'à 45 % en Slovaquie (cohésion + FRR). En l'absence d'un renforcement des financements domestiques, toute réduction du soutien budgétaire européen pourrait fragiliser les trajectoires d'investissement.

Graphique 1 : Evolution de l'investissement (FBCF), en % du PIB

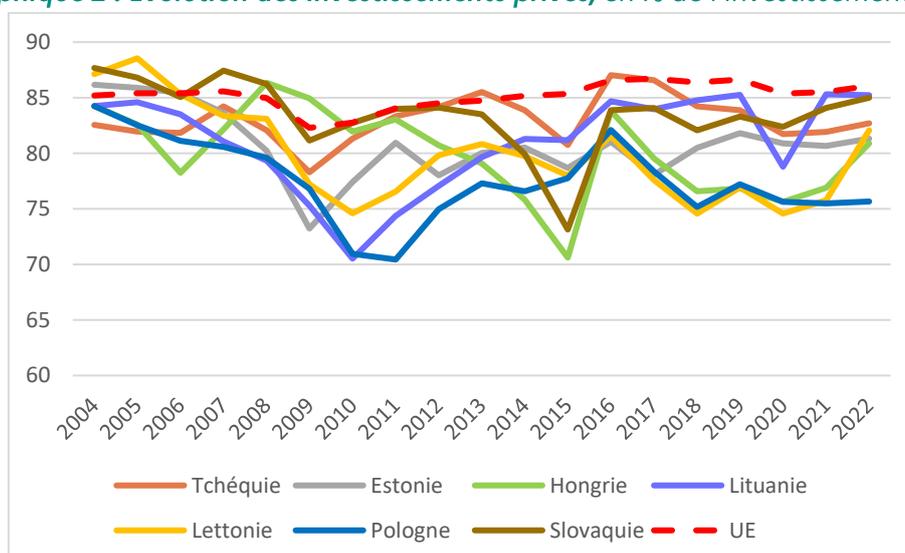


Source : Eurostat

1.2 Le potentiel sous-utilisé de l'investissement privé

Malgré des niveaux d'investissement globalement élevés et des marges de manœuvre financières notables — dette publique inférieure à la moyenne de l'UE, désendettement des entreprises depuis la crise COVID — la part des investissements privés dans la région reste inférieure à la moyenne européenne — graphique 2.

Graphique 2 : Evolution des investissements privés, en % de l'investissement total



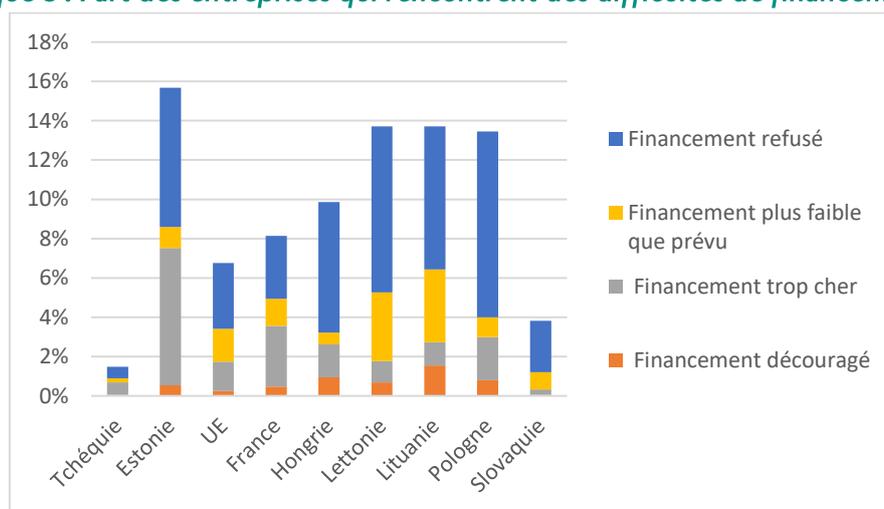
Sources : OCDE, calculs du SER de Varsovie

Ce retard s'explique par des contraintes structurelles, notamment un modèle de financement privé qui demeure fragile et peu diversifié. 60 % du financement repose sur les banques locales, avec un accès encore limité aux marchés de capitaux, à l'exception de l'Estonie. Cette faible profondeur des marchés réduit les possibilités de mobiliser des capitaux pour des investissements risqués ou innovants.

La conséquence directe de ce sous-développement de l'investissement privé est la persistance de difficultés de financements pour les **entreprises locales, plus marquées qu'ailleurs dans l'Union européenne**. Faute d'un accès suffisant aux marchés de capitaux, elles dépendent notamment du crédit bancaire et de l'autofinancement.

Selon la Banque Européenne d'Investissement (BEI), 6,8 % des entreprises européennes déclarent rencontrer des obstacles au financement externe en 2024 — **graphique 3**.

Graphique 3 : Part des entreprises qui rencontrent des difficultés de financement, en %



Source : BEI

Dans la région, la situation est plus préoccupante. En Estonie, 15,7 % des entreprises signalent des difficultés d'accès au crédit, dont 6,9 % en raison du coût élevé du financement. En Lettonie, Lituanie et Pologne, plus de 13 % des entreprises sont confrontées à ces difficultés. Parmi elles, plus de la moitié indiquent que leur demande de financement a été refusée ou que le montant accordé a été revu à la baisse. Une meilleure mobilisation de l'épargne permettrait de pallier ces problèmes en offrant des alternatives viables au financement bancaire.

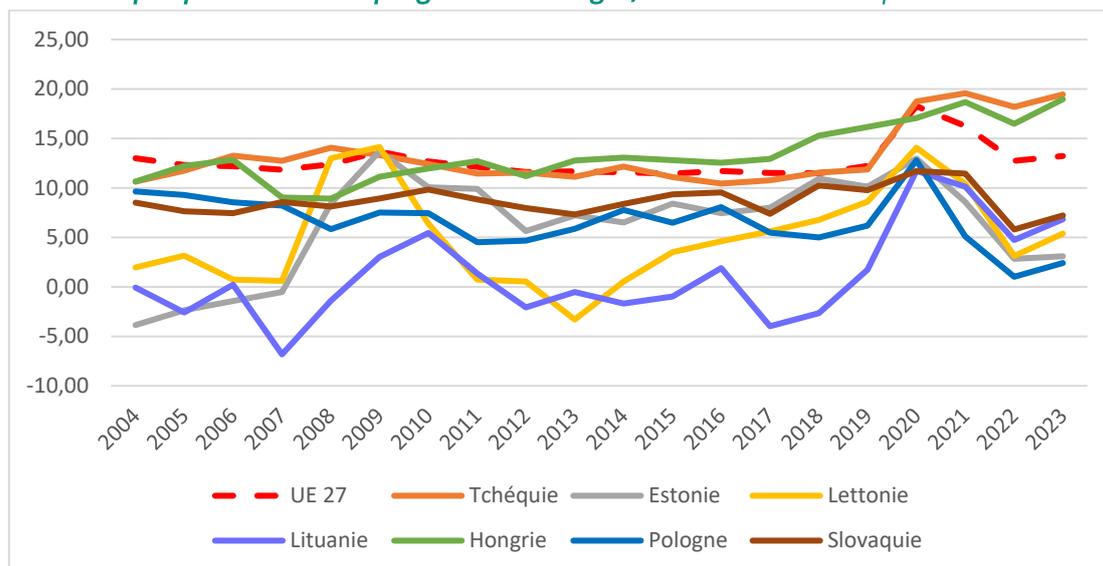
2. Une épargne encore peu mobilisée pour soutenir la croissance

2.1 Des taux d'épargne souvent plus faibles que la moyenne européenne

Depuis 2004, les pays d'Europe centrale et balte affichent des taux d'épargne généralement inférieurs à la moyenne de l'Union européenne. La crise sanitaire de 2020 a néanmoins provoqué une hausse généralisée de l'épargne, essentiellement contrainte, en raison de la limitation des possibilités de consommation durant les confinements.

Deux exceptions notables se dégagent : la Tchéquie et la Hongrie. La première suit de près la moyenne européenne depuis son entrée dans l'UE, tandis que la seconde connaît une progression continue de son taux d'épargne depuis 2007. À partir de 2019, ces deux pays dépassent même la moyenne européenne, se hissant parmi les plus épargnants de l'Union. En 2023, le taux d'épargne atteignait 19,4 % en Tchéquie et 19,0 % en Hongrie, contre 13,2 % pour l'ensemble de l'UE. Cette tendance semble traduite par un comportement prudent des ménages, qui maintiennent un niveau élevé d'épargne dans un contexte marqué par la montée des prix de l'énergie — **voir graphique 4**.

Graphique 4 : Taux d'épargne des ménages, en % du revenu disponible brut



Source : Eurostat

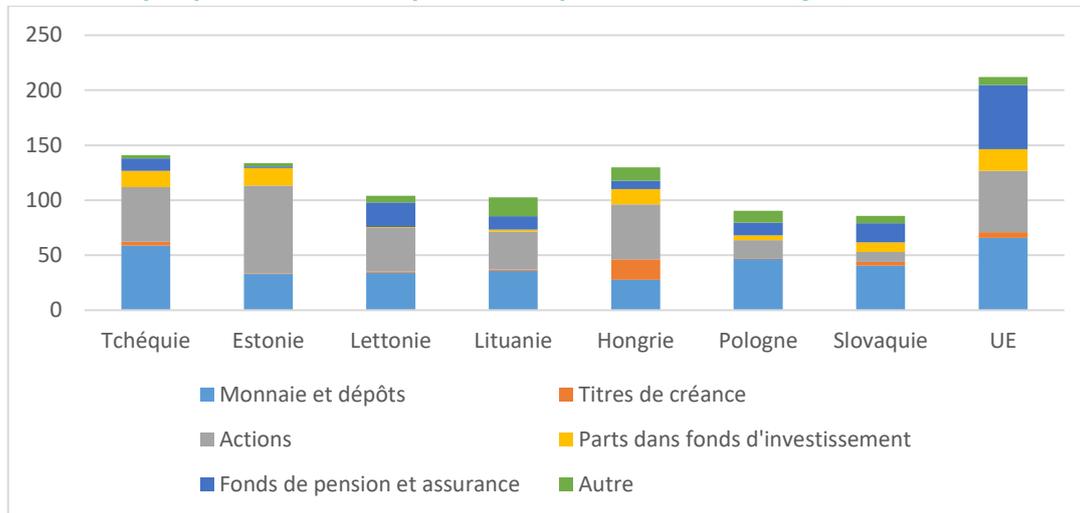
À l'inverse, la Pologne, la Slovaquie et les pays baltes continuent d'afficher des taux d'épargne faibles, inférieurs à la moyenne de l'UE. La Lituanie se démarque particulièrement par des taux historiquement très bas, avec des périodes en territoire négatif, atteignant par exemple -6,82 % en 2007, mais le taux d'épargne se situe désormais autour de la moyenne de ses voisins (6,82 % en 2023). En Pologne également, le taux d'épargne reste modeste et a atteint son niveau le plus bas en 2022, avec seulement 1,0 % du revenu disponible brut. Néanmoins, les données récentes révèlent une nette amélioration : entre le troisième trimestre 2023 et le troisième trimestre 2024, le taux d'épargne polonais est passé de 2,5 % à 7,78 % du revenu disponible brut.

A l'exception de la Tchéquie et la Hongrie, aux cultures financières plus prudentes et conservatrices, les pays de la région ont tendance à privilégier la consommation plutôt que l'épargne lorsque les revenus augmentent. Ce comportement s'explique par plusieurs facteurs structurels et culturels. D'une part, le niveau moyen de revenu y reste inférieur à celui de l'Europe de l'Ouest, ce qui pousse les ménages à considérer toute hausse de revenu comme une occasion d'améliorer immédiatement leur niveau de vie par une consommation accrue. D'autre part, l'influence des modes de vie occidentaux joue un rôle important (Endrődi-Kovács et al., 2024) : l'exposition aux standards de consommation des pays plus riches génère un effet de démonstration, qui incite les individus à imiter ces comportements. Enfin, l'éducation financière plus faible dans cette région limite la capacité des ménages à élaborer des stratégies d'investissement à long terme. Ce manque de connaissances financières, combiné à une méfiance persistante envers les institutions financières héritée du passé post-communiste, contribue à une moindre diversification des portefeuilles et à une épargne moins développée.

2.2 Une épargne trop liquide et peu productive

Par conséquent, le patrimoine financier des ménages d'Europe centrale et balte est nettement inférieur à la moyenne européenne. En % du PIB, le patrimoine financier des ménages tchèques atteint 141 % du PIB du pays en 2023, soit le plus haut niveau de la région, reflet de leur fort taux d'épargne. Ils sont suivis par les ménages estoniens (133,6 % du PIB) et hongrois (129,7 % du PIB). A l'inverse, les niveaux les plus faibles sont enregistrés en Slovaquie (85,8 % du PIB) et en Pologne (90,5 % du PIB), alors que la moyenne européenne s'élève à 211,9 % — **graphique 5.**

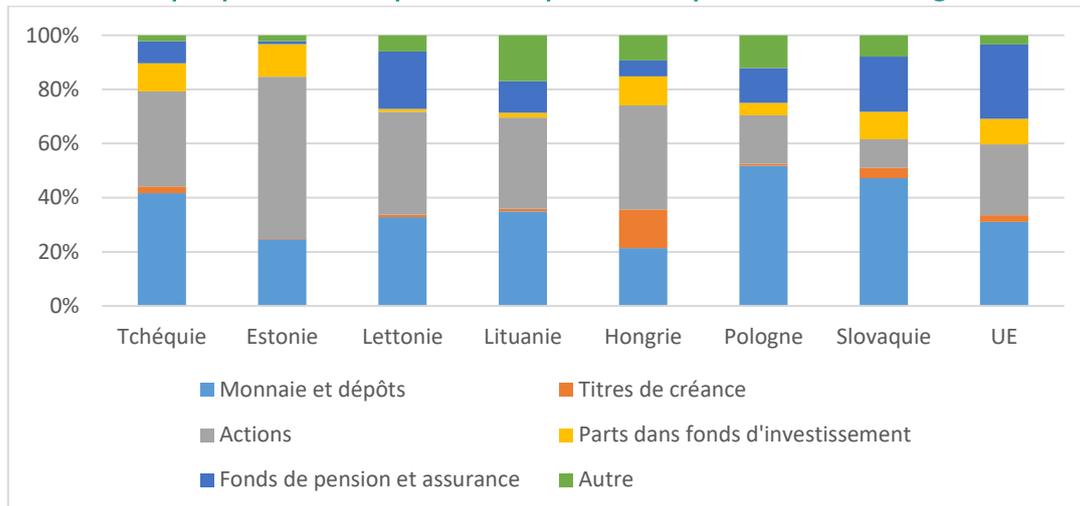
Graphique 5 : Niveau du patrimoine financier des ménages, en % du PIB



Source : Eurostat

La composition de ce patrimoine financier se caractérise par une forte préférence pour les actifs sans risque — **graphique 6**.

Graphique 6 : Décomposition du patrimoine financier des ménages



Sources : Eurostat*, calculs du SER de Varsovie

* Les données nationales peuvent ne pas utiliser le système européen des comptes (SEC 2010).

Les ménages privilégient majoritairement les dépôts bancaires et la détention de liquidités : ces instruments représentent 52 % du patrimoine financier en Pologne, 47 % en Slovaquie et 42 % en Hongrie. Seules la Hongrie (21 %) et l'Estonie (25 %) se situent en-dessous de la moyenne européenne pour la détention de liquidité (31 %).

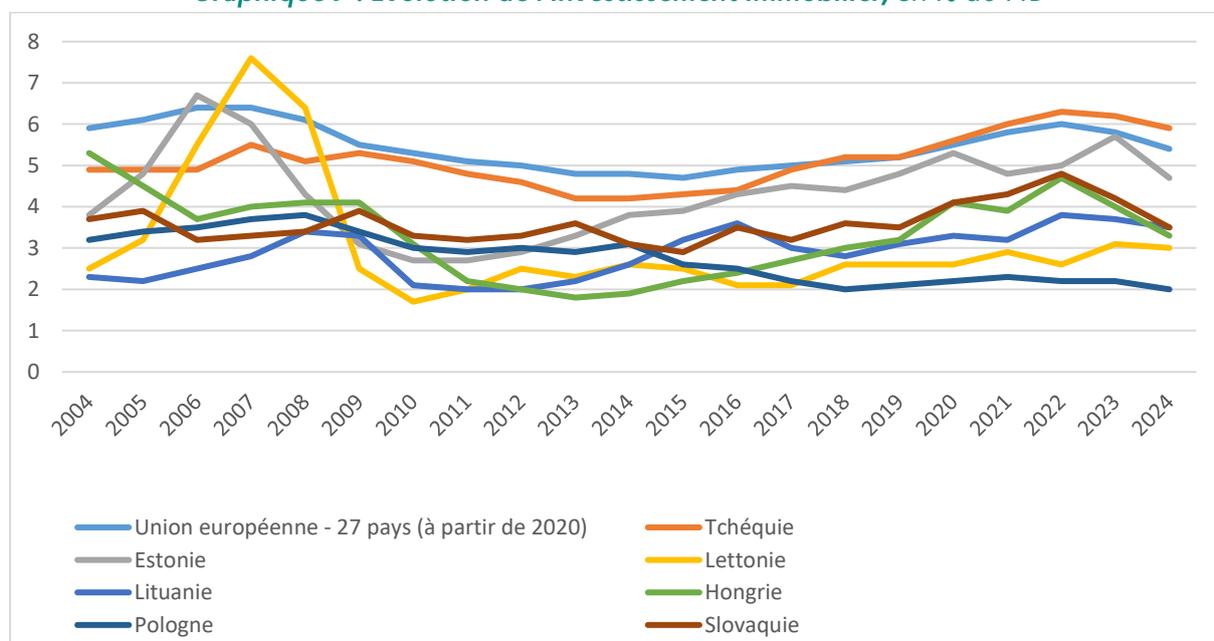
En revanche, la part des investissements en actions ou en fonds d'investissement reste limitée, ce qui freine le financement des entreprises et le développement des marchés financiers locaux. De même, des actifs détenus via des fonds de pension ou des assurances apparaissent inférieurs à la moyenne de l'UE, ce qui limite la capacité de la région à financer des projets de long terme, notamment dans les domaines des infrastructures ou de la transition énergétique.

Ces tendances sont particulièrement prononcées en Pologne et dans les pays baltes, où le patrimoine financier est à la fois plus faible et structuré de manière plus conservatrice. En comparaison, la Tchéquie et la Hongrie se démarquent par des niveaux d'épargne plus élevés, bien que ces ressources restent largement sous-investies dans l'économie productive.

Ainsi, la part de l'épargne productive — c'est-à-dire investie dans des titres financiers (actions, obligations, fonds d'investissement et de pension) — **reste très inférieure à la moyenne européenne**. Elle atteint 139 % du PIB dans l'UE, contre seulement 32,7 % en Pologne, 38,6 % en Slovaquie, 79,2 % en Tchéquie, 90,0 % en Hongrie et 97,7 % en Estonie. La faible détention d'actifs financiers semble alimenter un cercle vicieux : des opportunités de gains limitées sur les marchés découragent les épargnants, dont le désengagement freine à son tour le dynamisme des marchés financiers, réduisant encore leur attractivité. En Tchéquie et en Pologne, les principaux indices boursiers ont déçu. La valeur de l'indice WIG20 de la bourse de Varsovie était toujours inférieur à son niveau de 2011 en avril 2025. Celui de la Tchéquie n'a progressé que de 60% (avec une progression notable en 2024 / 2025. Fin 2023, l'indice n'était que 10% plus haut qu'en 2011). Les indices boursiers des pays baltes sont plus dynamiques, et bénéficient d'une intégration au groupe Nasdaq américain, avec les pays scandinaves, sous le nom de Nasdaq Nordic.

Ainsi, en Tchéquie, l'épargne élevée soutient l'investissement immobilier, au détriment du financement des entreprises. En 2024, l'investissement immobilier dans la région atteignait 5,9 % du PIB, contre 5,4 % pour la moyenne UE — **graphique 7**.

Graphique 7 : Evolution de l'investissement immobilier, en % du PIB



Source : Eurostat

2.3 Un cadre fiscal peu incitatif pour orienter l'épargne vers l'investissement privé

Dans les pays d'ECB, les dispositifs d'épargne qui bénéficient d'avantages fiscaux existent bel et bien, mais demeurent souvent timides, peu lisibles et majoritairement axés sur une logique de capitalisation individuelle à long terme, notamment pour la retraite. Leur capacité à mobiliser efficacement l'épargne privée au service du financement de l'économie productive – via les marchés d'actions ou d'obligations d'entreprises – reste encore limitée.

Dans les pays du groupe de Visegrad (Tchéquie, Hongrie, Pologne, Slovaquie), les dispositifs fiscaux apparaissent fragmentés et peu orientés vers le financement du tissu économique.

En Tchéquie, un nouveau produit d'investissement à long terme (DIP) a été introduit en 2024, permettant de déduire jusqu'à 48 000 CZK (environ 1 900 EUR) par an de l'assiette imposable. Toutefois, les fonds doivent être immobilisés pendant au moins dix années et ne peuvent être retirés qu'à partir de 60 ans, ce qui limite fortement l'attractivité du dispositif pour d'autres types d'investissement.

La Hongrie propose un cadre fiscal plus incitatif, avec notamment les comptes d'investissement à long terme « TBSZ », qui permettent une exonération totale des revenus de placement (notamment les obligations d'État) après cinq ans. En pratique, ces mesures visent avant tout à soutenir la demande en titres souverains, soutenus par des rendements particulièrement élevés (7,1 % au 15 avril 2025). Si ce dispositif a contribué à une baisse modérée des taux d'intérêt depuis leur pic de septembre 2022 (10,2 %), les niveaux restent élevés (2,0 % en octobre 2019) et l'épargne est davantage captée par l'État que redirigée vers le secteur privé.

En Pologne, le principal frein à l'investissement en titres financiers reste la taxe dite « Belka », en vigueur depuis 2002, qui impose les revenus du capital à hauteur de 19 %. Une réforme actuellement en discussion prévoit d'introduire une franchise d'imposition pouvant aller jusqu'à environ 23 800 EUR, afin d'encourager l'investissement boursier domestique. Cela pourrait marquer un tournant en faveur d'une épargne plus dynamique et davantage orientée vers les marchés de capitaux.

Du côté des pays baltes, la situation est plus contrastée.

L'Estonie offre un cadre fiscal relativement stable et lisible, avec une déduction allant jusqu'à 15 % du revenu annuel (plafonnée à 6 000 EUR) pour les versements effectués sur les régimes de retraite du troisième pilier. Néanmoins, ce dispositif ne distingue pas les types de placements : aucune priorité n'est accordée aux actions ou obligations d'entreprises.

En Lituanie, un compte d'investissement à fiscalité différée a été récemment introduit : l'imposition des plus-values est suspendue tant que les fonds restent investis. Toutefois, au moment du retrait, les gains sont soumis à un impôt forfaitaire de 15 %, ou de 20 % au-delà d'un seuil de 253 065 EUR.

Enfin, la Lettonie applique le barème de l'impôt sur le revenu aux investissements, mais propose des déductions fiscales pour l'épargne retraite (jusqu'à 4 000 EUR par an), tandis que les cotisations à une assurance-vie sont exonérées à hauteur de 10 % du revenu annuel.

En somme, si des dispositifs d'épargne encadrés fiscalement existent dans la région, ils s'inscrivent principalement dans une logique de prévoyance individuelle ou de gestion budgétaire étatique, plutôt que dans une stratégie de mobilisation de l'épargne au service de l'économie productive. Une réorientation ciblée des incitations fiscales pourrait constituer un levier puissant pour renforcer le financement local des entreprises, dynamiser les marchés de capitaux et soutenir durablement la croissance.

La mobilisation de l'épargne en Europe centrale et balte représente ainsi un enjeu crucial pour répondre aux vastes besoins d'investissement identifiés à l'échelle de l'Union européenne. Pour renforcer le potentiel de croissance de la région, il est essentiel de renforcer l'éducation financière, d'améliorer la lisibilité des dispositifs fiscaux et de favoriser l'émergence de marchés de capitaux profonds et accessibles. Transformer cette épargne dormante en moteur d'investissement est une condition clé pour assurer la compétitivité et la résilience économique de la région.

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.

Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations :

www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international

Responsable de la publication : Service économique régional de Varsovie

varsovie@dgtresor.gouv.fr

Rédaction : SER de Varsovie

Abonnez-vous : cezary.toboja@dgtresor.gouv.fr