

FAUT-IL PAYER SES DETTES ? HONGRIE ET POLOGNE CINQ ANS APRES

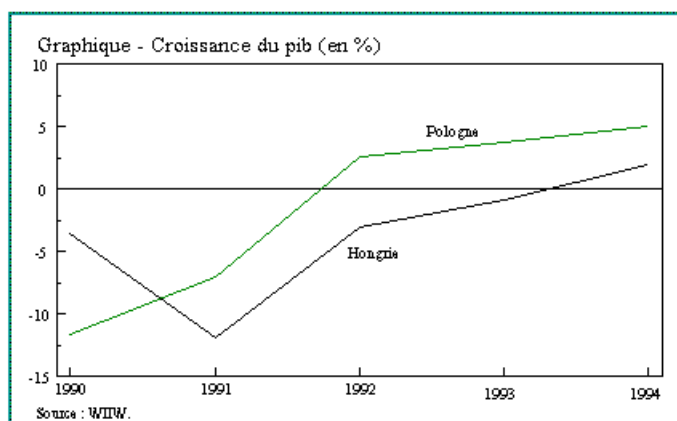
L'expérience des années 1980 a montré que la "re-solvabilisation" d'un pays surendetté et en cessation de paiements impose souvent une réduction de dette importante. Tel a été le résultat principal des plans Brady négociés par près d'une vingtaine de pays depuis 1989 : des réductions moyennes d'encours de 32% leur ont rendu l'accès aux financements internationaux privés, notamment aux investissements directs¹. Cependant, de telles opérations réduisent encore une réputation financière déjà amoindrie et peuvent rendre pour longtemps plus coûteux l'accès à ces ressources externes. Qu'en est-il quand un pays surendetté n'a pas connu de défaut de paiement ? Les avantages tirés de sa réputation financière intacte peuvent-ils compenser les conséquences macroéconomiques de paiements d'intérêts massifs ? Deux pays ayant connu par ailleurs des expériences assez proches ont fait sur ce point des choix opposés, depuis 1990 : la Pologne, qui a bénéficié de réductions de dettes importantes, et la Hongrie, qui a refusé toute option de ce type. La première connaît aujourd'hui une croissance saine ; la seconde s'essouffle sous le poids d'un double déficit des paiements courants et des finances publiques. Ceci tend à montrer qu'il n'est pas très intéressant d'être vertueux.

1

■ Une divergence récente

En 1989, la Hongrie et la Pologne étaient souvent considérées comme les deux pays les mieux partis dans la transition à l'économie de marché : en particulier, un secteur privé étroit mais dynamique, un système financier et juridique en partie réformé, une première ouverture commerciale à l'Ouest apparaissaient comme autant d'atouts micro-économiques communs. A contrario, ces deux pays supportaient des dettes

extérieures très importantes en 1990 : 21,3 milliards de dollars pour la Hongrie (65% du PIB) et 49,3 milliards pour la Pologne (79%). Enfin, il n'est pas sûr qu'un passé réformiste plus ancien en Hongrie, tout comme le préalable de la "thérapie de choc" polonaise, aient eu un impact décisif sur les trajectoires ultérieures : l'ampleur des récessions comme les profils initiaux de reprise ont été en fait très proches.



Depuis 1992 une divergence importante est cependant apparue entre ces deux pays (graphique). La Pologne semble solidement installée sur un régime de croissance de 4 à 5% l'an, avec un déficit budgétaire sous contrôle (2,7% du PIB en 1994), des comptes extérieurs équilibrés et des salaires réels en hausse (voir tableaux 1 et 2). A l'inverse, la reprise industrielle en Hongrie a tardé à se transmettre au reste de l'économie (PIB en

1. Voir W. Cline, "International Debt Reexamined", Institute for International Economics, Washington, 1995.

croissance de 2% en 1994) et s'accompagne surtout d'un "double déficit" du budget et du solde courant, qui atteignait respectivement 7% et 10,2% du PIB en 1994. Ceci a imposé en février 1995 l'adoption d'un programme de stabilisation très dur : dévaluation de 9%, réduction de 4 à 5 points de PIB du déficit budgétaire, chute anticipée de 15% du revenu réel de la population (prévisions officielles). Ainsi, tout se passe comme si un processus comparable d'ajustement micro-économique avait été asphyxié, en Hongrie, par les déséquilibres macro-financiers apparus depuis 1993, alors que l'on observait en Pologne une "auto-stabilisation" de la croissance². Comment en est-on arrivé là ? La stratégie de gestion de la dette extérieure semble pouvoir expliquer une partie de cette histoire récente.

■ Des stratégies financières opposées

La Pologne, qui était passée par plusieurs cycles de rééchelonnements depuis la cessation de paiement de 1981, a demandé dès 1990 une réduction d'encours massive, tant au Club de Paris (prêteurs publics) qu'au Club de Londres (banques commerciales). Au total, les charges d'intérêts ont été réduites de près de 50% sur l'ensemble de la période, tandis que les amortissements, réduits dans une même proportion, faisaient l'objet de moratoires

généreux³. A l'inverse la Hongrie, qui n'a échappé en 1990 à la cessation de paiement que grâce à un prêt d'urgence de la BRI, a refusé alors une offre équivalente, conformément au choix fait par tous les gouvernements successifs depuis le milieu des années 1980 : la stabilité financière apparaissait comme l'un des principaux avantages comparatifs du pays, qui devait accélérer son intégration à l'économie mondiale (et

à l'Union Européenne), grâce à un flux élevé d'investissements directs et un accès aisé aux marchés de capitaux.

Les conséquences de ces options divergentes sur l'équilibre de la balance des paiements sont désormais très visibles (tableau 1). Ainsi, les intérêts payés par la Hongrie sur sa dette extérieure ont représenté près de 1750 millions de dollars par an entre 1991 et 1994, soit 4,9% du PIB en moyenne, contre 1,1% du PIB dans le cas de la Pologne. Une itération comptable simple permet de mieux apprécier les conséquences macro-financières de la stratégie hongroise : dans l'hypothèse où la dette extérieure aurait été réduite de moitié à partir de 1991, on peut estimer que, toutes choses égales par ailleurs (taux de change, solde courant primaire et mouvements de réserves notamment), les charges d'intérêts auraient été diminuées en moyenne de 1100 millions de dollars par an, soit 3,1% du PIB. Ce bénéfice, comparable à celui obtenu par la Pologne (1600 millions par an en moyenne), peut alors être comparé au montant des investissements directs en Hongrie, obtenus grâce en partie à une vertu financière intacte : 4,5% du PIB par an, ce qui, en comparaison internationale, est très élevé. Ainsi, sur le plan de la balance des paiements, la stratégie de la Hongrie a rapporté en première estimation 500 millions de dollars par an, soit 1,4% du PIB ; si l'on fait

2. J. Sgard, "Pologne : la transition achevée ?", *La Lettre du CEPII*, n°122, mars 1994.

3. Un des succès des négociateurs polonais est en effet d'avoir obtenu une réduction rétroactive des intérêts dus mais non réglés aux banques. Par ailleurs, la lenteur de la procédure de ratification formelle des réductions de dettes, par les Etats créditeurs (en deux tranches) comme par chaque banque (depuis août 1992), explique que l'impact de ces opérations sur les encours officiels de dette soit à la fois retardé et difficile à identifier.

l'hypothèse qu'en cas de réduction de dette, elle aurait obtenu les mêmes investissements directs que la Pologne (0,4% du PIB), cet avantage est réduit à 1%, ce qui reste substantiel.

■ Des conséquences graves sur le financement de l'économie

L'option hongroise a eu cependant des conséquences lourdes sur le plan interne. Ainsi, il y a un lien direct entre les paiements d'intérêts sur la dette *publique* extérieure (3,9% du PIB entre 1991 et 1994) et un déficit budgétaire moyen de 6,6%. Or, ce besoin de financement a été couvert principalement par appel à l'épargne domestique, ce qui a contribué à la formation d'une dette publique interne qui, inexistante en 1990, approchait 30% du PIB à la fin de 1994, contre 9% en Pologne. Comme de



nombreux pays latino-américains au cours des années 1980, la Hongrie a donc "transformé" rapidement le service de sa dette externe en une dette interne. Ceci ressort clairement si l'on analyse l'origine du "double déficit" apparu depuis 1993 : sur le plan des paiements courants, il s'explique principalement par la dérive du solde primaire (avant intérêts), ce qui renvoie plutôt à un problème de compétitivité. Sur le plan des finances publiques, en revanche, l'accroissement du déficit découle directement de la dynamique de la dette publique : le besoin de financement primaire de l'Etat est resté inférieur à 2,5% du PIB sur toute la période (tableau 2). Ceci risque d'imposer à l'avenir des pressions fortes sur les autres postes de dépenses, en particulier les transferts sociaux et les investissements.

Cette situation a eu aussi pour conséquence d'imposer, sur le plan du crédit domestique, une éviction massive des entreprises, par des effets à la fois de quantités (rationnement du crédit) et

de prix (taux d'intérêts réels). Ainsi, de 1991 à 1994, le flux de nouveaux crédits bancaires n'est allé qu'à hauteur de 24% aux entreprises (8% en 1992-1993), contre 38% en moyenne en Pologne. Dans le même temps, les taux d'intérêts réels prêteurs sont restés à des niveaux extrêmement élevés (12% en moyenne), contrairement au cas de la Pologne (4,1%). On peut rapprocher alors le montant des intérêts dus par les entreprises de celui des rares ressources nouvelles qu'elles ont obtenues des banques pendant ces années : on constate un véritable drainage des entreprises, lié directement aux tensions budgétaires, et qui a représenté en moyenne 6% du PIB entre 1991 et 1994, contre un transfert de seulement 1,5% en Pologne.

Ces tensions ne sont pas étrangères enfin à la crise bancaire des dernières années. L'assèchement du crédit, notamment en 1992-1993, signifiait en effet que toute entreprise endettée devait acquitter la quasi-totalité de ses intérêts à partir de ses seuls revenus d'exploitation : ceci a précipité nombre d'entre elles dans une crise de liquidité qui, selon la loi sur les faillites d'avril 1992, obligeait légalement à ouvrir une procédure de règlement judiciaire, même en cas d'accident de paiement mineur. En quelques mois, on a donc observé un engorgement complet de la justice commerciale, mais surtout une faillite technique de l'ensemble des banques, contraintes d'inscrire comme prêts non-performants la totalité de leurs avoirs envers ces sociétés⁴. Le résultat a été deux recapitalisations bancaires très coûteuses pour les finances publiques (9% du PIB) et, depuis lors, une quasi-extinction de la relation de crédit entre les banques et les entreprises : à la fin de 1994, en valeur brute, la dette performante domestique de ces dernières représentait moins de 4 semaines de production industrielle, contre 20 semaines en Pologne. Ceci risque donc aussi de limiter à l'avenir la croissance potentielle de l'économie.

■ A quoi sert une réduction de dette ?

Au total, la comparaison de la Pologne et de la Hongrie depuis 1990 conduit à une conclusion nette : la seconde n'a pas fait le bon choix. Contrairement à ses voisins, elle a certes bénéficié d'un flux élevé d'investissements directs, qui ont un impact micro-économique

4. J. Sgard, "Recapitalisation bancaire et aléa moral en Hongrie et en Pologne", *Revue Economique*, mars 1995.

important : de nombreuses enquêtes montrent désormais que les entreprises hongroises ayant un actionnaire étranger affichent les meilleures performances, notamment à l'exportation⁵. Cela étant, le refus de négocier avec les crédateurs étrangers a entraîné la formation d'une dette publique interne importante, qui ajoutée à la dette extérieure, risque de peser longtemps sur les finances publiques, les équilibres monétaires et le financement des entreprises ; à terme, les perspectives de croissance non-inflationnistes risquent donc elles aussi d'être moins favorables, ce qui pourra peser en retour sur l'attitude des investisseurs.

Ceci illustre un point souvent oublié : les banques commerciales sont toujours opposées a priori à toute réduction de dette pour un pays surendetté ; mais une fois accordée, celle-ci permet en général d'assurer sa resolvabilisation et donc son retour à des conditions de financement normales, en particulier sur les marchés privés. Dès lors que la capacité du pays à servir sa nouvelle dette est considérée comme acquise, il serait en outre irrationnel de la part d'un investisseur de s'en tenir à un comportement backward-looking, fondé sur la prise en compte des seuls précédents : par définition, cet agent anticipe des flux de revenus futurs et modifie donc son appréciation assez vite. C'est pourquoi le bénéfice résultant de l'"effet de réputation", qui justifierait le refus de rééchelonner, ne doit pas être surestimé, sur le plan du coût et surtout de l'accès à ces ressources. Si l'on en juge d'ailleurs par la crise mexicaine de l'hiver 1994-1995, qui suivait un krach majeur en 1982 et des dizaines de crises depuis que ce pays est indépendant, la mémoire des marchés de capitaux gagnerait peut-être à être renforcée.

Quant aux doutes que l'on pourrait conserver sur le cas précis de la Hongrie, ils n'ont plus lieu d'être depuis le 27 juin dernier. Le hasard a voulu, en effet, que ce jour-là elle se trouve en concurrence avec la Pologne, pour deux émissions d'obligations internationales dont les résultats ont été sans appel : par rapport aux taux d'intérêts de référence (Bons du Trésor allemands et américains), la Hongrie a obtenu un spread de 209 points de base, alors que la Pologne, qui se présentait pour la première fois, obtenait un spread de 185 points et accroissait son offre en cours d'émission⁶.

Jérôme Sgard

Vient de paraître

ÉCONOMIE INTERNATIONALE LA REVUE DU CEPII

N°62 - 2^E TRIMESTRE 1995

TRANSITION ET ÉLARGISSEMENT

- AJUSTEMENT DES ENTREPRISES
- DYNAMIQUES MACROÉCONOMIQUES ET FINANCEMENT
- INSERTION INTERNATIONALE
- INTÉGRATION DANS L'UNION EUROPÉENNE
- NOTES DE LECTURE

300 p., 110 F, en vente à
La documentation Française
29/31, quai Voltaire - 75344 Paris Cedex 07

5. Voir notamment : I Major, "Secteur public et privé en Hongrie" in *Economie Internationale*, numéro spécial "Transition et Elargissement", n°62, 2ème trimestre 1995.

6. Ces émissions souveraines portaient respectivement sur 250 millions de DM et une durée de 6 ans (Hongrie) ; et 200 millions de dollars sur 5 ans, portés ensuite à 250 millions (Pologne). Voir : *Financial Times*, 27 juin 1995.

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION

Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (1) 48 42 64 14
Fax : 33 (1) 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION
Jean Pisani-Ferry

RÉDACTEUR EN CHEF
Claire Lefebvre

CONCEPTION GRAPHIQUE
Pierre Dusser

RÉALISATION
Arnick Hutteau

DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France : 295 F
Europe : 350 F
Hors Europe : 440 F
(envoi par avion)

Commande adressée à :
La documentation Française,
124, rue Henri Babusse
93308 Aubervilliers Cedex.

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
3^{em} trimestre 1995
Septembre 1995

Imp. ROBERT - PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous
la responsabilité de la
direction du CEPII. Les
opinions qui y sont exprimées
sont celles des auteurs.*