

JÉRÔME SGARD¹

LE FINANCEMENT DE LA TRANSITION EN EUROPE CENTRALE ET BALKANIQUE

RÉSUMÉ Cet article compare les profils de récession et de reprise de la production observés depuis 1990 dans six pays d'Europe centrale et balkanique (Bulgarie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Slovénie). Il expose ensuite les facteurs explicatifs de la croissance comme de son caractère divergeant entre pays : le constat que les facteurs de demande (politique budgétaire et aide extérieure en particulier) n'ont eu qu'un impact limité conduit à porter l'attention sur les facteurs d'offre, relatif notamment aux conditions d'ajustement et de financement des entreprises.

Un premier axe est l'évolution de l'autofinancement : on distingue des évolutions très différenciées, en termes de gains de productivité et de capacité des entreprises à capter les surplus dérivés. Ainsi, depuis le "point creux de la récession", la reprise polonaise paraît la plus stable, en raison de la capacité des entreprises à obtenir une réduction importante des coûts salariaux unitaires sans pour autant exercer une pression excessive sur le revenu des ménages. Dans les autres pays, en revanche, on observe soit des situations

moins favorables en termes de dynamique des coûts salariaux (en Hongrie et surtout en République tchèque et en Slovénie), soit un ajustement important sur les coûts de la main-d'œuvre, mais sans reprise stable de la production (Roumanie, Bulgarie).

Un second axe d'analyse porte sur l'évolution de l'accès des entreprises au crédit bancaire. Une série d'indicateurs dérivés des statistiques monétaires conventionnelles permet de diagnostiquer une situation très générale de crise de la relation de crédit dans les économies en transition : à la seule exception de la République tchèque, on observe que dans tous les pays étudiés, depuis 1991, les entreprises ont reçu collectivement moins de ressources contractuelles nouvelles (accroissement de l'encours de crédit brut) qu'elles n'ont dû payer d'intérêts. En d'autres termes, la règle générale est à un transfert net des entreprises vers les banques, d'une ampleur variable : 6 % du PIB en moyenne en Hongrie (1991-1994) et 1,5 % en Pologne, contre un apport positif de 2,4 % en République tchèque. Dans les deux derniers cas, les mécanismes informels de financement sont restés toutefois dominants pen-

1. Jérôme Sgard est économiste au CEPII. La préparation de cet article a bénéficié du soutien de la Commission européenne, dans le cadre du programme ACE (contrat n° 92-0098-R). L'auteur remercie également Olivier Bouin, Eric Girardin, Laszlo Halpern, Mario Nuti, Enrico Perotti et Jean Pisani-Ferry.

dant tout la période, prenant la forme d'accumulation massive d'arriérés dans le cas de la Bulgarie et de prélèvements inflationnistes continus en Roumanie. On tire enfin un certain nombre de conclusions de politique économique tendant à souli-

gner que, dans le contexte de la transition, les politiques monétaire et budgétaire sont fortement endogènes, ce qui ne laisse que deux instruments relativement autonomes : le taux de change et la politique des revenus.

Depuis le printemps 1992, les pays d'Europe centrale et balkanique ont renoué progressivement avec la croissance, contribuant ainsi à ouvrir une troisième phase de la transition : après la stabilisation et la remonétisation initiales, puis la récession profonde qui a suivi, cette "première croissance de la transition", inégale et fragile, renouvelle les enjeux des politiques de réforme, comme certains thèmes du débat théorique qui les accompagne.

On peut certes relever les indices nombreux d'une relative normalisation des économies en transition sur le plan par exemple des arbitrages budgétaires, de la politique de change ou de la gestion de la dette publique. Cette convergence reste cependant partielle, témoignant de ce que l'expérience de la transition ne se réduit pas encore à une variante simple du diptyque stabilisation/ajustement structurel : les privatisations, la restauration d'une intermédiation financière efficace, la régulation du marché du travail, continuent parmi d'autres de soulever des problèmes très particuliers. Plus généralement, l'instabilité des comportements et la fragilité des institutions expliquent que le renforcement de la discipline financière des entreprises comme de l'Etat reste lente et fragile, ce qui accroît les risques de nouvelle déstabilisation à terme : l'addition des besoins de financement respectifs peut entraîner la formation rapide d'une dette publique et para-publique importante, susceptible de déstabiliser le processus de reprise de la croissance. Ainsi une éviction durable des entreprises ajustées et privées (moindre accès au crédit et taux d'intérêt élevés) pourrait ainsi se traduire à moyen terme par un rythme de croissance ralenti, associé à des tensions inflationnistes fortes. Surtout, il existe un risque important d'évolution vers une situation de *trappe d'endettement* pouvant mettre en question les équilibres macro-économiques difficilement rétablis depuis 1990 : la réduction progressive des marges de manœuvres financières de l'Etat et du système bancaire pourrait entraîner alors des tensions croissantes sur la solvabilité externe du pays, ou bien la formation d'un nouveau surplomb monétaire comparable à celui observé à la veille des réformes. Une rupture des paiements extérieurs comme une monétisation de la dette interne signeraient alors l'échec à adopter une nouvelle discipline sur le plan micro- et macro-économique. Alors que la croissance reste souvent lente et les besoins de financement publics importants, la gestion de ce risque financier apparaît comme un des principaux enjeux de la politique économique dans la phase actuelle de la transition.

Cet article propose une analyse comparative des processus actuels de croissance et cherche notamment, à travers les conditions du financement des entreprises, à identifier certains facteurs décisifs de divergence entre trajectoires nationales. On montre alors que l'initiative financière des pouvoirs publics, qu'il s'agisse de l'aide internationale ou de la politique budgétaire, n'a pas eu un impact différentiel important dans ce mouvement (partie 1). Ceci reporte donc

l'explication des différents profils de transition sur le plan micro-économique et financier : restructuration des entreprises et renforcement de la discipline financière. On compare dans un premier temps l'évolution de leur financement interne, à travers les indices de productivité et de coûts unitaires du travail, considérés comme un indicateur du partage de la valeur ajoutée (partie 2). Ensuite, considérant que le rôle des marchés de capitaux n'est pas encore significatif, on compare l'évolution de la seule alternative à l'autofinancement : le crédit bancaire (partie 3). Ceci conduit à réintroduire des considérations macro-économiques, liées notamment aux contraintes d'endettement, mais aussi des variables d'ordre micro-économique et institutionnel, portant sur la relation de crédit entre banques et entreprises : beaucoup de faiblesses et de déséquilibres structurels propres à ces économies concentrent leurs effets sur cette relation et devraient peser, à travers elle, sur la formation des nouveaux systèmes financiers et sur les perspectives de croissance. Ceci permettra de mettre en valeur une diversification sous-jacente des structures économiques, qui tranchent déjà fortement avec la grande homogénéité des comportements et des institutions, observée avant 1990. Dans une dernière partie on peut alors relier cette évolution complexe des mécanismes de financement de l'économie aux problèmes posés par la politique monétaire dans la phase actuelle de reprise (partie 4). On étudie ces problèmes dans le cas de six pays d'Europe centrale et balkanique : la Bulgarie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie et la Slovénie.

L Le constat : quelles reprises ?

Sorties de récession et rythmes de croissance

La situation relative de chaque pays, après les stabilisations et les récessions du début des années quatre-vingt-dix peut être appréciée tout d'abord en comparant les niveaux actuels de production industrielle à ceux atteints à la veille des réformes. Ils leur restent tous nettement inférieurs, mais une différenciation s'est opérée entre deux groupes principaux : d'un côté, en Hongrie, en Pologne et en Slovénie la production atteignait, au second semestre de 1994, 85 % de son niveau initial et montrait des rythmes de croissance relativement soutenus dans les deux premiers cas. La Bulgarie, la Roumanie et la République tchèque restaient en revanche à des niveaux très bas, de l'ordre de 60 à 65 %, et ne connaissaient qu'une reprise lente ou récente² (TABLEAU 1).

2. On s'appuie ici sur les séries de production industrielle publiées par les instituts statistiques nationaux ou par l'OCDE (voir annexe). Il faut noter que la comparaison de ces données entre pays est affaiblie par des périmètres différents de ces séries. Ainsi, l'indice de la production industrielle ne couvre que les entreprises de plus de 25 employés en République tchèque, alors qu'il intègre mieux les petites entreprises dans le cas de la Pologne et de la Hongrie (par voie de sondages) ; en Bulgarie, les entreprises privées sont mal prises en compte, ce qui conduit vraisemblablement, comme en République tchèque, à sous-estimer la reprise de la production et de la productivité selon un degré difficile à apprécier. On peut certes s'appuyer sur des indicateurs indirects, telle la consommation d'énergie, pour corriger ces distorsions, mais ils ne permettent pas à l'évidence de reconstituer des séries complètes (Dobozi & Pohl, 1995).

TABLEAU 1

Principaux indicateurs macro-économiques

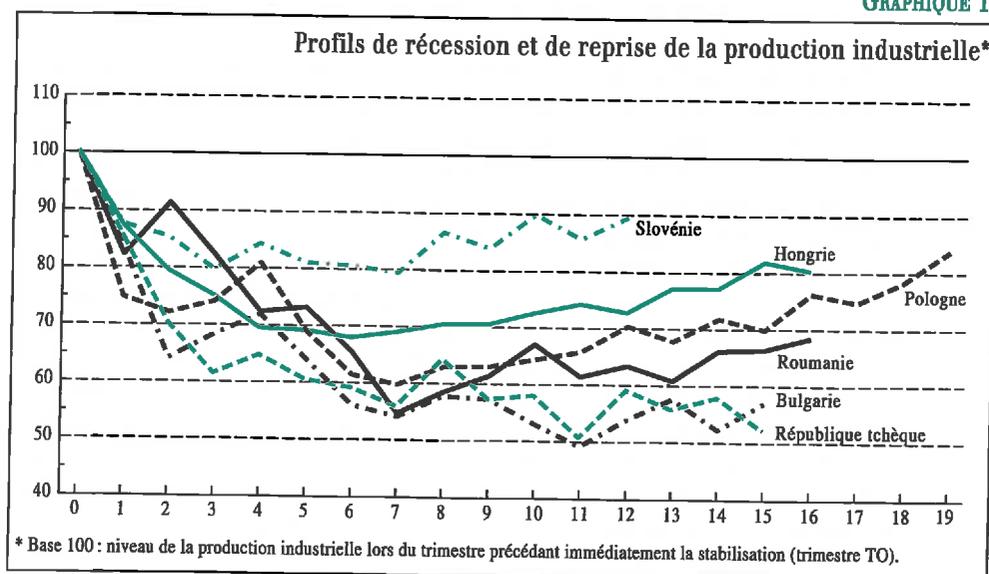
	1989	1990	1991	1992	1993	1994*
BULGARIE						
PIB (1990=100)	109,1	100	89,5	84,7	81,2	81,8
Production industrielle (1990=100)	116,6	100	72,2	58,3	53,6	5,8
Prix à la consommation, en %	-	24	340	82	76	112
Solde courant (millions de \$)	-1500	-1000	-300	-400	-900	200
Croissance réelle de M3 (IPC), en %	-	-	-	-3	-16	-5
HONGRIE						
PIB (1990=100)	103,5	100	89,3	85,7	82,9	85,1
Production industrielle (1990=100)	101	100	80,9	71,8	75,3	81,8
Prix à la consommation, en %	17,0	29,0	34,0	23,0	21,0	18,1
Prix à la production, en %	15,4	21,8	32,0	12,5	6,0	10,7
Solde courant (millions de \$)	-1400	130	270	320	-3450	-3910
Croissance réelle de M3 (IPC), en %	-	-0,4	-3,6	12,4	15,2	5,7
POLOGNE						
PIB (1990=100)	116,6	100	92,9	94,3	98,6	102,7
Production industrielle (1990=100)	125,3	100	-83,9	87,3	-94,6	106,3
Prix à la consommation, en %	250	581	73	45	36	33
Prix à la production, en %	210	625	51	27	26	30
Solde courant (millions de \$)	-1400	720	-1360	-270	-233	-940
Croissance réelle de M3 (IPC), en %	-	-76	5,5	6,0	14,2	3,7
REPUBLIQUE TCHEQUE						
PIB (1990=100)	100,4	100	87,6	81,8	81,5	83,7
Production industrielle (1990=100)	103,9	100	74,7	63,5	59,7	58,6
Prix à la consommation, en %	2,3	10,0	57,5	10,9	20,8	11,5
Prix à la production, en %	-0,7	4,5	72,0	10,0	13,0	6,2
Solde courant (millions de \$)	415	-340	1140	50	280	300
Croissance réelle de M3 (IPC), en %	-	-	-30	5,9	5,0	16,3
ROUMANIE						
PIB (1990=100)	105,6	100	88,6	78	78,7	79
Production industrielle (1990=100)	123,7	100	78,3	60,1	60,5	61,5
Prix à la consommation, en %	1,1	5,1	174	211	255	132
Prix à la production, en %	0	26,5	224	274	165	148
Solde courant (millions de \$)	2900	-1660	-1190	-1560	-1170	-270
Croissance réelle de M3 (IPC), en %	-	-	-47	-45	-25	-16
SLOVENIE						
PIB (1990=100)	104,7	100	92,5	87,8	89,1	92,6
Production industrielle (1990=100)	110,5	100	89	78,6	76,4	81,4
Prix à la consommation, en %	1306	550	117	342	29	19,4
Prix à la production, en %	1410	390	124	193	18,2	17,7
Solde courant (millions de \$)	1100	527	130	930	150	510
Croissance réelle de M3 (IPC), en %	-	-	-	-10,1	46,8	32,3

Les pourcentages sont en moyennes annuelles. * 1994 : estimations.

Source : voir annexe statistique.

Au moins aussi intéressants sont cependant les différents profils de récession et de reprise, à partir du trimestre T1 du début des réformes qui s'échelonne depuis janvier 1990 (Pologne) jusqu'à janvier 1992 (Slovénie). On constate alors (graphique 1) que dans la moitié des cas, le creux de la récession a été atteint 6 à 7 trimestres après son début, et correspondait à des niveaux de production compris entre 55 % et 70 % de celui du trimestre T0. Ce constat conduit à limiter le poids relatif des différences nationales dans l'explication de la récession initiale (radicalisme ou gradualisme, degré d'ouverture commerciale, etc.) et à insister plutôt sur ses causes générales (choc sur l'offre, démantèlement du CAEM, similitude des comportements et des institutions). La Bulgarie et la République tchèque n'ont atteint un minimum qu'au bout de 11 trimestres, après une chute de la production totale de 50 %. La moindre récession enregistrée en Slovaquie (-21 %) apparaît ici comme un démenti relatif puisqu'elle faisait suite à une chute moyenne de 30 % de la production dans l'ancienne Yougoslavie, entre 1989 et 1991 ; celle-ci répondait aux débuts de la guerre civile, mais plus encore à une première stabilisation, assez comparable à la "thérapie de choc" polonaise, qui a donné des résultats appréciables en 1990. Ajouté aux réformes partielles des années quatre-vingt et à l'ouverture relative de l'économie slovène, ceci donne à cette seconde stabilisation un caractère intermédiaire, entre une stabilisation classique particulièrement longue (à comparer par exemple à l'expérience israélienne de 1985) et une stabilisation est-européenne particulièrement réussie (Bruno, 1993 ; Bruno & Fischer, 1991).

GRAPHIQUE 1



Source : voir annexe statistique.

Le parallélisme relatif observé pendant les deux premières années laisse cependant la place, après que le point creux de la récession ait été atteint, à des évolutions beaucoup plus différenciées. Si, par exemple, on compare le temps nécessaire pour retrouver durablement un niveau de production supérieur de 15 %

à ce minimum, la Pologne se distingue par une reprise un peu plus rapide, avec un délai de 5 trimestres, contre 7 à 9 trimestres pour la Hongrie, la Slovénie, la Roumanie et la Bulgarie (dans cet ordre); toutefois, cette avance polonaise vient après une récession plus profonde qu'en Hongrie, par exemple, si bien qu'en intégrant l'antériorité d'un an dans le lancement des réformes, les stratégies initiales de ces deux pays ne se traduisent pas ici par des trajectoires très différenciées. Enfin, on relève que dans tous les pays la reprise de la production industrielle devance d'à-peu-près un an celle du PIB, à l'exception de la République tchèque où le rôle premier revient aux services; ceci peut s'expliquer a priori par une offre initiale particulièrement limitée (commerce, banques, etc.) et par une expansion rapide du tourisme depuis 1990³.

La désinflation et l'évolution des termes de l'échange internes

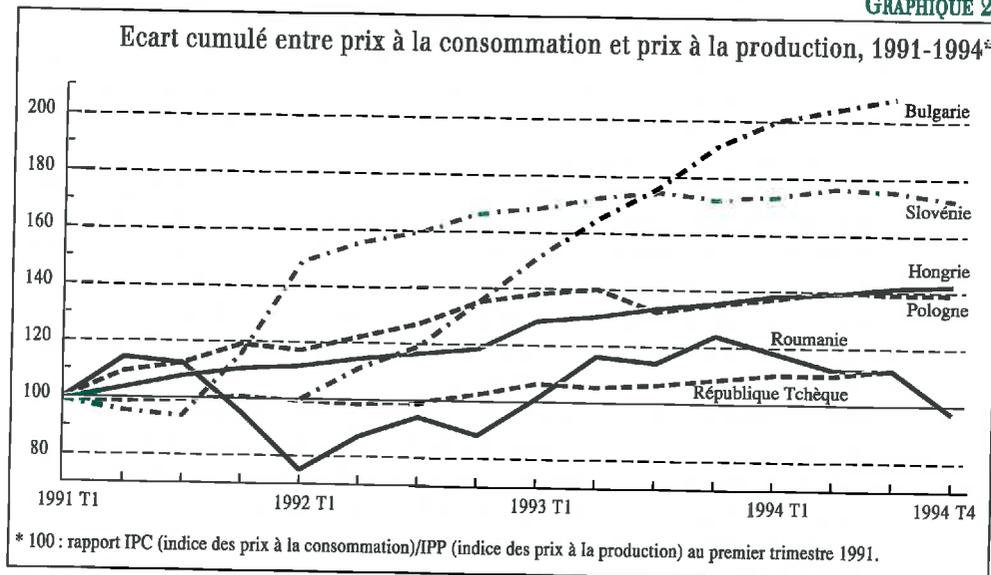
Le rythme moyen de l'inflation permet de distinguer trois cas de stabilisation: d'abord la République tchèque, avec une inflation de 11 % en moyenne annuelle en 1994 (prix à la consommation); puis la Slovénie et la Hongrie (18 % chacune) ainsi que la Pologne (30 %); enfin la Roumanie et la Bulgarie, avec des rythmes d'inflation plus rapides et plus instables, de 132 % et 75 % respectivement. Ces derniers résultats témoignent de ce que la discipline macro-économique est encore très imparfaite dans ces deux pays, ce qui ne peut que rendre plus difficile l'ajustement des entreprises comme la construction d'institutions financières stables. On reviendra en revanche plus tard sur la question, dans les autres pays, des avantages relatifs d'un nouvel effort de désinflation.

Un second type d'information est donné par l'écart d'inflation entre les prix à la consommation et à la production, ces derniers ayant eu généralement tendance, dans un premier temps, à retarder de manière importante vis-à-vis des premiers (graphique 2). Plusieurs facteurs explicatifs peuvent être mis en avant: l'écart entre la couverture des deux indices (les prix agricoles en particulier ne sont pas inclus dans l'IPP); l'introduction de taxes indirectes (TVA et accises); les dévaluations massives de 1990-1991, suivies souvent de décrochements nominaux ponctuels; enfin, sur un plan plus structurel, la nécessité de financer le développement du commerce et des services et la modification des termes de l'échange entre l'industrie et les autres secteurs. On remarque cependant que la divergence des rythmes d'inflation est très variable entre pays et semble témoigner elle aussi de degrés inégaux de stabilisation: alors qu'en Hongrie, en Pologne, en Slovénie et en République tchèque on a observé après un délai plus ou moins long une convergence entre les rythmes d'inflation, tel n'est pas le cas en Bulgarie et en Roumanie. Ceci témoigne d'environnements économiques instables, dont le niveau de bruit reste élevé et où l'on peut donc s'attendre à ce que l'horizon temporel des agents soit plus limité.

3. Au premier semestre 1994, les recettes brutes d'exportation du secteur du tourisme et des transports représentaient 8,5 % du PIB de la République tchèque sur la même période. En 1989, pour l'ensemble de l'ancienne Tchécoslovaquie, ces recettes étaient de 2,1 % du PIB.

4. On trouvera une présentation détaillée et une discussion du dispositif d'aide international, de sa distribution et de ses effets dans Ners & Buxell (1995), *Economic Bulletin for Europe*, 46, 1994 (CBE/NU) ainsi que dans les numéros de février et mai 1995 du *Journal of Comparative Economics*, 20.

GRAPHIQUE 2



Source : voir annexe statistique.

Cette description de la croissance actuelle permet d'identifier les facteurs qui l'ont initiée, qui éventuellement la soutiennent et qui pourraient donc aussi lui faire défaut à l'avenir. Parmi ceux que l'expérience passée comme les débats publics récents ont souvent distingués, deux au moins n'ont joué en fait qu'un rôle marginal, ou très inégal : l'aide financière extérieure et la politique budgétaire.

L'aide extérieure, un apport limité et inégal

Malgré les nombreuses scories qu'il a laissés, le débat sur le soutien international à la transition, en 1989 et 1990, a permis de poser au moins deux points : l'objectif d'une convergence rapide des niveaux de vie entre l'Est et l'Ouest de l'Europe est peu réaliste, et si l'évolution dans ce sens peut être accélérée, des apports de capitaux importants sont pour cela nécessaires. Sans entrer ici dans le détail des flux de crédits et de dons, ni dans les résultats respectifs des différents instruments d'aide, trois constats assez nets ressortent des données agrégées publiées pour les années 1990-1993 par la Banque mondiale en 1995 (TABLEAU 2)⁴.

L'aide économique sans contrepartie (dons) a joué un rôle minime dans le soutien économique à l'Europe de l'Est, son volume moyen s'échelonnant entre 0,03 % du PIB en Hongrie et en République tchèque, et un maximum de 0,4 % en

Roumanie et Slovaquie ; c'est seulement en ajoutant à cette somme les réductions de dettes obtenues au Club de Paris et au Club de Londres par la Pologne que l'on parvient, pour ce pays, à un montant significatif, de l'ordre de 1,8 % du PIB⁵ ; toutefois, on peut défendre qu'il ne s'agit plus alors d'un flux de ressources nouvelles, mais plutôt de la transformation *ex post* en dons de ressources apportées, il y a fort longtemps, au régime de M. Gierek.

Les crédits publics et privés ont apporté une contribution très inégale au financement des premières années de la transition. Diminués des paiements d'intérêts, ils n'ont permis des apports nets de ressources significatifs que dans le cas de la Roumanie (2,2 % du PIB) et de la République tchèque (1 %), les deux pays les moins endettés de la région ; la première a eu recours essentiellement à des crédits multilatéraux, alors que la seconde a accru rapidement depuis 1993 un endettement privé, contracté par les banques commerciales tchèques et certaines grandes entreprises, généralement associées à des grands groupes occidentaux. Le même phénomène s'observe à moindre échelle en Hongrie, encouragé dans ce cas par le niveau très élevé des taux d'intérêt domestiques ; en termes de flux nets de ressources, le bilan reste cependant négatif dans ce cas en raison des paiements d'intérêts très élevés sur la dette extérieure publique (4,7 % du PIB en moyenne de 1991 à 1994). La Bulgarie, la Pologne et la Slovaquie étaient en négociations de rééchelonnement pendant toute la période couverte et ne réglaient au mieux qu'une partie des intérêts dus ; leur bilan d'ensemble, ici, est négatif (transferts nets de 0,5 % pour les deux premières, et de 1,2 % pour la troisième).

Enfin, les investissements directs, comme il l'a été souvent relevé (Commission Economique pour l'Europe, 1995) sont restés nettement en deçà des attentes exprimées au début des années 1990, leur destination étant en outre très concentrée sur la Hongrie (4,1 % du PIB en moyenne), et dans une moindre mesure sur la République tchèque (2,5 %), puis la Pologne (0,8 %).

Au total, sur les six pays étudiés, le montant des ressources apportées représentent en moyenne 1,4 % du PIB par an, entre 1990 et 1993, 2,1 % si l'on inclut les réductions de dette polonaise. Ce chiffre est sensiblement inférieur à celui des transferts réalisés dans le cadre du Plan Marshall (Eichengreen & Uzan, 1992), soit en moyenne 2,5 % du revenu national des pays receveurs, sur une période comparable (1948-1951). La vraie différence entre ces deux expériences est cependant ailleurs : l'aide américaine fut gratuite à près de 90 %, contre seulement 7,3 % dans le cas présent. Sa distribution a été en outre très inégale en Europe de l'Est : les pays qui ont le plus bénéficié de ces apports ne sont pas nécessairement ceux qui en avaient le plus besoin (la Bulgarie par exemple), mais ceux qui répondaient à deux critères : être peu endettés au départ (République tchèque et Roumanie), ou pouvoir attirer un flux élevé d'investissements directs (Hongrie et République tchèque). En d'autres termes, prises globalement, les ressources apportées depuis 1990, ont été allouées principalement selon des critères de renta-

5. La Pologne a bénéficié d'une réduction de 50 % de sa dette publique, réalisée en deux tranches, en 1991 et 1994 ; elle a obtenu en 1994 un traitement comparable dans le cadre du Club de Londres (dette commerciale). Toutefois, l'imputation comptable de ces opérations est partielle dans les données utilisées ici et devrait se poursuivre sur les années 1994 et 1995. La Bulgarie a obtenu en 1994 une réduction de 50 % de sa dette commerciale qui n'apparaît donc pas ici ; elle est en régime de moratoire sur sa dette Club de Paris. La Slovaquie a repris 14 % de la dette extérieure de l'ancienne fédération yougoslave et est actuellement en négociation avec les banques commerciales ; elle verse une partie des intérêts dus sur un compte bloqué. Aucune autre réduction de passif n'a été accordée aux autres pays étudiés ici.

TABLEAU 2

	Flux financiers avec l'extérieur				Montant moyen en % du PIB
	1990	1991	1992	1993	
Millions de US \$					
BULGARIE					
Flux nets de crédits	3	277	203	-39	1,4
Flux nets de crédit - intérêts payés	-449	173	20	-236	-0,5
Investissements directs	4	56	42	55	0,4
Aide publique	0	0	53	39	0,2
HONGRIE					
Flux nets de crédits	126	592	-236	2989	2,5
Flux nets de crédit - intérêts payés	-1407	-845	-2167	1110	-2,6
Investissements directs et portefeuille	150	1492	1513	2362	4,2
Aide publique	0	34	15	21	3,0
POLOGNE					
Flux nets de crédits	-95	476	262	5	0,2
Flux nets de crédit - intérêts payés	-301	25	-518	-715	-0,5
Réduction de dette	517	7	2092	2327	1,5
Investissements directs	89	291	678	1715	0,8
Aide publique	305	45	253	139	0,3
REPUBLIQUE TCHEQUE					
Flux nets de crédits	586	187	-63	1483	1,8
Flux nets de crédit - intérêts payés	392	-36	-313	1238	1,0
Investissements directs	207	600	1103	950	2,5
Aide publique	0	0	130	10	0,1
ROUMANIE					
Flux nets de crédits	26	102	1043	888	2,3
Flux nets de crédit - intérêts payés	26	96	997	801	2,2
Investissements directs	0	40	77	94	0,2
Aide publique	106	198	46	84	0,4
SLOVENIE					
Flux nets de crédits	-50	16	85	83	0,2
Flux nets de crédit - intérêts payés	-198	-117	-40	-15	-1,2
Investissements directs	-	-	104	109	0,9
Aide publique	0	39	58	82	0,4
TOTAL 6 PAYS					
Flux nets de crédits	596	1650	1294	5409	1,2
Flux nets de crédit - intérêts payés	-1937	-704	-2021	2183	-0,4
Investissements directs	450	2479	3517	5285	1,6
Aide publique	411	316	555	375	0,2

Source : World Debt Table, 1994.

bilité, ne laissant *ex post* qu'une place limitée à des objectifs *publics* : par exemple, aider les pays les plus faibles, financer les biens collectifs, protéger l'environnement. Cela n'est d'ailleurs pas une surprise dès lors que l'on a donné aux agences économiques internationales, nouvelles et anciennes, des objectifs de rentabilité comparables à ceux des banques privées.

La neutralisation de la politique budgétaire et la dynamique de la dette publique

Les politiques budgétaires ont-elles eu un impact plus important, permettant d'expliquer une part au moins de la récession initiale et de la reprise actuelle ? En d'autres termes, offre-t-elle une marge de manœuvre spécifique, dont l'exploitation plus ou moins judicieuse permettrait de rendre compte pour partie des divergences entre économies ?

La réponse à cette question ressort en fait assez rapidement (TABLEAU 3) : on ne peut pas établir une relation tangible et stable entre cet élément du *policy mix* et l'orientation de l'activité. La variation du solde budgétaire apparaît comme une variable très endogène à la dynamique macro-économique, beaucoup plus que comme un instrument d'intervention exogène sur elle (Rosati, 1994). Ainsi, dans les pays qui ont pu éviter la crise fiscale des années 1992-1993 (République tchèque et Slovaquie) la marge de manœuvre préservée n'a pas été utilisée pour soutenir la reprise, tandis qu'en Hongrie et en Bulgarie (en déséquilibre grave), tout comme en Pologne, la reprise actuelle est allée de pair avec une augmentation des recettes fiscales et une réduction du déficit public. Si, par conséquent, il y a un lien entre l'évolution de la position budgétaire et l'activité, il va de la seconde vers la première et n'illustre nulle part une capacité de la dépense publique à peser sur le cycle.

La raison immédiate de cette neutralisation de la politique budgétaire, comme instrument discrétionnaire de politique économique, est l'étroitesse des marchés financiers, associée à une politique monétaire restrictive : au-delà de 4 à 5 % du PIB, le financement du déficit budgétaire se heurte à un arbitrage peu favorable entre d'une part une monétisation accrue du déficit, qui risque de dépasser rapidement la demande de monnaie et d'accélérer l'inflation, et de l'autre une éviction des entreprises hors du marché du crédit, qui aura un effet négatif sur l'activité, en particulier dans une phase de reprise. La possibilité de compenser cet effet par une dévaluation réelle paraît en outre limitée, compte-tenu de la tendance à une sous-évaluation du taux de change depuis 1990 ainsi que des contraintes sur l'offre du secteur exportateur (Rosati, 1994).

Deux éléments complémentaires doivent cependant être aussi pris en compte, dans une perspective de moyen et long terme. Tout d'abord, le déficit public total doit inclure, outre l'Etat et les administrations publiques, le déficit des entreprises non-privatisées. Son financement peut prendre alors deux formes principales : soit un flux direct de ressources budgétaires et financières (subventions, crédits plus ou moins bonifiés, capitalisation d'intérêts, etc.), soit des reprises de dette ; celles-ci peuvent alors être soit directes, soit passer par des programmes de recapitalisation des banques commerciales⁶. Dans tous les pays, ces dernières sont en

6. Voir Brainard (1991) ; Begg & Portes (1993) ; Bonin & Szekely (1995) ; Sgard (1995 a).

TABLEAU 3

Déficit et endettement public

En % du PIB

	1990	1991	1992	1993	1994*
BULGARIE					
Recettes budgétaires	70,7	39,5	36,9	33,7	38,7
Solde budgétaire (cash)	-	-4	-6	-11	-9
- intérêts servis sur rec. budg.	5,3	2,8	3,7	4,0	8,2
- investissements publics	3,1	2,2	2,8	1,9	1,6
Solde budgétaire primaire	-	-1	-3	-7	-1
Dette publique totale	50	155	150	129	177
- dette interne	-	8	9	17	42
- dette extérieure	50	147	141	113	135
Intérêts payés sur la dette extérieure	2,4	2,0	2,9	2,3	2,2
HONGRIE					
Recettes budgétaires	31	31,0	28,3	29,7	35,2
Solde budgétaire (cash)	0,0	-4,8	-7,5	-6,2	-7,0
- intérêts servis sur rec. budg.	3,8	3,6	5,2	4,4	6,5
- investissements publics	1,3	-	2,4	1,8	1,8
Solde budgétaire primaire	3,8	-1,2	-2,3	-1,8	-0,5
Dette publique totale	68	79	73	88	106
- dette interne	4	6	12	24	31
- dette extérieure	65	73	60	64	75
Intérêts payés sur la dette extérieure	5,0	5,3	4,6	4,2	3,2
POLOGNE					
Recettes budgétaires	45,4	43,0	45,6	46,4	44,1
Solde budgétaire (cash)	0,7	-7,0	-6,8	-3,4	-3,5
- intérêts servis sur rec. budg.	0,4	1,5	3,2	3,9	4,6
- investissements publics	2,8	2,2	1,7	1,5	1,2
Solde budgétaire primaire	1,1	-5,5	-3,6	0,5	1,1
Dette publique totale	79	75	67	62	53
- dette interne	0	5	6	9	8
- dette extérieure	79	70	61	53	45
Intérêts payés sur la dette extérieure	0,5	0,8	1,2	1,2	1,9
RÉPUBLIQUE TCHÈQUE					
Recettes budgétaires	60,0	52,2	49,5	49,9	47,0
Solde budgétaire (cash)	1,0	-2,0	-3,3	1,4	1,0
- intérêts servis sur rec. budg.	0,6	0,9	1,1	1,5	1,9
Solde budgétaire primaire	1,6	-1,1	-2,2	2,9	2,9
Dette publique totale	22	31	26	29	25
- dette interne (Etat central)	2	2	2	1	0
- dette extérieure	20	30	24	27	25
Intérêts payés sur la dette extérieure	0,6	0,9	0,9	1,1	0,7
ROUMANIE					
Recettes budgétaires	39,3	40,4	42,2	31,0	32,0
Solde budgétaire (cash)	1,2	0,6	-4,6	-0,1	-3,0
- intérêts servis sur rec. budg.	0,0	0,0	0,1	0,7	1,8
Solde budgétaire primaire	1,2	0,6	-4,5	0,6	-1,2
Dette publique totale	3	10	19	21	27
- dette interne	0	3	5	3	6
- dette extérieure	3	8	15	18	21
Intérêts payés sur la dette extérieure	0,0	0,3	0,6	0,8	0,8
SLOVÉNIE					
Recettes budgétaires	-	-	47,0	49,8	47,7
Solde budgétaire (cash)	-	-	0,2	0,5	-1,0
- intérêts servis sur rec. budg.	-	-	0,5	1,4	1,8
- investissements publics	-	-	2,5	2,2	3,1
Solde budgétaire primaire	-	-	0,7	1,9	3,1
Dette publique totale	-	33	18	24	31
- dette interne	-	2	1	6	14
- dette extérieure	-	31	17	17	17
Intérêts payés sur la dette extérieure	-	2,6	1,2	1,1	1,0

* 1994 : estimations.

Source : Voir annexe statistique.

effet grevées de stocks plus ou moins importants de dettes non performantes, formés avant 1990 ou bien lors de la première phase de récession, dans certaines grandes entreprises monopolistes qui ont échappé à toute forme de restructuration ; dans de tels cas le crédit bancaire prend la forme nettement endogène d'une subvention publique qu'il est donc logique de porter à la charge du budget (Bofinger, 1994).

Ces reprises de dettes comme les recapitalisations bancaires expliquent par ailleurs que l'accroissement de l'endettement public au cours des dernières années dépasse largement la simple addition des déficits budgétaires même réduits des recettes de seigneurage (TABLEAU 3) : alors que la dette interne servie sur ressources fiscales était négligeable en 1990, elle représente désormais des montants compris entre 20 et 35 % du PIB en Bulgarie, en Hongrie et en Slovénie, tout pays où les recapitalisations bancaires ont été particulièrement coûteuses ; c'est donc le taux de croissance récent plutôt que le niveau de ces dettes qui appelle à la prudence. Additionnée à la dette externe, elle représente alors une contrainte très forte en Bulgarie (près de 180 % du PIB en 1994), mais aussi en Hongrie (plus de 100 %) et dans une moindre mesure en Pologne (plus de 50 %). La Slovénie, la Roumanie et la République tchèque échappent à cette contrainte, mais, de nouveau, n'en ont pas tiré parti pour accroître leurs déficits budgétaires.

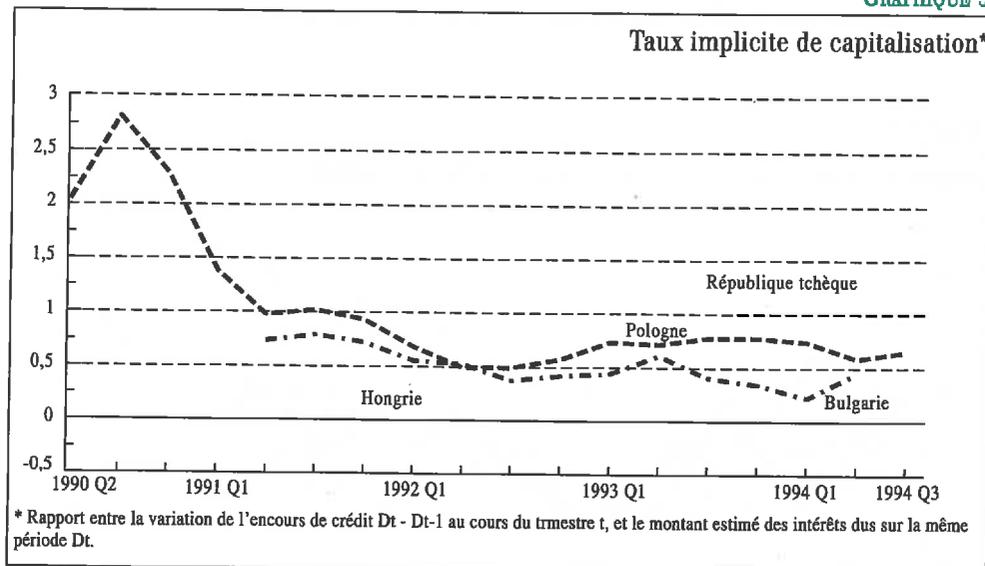
Il apparaît donc, au total, que l'impact réduit de l'aide extérieure, comme les marges de manœuvre étroites d'une politique budgétaire très endogène, ne permettent de rendre compte ni de la succession de la récession et de la reprise, ni de la divergence des trajectoires, sinon de manière négative : par les tensions monétaires et financières que suscite un déficit excessif (Bulgarie, Hongrie par exemple), ou par la faiblesse du soutien extérieur à la stabilisation (la convertibilité bulgare, éventuellement).

Qu'en est-il de la politique monétaire ? Les deux sections suivantes démontrent que cet instrument est lui aussi très endogène, pour deux raisons principales. D'une part, il ressort de nombreuses enquêtes micro-économiques, comme d'indicateurs agrégés que l'on étudie ici, que la production et l'investissement, dans le secteur ajusté ou privé, sont financés dans leur très grande part sur les ressources propres des entreprises, qui par définition sont peu sensibles aux variations de taux d'intérêt. Cette priorité aux variables d'offre, sur un plan micro-économique, est étudiée à travers l'évolution de la productivité et du partage de la valeur ajoutée. D'autre part, on verra que la crise de la relation de crédit entre les banques et les entreprises se traduit par une concentration des ressources financières, comme des compétences des banques, sur la gestion du passif de ces économies et non sur le financement de leur actif, c'est-à-dire d'une nouvelle base de capital. Toutefois, de manière assez paradoxale, le système bancaire conserve une position centrale dans la dynamique financière des économies en transition : il porte une grande partie des "vieilles dettes" accumulées sous le régime de contraintes financières lâches, et il concentre plus généralement nombre de tensions liées à l'asymétrie entre une discipline rigoureuse sur le plan monétaire, et des indisciplines encore importantes, sur le plan budgétaire comme sur celui des entreprises publiques ou des banques.

L'ajustement et le financement interne des entreprises pendant la transition

Le rôle stratégique des gains de productivité dans l'accroissement des ressources des entreprises est illustré "en creux" par le GRAPHIQUE 3, qui représente la part *moyenne* des intérêts dus par les entreprises, qui est capitalisée par les nouveaux crédits (variations d'encours bruts) ; ainsi, lorsque cette proportion est inférieure à 100 % les entreprises doivent globalement plus d'intérêts qu'elles ne reçoivent de ressources nouvelles, si bien que le flux net de ressources va vers les banques, et à travers elles, vers les ménages et éventuellement les créanciers étrangers. Or on constate que ceci décrit en fait une règle quasi-générale : à l'exception de la République tchèque depuis 1990 et de l'année 1990 en Pologne, qui a vu une baisse de 25 % de l'investissement, ce ratio est resté partout nettement inférieur à 100 pendant toute la période. Depuis le début de 1991, sa valeur moyenne a été de 28 % en Hongrie, 51 % en Bulgarie, 75 % au mieux en Pologne, et dans le cas de la Slovaquie on peut l'estimer à environ 55 %. Qui plus est, le taux agrégé de capitalisation de 128 % en République tchèque doit lui-même être pris avec précaution : outre que le niveau de l'investissement reste très bas dans ce pays, il apparaît que, calculé sur la base des variations d'encours nets (dette brute diminuée des dépôts bancaires des entreprises), ce ratio se réduit à 46 % ; en d'autres termes, en valeur moyenne, les entreprises tchèques ont placé en banque leur supplément de liquidités⁷. Ainsi, au-delà de l'effet de distribution

GRAPHIQUE 3



Source : voir annexe statistique.

7. Ce constat repose également sur le fait que les marchés de capitaux (actions et obligations) n'ont joué jusqu'à présent qu'un rôle très limité dans le financement des entreprises. Il est vrai que depuis 1993, on a observé une croissance régulière, mais mal recensée statistiquement, des émissions d'obligations d'entreprises en Hongrie. On a également relevé en Pologne et en République tchèque, en 1994, des émissions d'actions de montants importants, mais dont le volume total n'est pas significatif d'un point de vue macro-économique.

autour de ces valeurs moyennes, qui peut certes être important, il ressort que la contribution globale des banques au financement des entreprises a été négative en moyenne et que ces dernières, logiquement, ont dû recourir massivement à l'auto-financement.

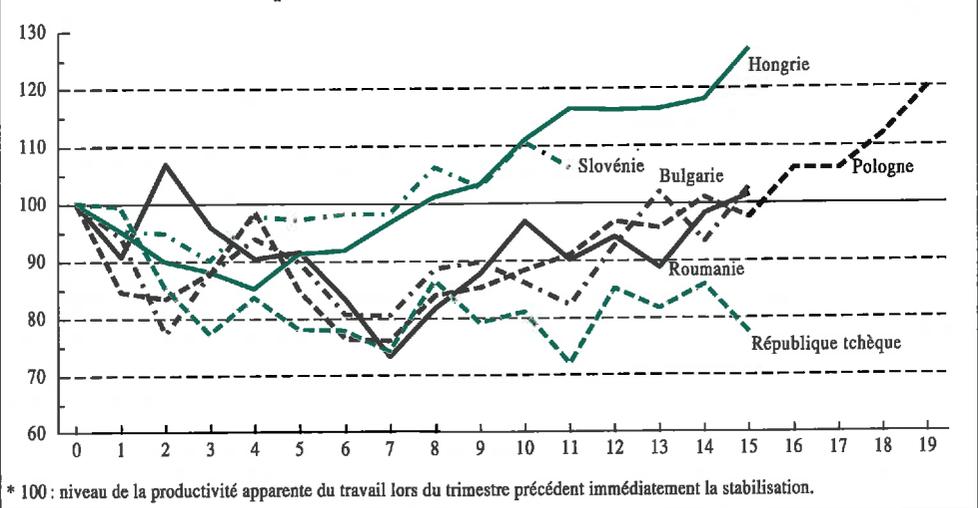
Comment a évolué dans ces conditions le flux de ressources internes des entreprises, dérivé de leur capacité à produire une valeur ajoutée répondant à une demande solvable ? Les tendances relevées depuis 1990 permettent-elles de rendre compte pour partie de la divergence observée des trajectoires nationales ?

La principale source de financement potentielle : les gains de productivité

Si l'on reconstitue les profils d'évolution au cours de la récession (GRAPHIQUE 4), comme on l'a déjà fait pour la production industrielle (GRAPHIQUE 1), la comparaison des séries de productivité montre des profils comparables (TABLEAU 4) : dans tous les pays, la phase de récession s'est accompagnée d'une chute de la productivité apparente du travail, d'ampleur variable, suivie d'un rattrapage fondé dans un premier temps sur la seule réduction des effectifs, puis sur la reprise de la production ; c'est cependant une règle générale que la croissance n'a permis jusqu'à présent, dans *aucun* pays, une augmentation de l'emploi industriel. Au-delà d'un *minimum* correspondant dans la plupart des cas au point creux de la récession, après 6 à 8 trimestres de baisse, la reprise de la productivité, suit des rythmes remarquablement élevés : entre 9 et 18 % en rythme annuel moyen, en Bulgarie, en Hongrie, en Pologne et en Roumanie. La Slovénie affiche des gains nettement plus réduits (4,4 % en moyenne) alors que l'on n'observe qu'une reprise très lente en République tchèque, sur un niveau de production lui aussi bas.

GRAPHIQUE 4

Profils d'évolution de la productivité au cours de la transition*



Source : voir annexe statistique.

TABLEAU 4

	Productivité et coûts du travail					
	1990	1991	1992	1993	1994*	Rythme de croissance ⁴¹⁰³
BULGARIE						
Emploi industriel	100	82	69	61	56	-10,3
Productivité	100	91	87	90	102	9,0
Salaires réels (prix à la production)	-	-	100	129	128	3,0
Coûts unitaires du travail (IPP)	-	-	100	124	108	-5,4
Salaires réels (prix à la consommation)	100	41	51	45	38	-1,0
Coûts unitaires du travail (IPC)	100	45	59	50	37	-
Salaire industriel moyen en US \$	164	56	88	116	91	13,0
HONGRIE						
Emploi industriel	100	82	69	62	62	-4,9
Productivité	100	97	103	121	130	15,0
Salaires réels (prix à la production)	100	95	113	117	122	-8,0
Coûts unitaires du travail (IPP)	100	103	92	103	106	6,1
Salaires réels (prix à la consommation)	100	94	102	92	91	-1,0
Salaire industriel moyen en US \$	177	188	239	225	224	4,5
POLOGNE						
Emploi industriel	100	92	86	84	82	-2,2
Productivité	100	91	102	113	129	13,0
Salaires réels (prix à la production)	100	111	121	135	141	7,0
Coûts unitaires du travail (IPP)	100	123	118	120	109	-6,0
Salaires réels (prix à la consommation)	100	97	92	96	97	0,0
Salaire industriel moyen en US \$	116	172	180	192	216	7,9
REPUBLIQUE TCHEQUE						
Emploi industriel	100	85	79	74	71	-5,5
Productivité	100	88	80	81	83	2,1
Salaires réels (prix à la production)	100	67	72	82	86	12,0
Coûts unitaires du travail (IPP)	100	77	89	102	104	9,5
Salaires réels (prix à la consommation)	100	72	76	79	81	3,0
Salaire industriel moyen en US \$	199	138	169	205	225	13,0
ROUMANIE						
Emploi industriel	100	90,9	81,0	73,1	71,4	-6,4
Productivité	100	86,1	74,2	82,7	90	18,0
Salaires réels (prix à la production)	100	67,9	47,1	59,5	53	3,0
Coûts unitaires du travail (IPP)	100	78,8	63,5	71,9	59	-13,0
Salaires réels (prix à la consommation)	100	83,5	72,2	62,5	58	-8,6
Salaire industriel moyen en US \$	142	97	64	87	83	-3,8
SLOVENIE						
Emploi industriel	-	100	90	82	81	-1,5
Productivité	-	100	97	102	109	4,4
Salaires réels (prix à la production)	-	100	92	119	128	4,5
Coûts unitaires du travail (IPP)	-	100	94	115	117	0,1
Salaires réels (prix à la consommation)	-	100	58	69	73	8,0
Salaire industriel moyen en US \$	-	262	314	356	474	14,7

* Neuf premiers mois, sauf Pologne et Slovénie.

** Taux de croissance moyen en rythme annuel depuis le point creux de la récession. Croissance moyenne annuelle 1994/1991 pour les salaires en dollars et les salaires à la consommation. Les estimations de coûts unitaires du travail sont faites sous l'hypothèse de durée du travail constante.

Source : voir annexe statistique.

Ces taux de croissance divergeants, ajoutés à des baisses inégales de productivité pendant la première phase se traduisent désormais par des écarts appréciables entre pays. Ainsi, la Pologne et la Bulgarie, qui ont enregistré des chutes de productivité importantes en début de période, restent toujours en retard d'un an sur la Hongrie, où au contraire ce recul a été plus limité et l'inflexion particulièrement rapide. Toutefois ces résultats agrégés ont des composantes différentes qui révèlent une *différenciation précoce des comportements*. Par exemple, les entreprises bulgares, dont l'ajustement semble relativement lent si l'on en juge par l'évolution de la production industrielle, ont réduit beaucoup plus massivement leur main-d'œuvre, dès la première année : les effectifs industriels sont en baisse de 22 % sur les 4 premiers trimestres, contre 14,5 à 16 % en Hongrie, en Pologne, et en République tchèque, et 12,6 % en Roumanie. La relative proximité des structures d'entreprises et de leur environnement institutionnel initial n'empêche donc pas des différenciations très rapides.

Ces divers constats d'ordre micro-économique sont cohérents avec l'hypothèse plus générale, que l'actuelle "croissance avec licenciements" recouvre en fait une évolution dualiste de ces économies : l'ajustement relativement précoce d'un premier secteur d'entreprises "pousserait" désormais la croissance de la production, tandis qu'un second secteur serait encore dans une phase de réduction de ses effectifs, sinon de liquidation progressive. Ceci expliquerait aussi que des gains importants de productivité apparaissent comme une condition de la reprise, et l'accompagne ensuite nécessairement. Une interprétation possible de cette relation est que la résorption du chômage déguisé serait un point de passage obligé sur la voie de l'ajustement : pour des raisons directes d'efficacité productive et de redéfinition des fonctions au sein de l'entreprise, mais aussi, éventuellement, comme une première réponse au resserrement drastique du crédit généralement observé en début de transition (Calvo & Coricelli, 1992).

Cette hypothèse est également cohérente avec de nombreuses études de type micro-économique, qui soulignent la capacité d'ajustement importante des entreprises publiques avant la privatisation, dès lors que des contraintes suffisantes leur sont appliquées, notamment à travers les variables de crédit, de concurrence sur le marché domestique et d'évolution du contrôle des entreprises (*governance*)⁸ ; ceci n'exclut pas que l'ajustement observé depuis 1991-1992 soit principalement "défensif", au lieu d'ouvrir sur des stratégies de développement à moyen terme porteuses d'un potentiel de croissance plus stable (Grosfeld & Roland, 1995).

Ceci ne permet pas toutefois, tant s'en faut, de rendre compte de l'ensemble du processus d'ajustement, et notamment de la différenciation des trajectoires nationales : cette hypothèse n'explique pas en particulier les délais et les taux de croissance inégaux observés entre la Pologne et la Hongrie d'une part, la Bulgarie et la Roumanie de l'autre ; de même, elle ne rend pas compte de la relative stabilité macro-économique observée en Slovénie et en République tchèque, engagées sur des profils lents de reprise. Pour cela il faut commencer par étudier comment sont partagés les gains de productivité observés depuis 1992-1993.

8. Voir notamment Pinto, Belka & Krajewski (1993) ; Avramov & Guénov (1994) ; Belka, Shaffer & alii (1994) ; Carlin, Van Reenen & Wolfe (1994) ; Bouin & Grosfeld (1995) ; Grosfeld & Roland (1995) ; Major (1995).

Le partage de la valeur ajoutée

Si l'on passe de la productivité aux coûts salariaux, en intégrant l'évolution des salaires, déflatés par les prix à la production, on obtient une estimation de l'évolution du partage de la valeur ajoutée, soit toutes choses égales par ailleurs (productivité du capital, taux d'intérêt et prélèvements fiscaux notamment), la capacité des entreprises à conserver les gains de productivité sous la forme d'un supplément d'autofinancement. Alors que la Pologne montrait en termes de productivité une évolution moyenne, elle apparaît ici comme le pays *a priori* le plus vertueux (tableau 4) : environ 40 % des gains de productivité acquis depuis 1991 ont été conservés par les entreprises, sous forme d'une réduction des coûts salariaux unitaires (-6 % en rythme annuel depuis le second trimestre 1992) tandis que le reste finançait la croissance des salaires (+7 % l'an en moyenne) ; la taxe sur les augmentations excessives de salaires (*popiwek*) a pu jouer ici un rôle. Ceci décrit selon toute vraisemblance le mécanisme de base sur lequel repose la croissance actuelle, plus ancienne et plus rapide en moyenne que dans les pays voisins : sa relative stabilité semble découler de cet accroissement parallèle de la capacité d'investissement des entreprises et de la demande intérieure, dont un avantage supplémentaire est de ne pas être directement exposée aux effets d'éviction dus aux besoins de financement de l'Etat.

Si l'on compare cette expérience à celle des autres pays, on relève tout d'abord que l'évolution des coûts salariaux est moins favorable aux entreprises dans les pays ayant connu une stabilisation macro-économique réussie : les coûts unitaires sont au mieux stables (en Slovaquie en 1994), et ont connu sinon des hausses marquées, comprises entre 6,1 % en rythme moyen annuel en Hongrie et 9,5 % en République tchèque où, depuis l'automne 1993, les salaires augmentent au rythme de 12 % l'an, contre des gains de productivité de l'ordre de 2 %. Toutes choses égales par ailleurs, ces entreprises sont donc en moyenne moins profitables en 1994 qu'en 1991. Dans le cas de la Roumanie et de la Bulgarie, on constate des gains de productivité appréciables, à un niveau de production qui cependant reste bas, si bien que la réduction des coûts salariaux unitaires depuis le creux de la récession, à la fin de 1992, a été obtenue, pour l'essentiel, par la réduction des effectifs et une quasi stagnation des salaires réels.

Sur cette base, il est possible de comparer sommairement, dans les trois pays de Visegrad, le surplus de ressources dégagé par la croissance de la productivité industrielle, ainsi que la part conservée ou perdue par les entreprises en raison de l'évolution du partage de la valeur ajoutée (TABLEAU 5). En dépit du caractère grossier de tels calculs, réalisés à partir de séries très agrégées, cette différenciation des trajectoires de transition est cette fois-ci très nette. Si l'on exclut la première année de transition, le surplus dû aux gains de productivité représente en moyenne 1,4 % et 0,8 % du PIB annuel en Pologne et en Hongrie, la première tirant parti de la part plus importante de l'industrie dans sa production totale. Sur cette base, les hausses limitées des coûts salariaux polonais permettent aux entreprises d'accroître leur excédent brut d'exploitation à hauteur de 0,6 % du PIB annuellement (soit leur autofinancement, toutes choses égales par ailleurs) ; à l'inverse, en Hongrie, les salariés captent tous les gains de productivité et, en plus, réduisent de 0,6 point de PIB par an la part relative des entreprises dans le partage de la valeur ajoutée. Enfin, en République tchèque, la baisse de la

productivité se traduit par un appauvrissement collectif de 0,7 % du PIB par an, qui est entièrement reporté sur les entreprises dont la part se réduit de 0,9 point de PIB par an, celle des salariés s'accroissant de 0,2 %.

TABLEAU 5

						En % du PIB
	1990	1991	1992	1993	1994	Moyenne*
POLOGNE						
Surplus de productivité	-1,7	-3,5	2,6	2,1	4,2	1,4
Surplus d'autofinancement	6,6	-2,1	0,7	-0,8	4,4	0,6
Surplus coûts salariaux	-8,3	-1,4	1,9	2,9	-0,2	0,8
HONGRIE						
Surplus de productivité	2,4	-1,9	1,0	0,7	0,5	0,8
Surplus d'autofinancement	-1,6	0,6	0,4	-1,6	-0,7	-0,6
Surplus coûts salariaux	3,0	-2,5	0,6	2,3	1,2	1,4
REPUBLIQUE TCHEQUE						
Surplus de productivité	-	-5,8	0,0	-0,9	-1,2	-0,7
Surplus d'autofinancement	-	0,8	-0,4	-1,3	-1,0	-0,9
Surplus coûts salariaux	-	-6,6	0,4	0,4	-0,1	0,2

* Moyenne annuelle, 1991-1994 (Pologne), ou 1992-1994 (Hongrie, République tchèque).

Source et méthode de calcul : voir annexe.

Parce qu'elles jouent sur le partage de la valeur ajoutée, ces évolutions modifient progressivement mais de manière très lourde les équilibres micro-économiques et les conditions du financement de ces économies ; indirectement, c'est aussi la structuration des nouveaux systèmes financiers qui est en jeu, à travers l'évolution des capacités et des besoins de financement des diverses catégories d'agents, c'est-à-dire la distribution des dettes et des créances au sein de l'économie : en d'autres termes, la contrainte première à partir de laquelle se structurent les systèmes financiers. Ainsi, par exemple, en 1994, le surplus d'autofinancement des entreprises polonaises par rapport à son niveau de 1991 peut être estimé à 70 % du flux de nouveaux crédits bancaires obtenus cette même année ; à l'inverse, le manque à gagner était cette année de l'ordre de 30 % du flux de crédit en République tchèque.

Trois remarques complémentaires

Trois éléments d'importance croissante doivent cependant être soulignés pour préciser cette analyse. Tout d'abord, l'écart déjà relevé entre l'évolution des prix à la production et à la consommation entraîne que des augmentations substantielles des charges salariales des entreprises, qui sont déflatées par le premier indice, sont souvent allées de pair avec une stagnation, voire une baisse du pouvoir d'achat des salariés, qui est déflaté par le second indice (voir le cas notamment de la Bulgarie et de la Pologne). En ce sens, le conflit

sur le partage de la valeur ajoutée porte aussi, pour partie, sur l'investissement nécessaire à la formation du nouveau secteur du commerce et des services intermédiaires.

Par ailleurs, si le surplus économique dégagé actuellement devait jouer un rôle décisif dans le financement de la "première croissance", il n'est pas sûr que son augmentation serait durable si l'on en juge par les deux facteurs qui semblent devoir l'expliquer : l'élimination d'un volant important de chômage déguisé, qui est d'autant plus aisée que l'économie a retrouvé une croissance positive ; puis, très probablement, un flux d'investissement relativement limité, mais qui permet d'améliorer rapidement la productivité *moyenne* des facteurs (réorganisation de la production, modernisation technique partielle, adaptation de l'appareil de gestion et de commercialisation, etc.). On peut donc s'attendre à ce que ces gains de productivité s'épuisent à plus ou moins brève échéance, et laissent éventuellement la place à un second régime de croissance, plus durable, dominé par l'effet de rattrapage technologique vis-à-vis de l'Ouest. Le niveau assez élevé de formation de la main-d'œuvre devrait certes autoriser de nouveau des gains importants ; cela étant, parce qu'ils reposeront en règle générale sur une technologie incorporée au capital, ils ne devraient jouer qu'à la *marge*, c'est-à-dire sur le flux d'investissements nouveaux dans le cadre par exemple d'un ajustement "stratégique" (Grosfeld & Roland, 1995). Assurer le passage progressif à ce régime d'accumulation plus stable apparaît alors comme l'enjeu principal de la "première croissance".

Enfin, les données discutées ici portent sur des *évolutions*, et ne disent rien sur les *niveaux* relatifs de productivité et de profitabilité dans les différents pays. La mise en garde semble valoir en particulier pour la République tchèque, dont l'industrie bénéficiait d'un acquis relativement favorable avant 1990, dont elle semble toujours tirer les bénéfices. Ce constat est renforcé lorsque l'on intègre l'évolution du taux de change réel qui *a priori* accroît l'avantage relatif de la Pologne et de la Hongrie (moindre appréciation), tandis qu'elle augmente la dérive des coûts salariaux en Slovaquie et en République tchèque. Or on constate, dans ce dernier cas, que cette évolution n'a pas fait obstacle jusqu'à présent à la croissance des exportations vers l'Ouest, qui est comparable à celle observée en Pologne et plus favorable que celle de la Hongrie ; l'équilibre, sinon les excédants courants tchèques et polonais témoignent ainsi qu'en niveau les coûts de production et les taux de change actuels ne sont pas foncièrement désajustés⁹.

Ceci est cohérent avec le constat que l'appréciation des taux de change réels observée dans toute la région depuis 1990 corrige des dévaluations excessives en début des réformes (notamment en République tchèque), mais entérine aussi une appréciation ultérieure des taux d'équilibre, liée à l'ajustement micro-économique (Halpern & Wyplosz, 1995). Bien qu'il ne soit pas nécessairement compatible avec une reprise de l'accumulation à moyen terme, cet équilibre épargne-investissement tend ainsi à valider *ex post* l'appréciation des salaires réels, notamment en République tchèque ; on observerait donc dans ce pays une situation d'équilibre

9. Ceci se vérifie aussi sur le plan interne, où on ne relève pas de signe d'une détérioration de la position financière des entreprises tchèques. L'inflation des prix de gros est en effet stabilisée à un niveau bas et, malgré la dérive des coûts salariaux, la situation de trésorerie des entreprises reste bonne : depuis 1991 leurs dépôts bancaires ont crû nettement plus vite que ceux des ménages, et sont proportionnellement beaucoup plus élevés que dans les pays voisins.

financier plus favorable qu'en Pologne (confirmée sur le plan budgétaire), mais correspondant à un rythme de croissance beaucoup plus lent de la production et de la productivité. Cette conclusion s'applique en revanche nettement moins bien au cas de la Hongrie, qui affiche un déséquilibre courant massif, dû au gonflement des importations, malgré la croissance interne faible, ainsi qu'au service de la dette extérieure ; si le premier élément tend à témoigner d'une situation de surévaluation, les difficultés de gestion de la seconde pourraient entraîner à l'avenir une baisse du taux de change d'équilibre.

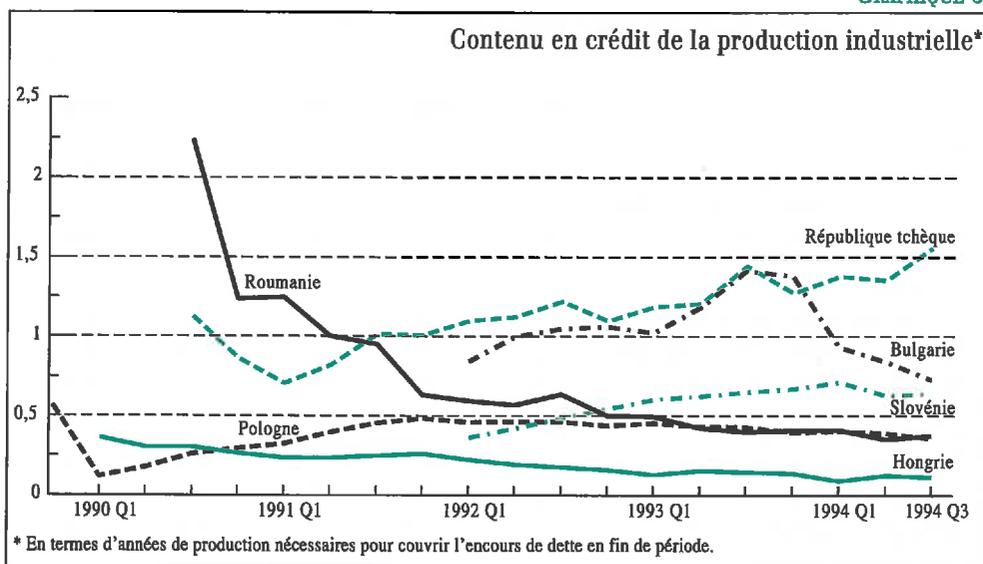
La discipline micro-économique, le crédit bancaire et la conduite de la politique monétaire

Après avoir mieux mesuré les divergences entre pays, sur le plan de la productivité et du partage de la valeur ajoutée, quelle information complémentaire peut être apportée par la comparaison des conditions de financement externe des entreprises ? Comment l'orientation globale de la politique monétaire, mais aussi l'évolution de la relation micro-économique entre banques et entreprises ont-elles pesé depuis 1990 sur les diverses trajectoires nationales ? Il est généralement admis qu'une politique de crédit restrictive est un des principaux leviers disponibles pour imposer une contrainte financière dure aux agents, notamment aux entreprises publiques : une croissance limitée des encours jointe à des taux d'intérêt réels positifs ont été présentés dès 1990 comme une condition du succès de la transition. Cela étant, il est aussi apparu assez vite que la relation banque/entreprise est particulièrement difficile à stabiliser : accumulations d'arriérés d'intérêts, multiplication de prêts non-performants, besoins de recapitalisation et situations d'aléa moral ont témoigné de nombreuses tensions micro-économiques sous-jacentes. Celles-ci, à leur tour, ont pesé directement sur les conditions de mise en œuvre de la politique monétaire : le refus ou l'incapacité durables des entreprises de servir leur dette, ancienne ou récente, met en question nécessairement la solvabilité du système bancaire et, à terme, la valeur des dépôts des ménages, menacés d'une dévalorisation inflationniste.

Ceci, comme l'accumulation rapide d'une dette publique interne, décrit le mécanisme de *trappe d'endettement* qui apparaît comme une des principales menaces pesant sur le processus actuel de croissance. Dans le pire des cas, elle peut conduire à une rupture de la discipline macro-économique difficilement rétablie en 1990-1991. Mais, de manière plus progressive, elle a aussi pour effet de réduire la capacité de l'Etat et des banques à peser sur le comportement des entreprises : l'endettement des agents est un des principaux obstacles au renforcement de la discipline financière *en général*. En d'autres termes, la stratégie monétaire-financière suivie depuis 1990 pèse qualitativement sur l'ajustement des comportements, et non pas seulement par l'environnement plus ou moins inflationniste dans lequel ils opèrent. On étudie maintenant l'évolution, dans chaque pays, de cette relation critique entre disciplines macro- et micro-économiques, comme entre la politique monétaire et l'ajustement des comportements. Pour cela on

s'appuie notamment sur deux indicateurs relatifs à l'évolution de la relation banque-entreprises : l'encours de crédit brut aux entreprises en termes réels (TABLEAU 6), et son poids relatif par rapport à la production industrielle exprimée en valeur nominale (GRAPHIQUE 5).

GRAPHIQUE 5



Source : voir annexe statistique.

TABLEAU 6

Evolution du crédit brut aux entreprises, 1990-1994*

	1990	1991	1992	1993	1994**
Slovénie	-	100	100	125	115
Roumanie	100	41	19	14	12
Pologne	100	132	144	146	143
Hongrie	100	95	90	88	89
Bulgarie	100	36	26	21	14
République tchèque	100	73	73	78	84

* Déflaté par l'IPP.

** Sur la base des 9 premiers mois sauf Pologne et Slovénie.

Source : voir annexe statistique.

Le cas de la Bulgarie et de la Roumanie

Ces deux pays montrent l'écart maximal entre l'orientation monétaire restrictive nécessaire à la stabilisation, et une situation de grand désordre sur le plan budgétaire et micro-économique, se traduisant par une reprise tardive ou lente. Toutefois les stratégies suivies depuis 1991 diffèrent nettement entre ces deux pays, notamment sur le plan monétaire, si bien que l'interaction entre ces plans micro et macro-économiques a pris aussi des formes différentes.

C'est en Roumanie que les efforts de correction monétaire ont été les plus faibles et les plus intermittents, se traduisant par un rythme d'inflation très rapide et, surtout, par une structure de taux d'intérêt réels restée entièrement négative

TABLEAU 7

Taux d'intérêt réels et marges d'intermédiation					
	En %				
	1990	1991	1992	1993	1994*
POLOGNE					
Taux prêteur déflaté par l'IPP	-417,0	1,1	8,0	1,0	6,3
Taux sur les dépôts déflaté par l'IPC	-158,0	-2,2	-5,9	0,2	-0,5
Marge d'intermédiation réelle	-259,0	3,0	14,0	1,0	7,0
HONGRIE					
Taux prêteur déflaté par l'IPP	-1,2	5,9	15,0	18,0	9,3
Taux sur les dépôts déflaté par l'IPC	2,7	-2,6	1,3	-5,4	-0,2
Marge d'intermédiation réelle	-4,0	9,0	14,0	24,0	10,0
REPUBLIQUE TCHEQUE					
Taux prêteur déflaté par l'IPP	-6,9	-39,0	3,9	1,6	6,1
Taux sur les dépôts déflaté par l'IPC	-14,0	-35,0	-2,9	-9,4	-1,3
Marge d'intermédiation réelle	7,0	-4,0	7,0	11,0	7,0
SLOVENIE					
Taux prêteur déflaté par l'IPP	-	-	2,5	30,0	21,0
Taux sur les dépôts déflaté par l'IPC	-	-	-191,0	3,9	8,4
Marge d'intermédiation réelle	-	-	193,0	26,0	13,0
BULGARIE					
Taux prêteur déflaté par l'IPP	-	-298,0	-19,0	-10,0	-27,0
Taux sur les dépôts déflaté par l'IPC	-	-322,0	31,0	55,0	-2,2
Marge d'intermédiation réelle	-	24,0	+49,0	+65,0	+24,0
ROUMANIE					
Taux prêteur déflaté par l'IPP	-	-80,0	-89,0	-53,0	-25,0
Taux sur les dépôts déflaté par l'IPC	-	-79,0	-62,0	-73,0	0,2
Marge d'intermédiation réelle	-	-1,1	-27,0	20,0	-25,0

* Sur la base des neuf premiers mois, sauf Pologne et Slovaquie.

pendant la plus grande partie de la période (à l'exception de deux trimestres de 1992 et du second semestre de 1994, TABLEAU 7). Ceci a entraîné une démonétisation continue de l'économie, selon le mécanisme habituel où le recours massif aux recettes de seigneurage et à la taxation inflationniste des actifs non-indexés entraîne une réduction de l'assiette de ces prélèvements. Le résultat prévisible, à terme, est une destruction progressive de la monnaie nationale accompagnée d'une dollarisation des échanges : les expériences antérieures ont montré les conséquences graves et durables d'une telle évolution, pour le financement de l'économie comme pour la conduite de la politique monétaire¹⁰.

Un corollaire de cette situation est que depuis 1991 le financement des entreprises ne repose pas sur une intermédiation financière, d'aussi mauvaise qualité soit-elle, mais sur une intermédiation de type fiscal : le système bancaire sert à prélever une taxe inflationniste massive sur les dépôts des ménages, puis à la transférer aux entreprises sous la forme d'une sous-rémunération de leurs crédits. Ceci explique que la politique monétaire ne joue pas à travers le coût et les conditions d'accès à un crédit alloué sur une base contractuelle et micro-économique, mais par la variation de ce transfert unilatéral. Une hausse des taux d'intérêt peut donc exercer une pression à court terme sur la liquidité des entreprises, et ainsi sur les prix et la production ; cependant, au lieu d'engager un premier ajustement réel, les entreprises réagissent alors en tentant de reporter cette contrainte sur des tiers, par la multiplication des crédits interentreprises et des arriérés d'intérêts, qui au bout de quelques mois doivent être monétisés par la banque centrale. Cet enchaînement a été observé en particulier lors de la tentative de stabilisation de 1992 ; il n'est pas encore sûr que la politique restrictive appliquée en 1994 ait permis d'échapper à ce mécanisme qui correspond en fait, d'assez près, à celui analysé en Russie depuis 1992 (Sapir, 1993) L'échec découle donc au total de la capacité des entreprises à contourner impunément la contrainte de liquidité, et à préserver ainsi, sous une forme renouvelée, le régime ancien de contraintes financières lâches et de socialisation des pertes. Le fait nouveau, par rapport à l'avant-1990, est qu'aucune discipline systémique ne contrôle à l'amont la multiplication des déficits, ce qui explique leur ampleur destructive.

En Bulgarie, des problèmes micro-économique comparables ont été combattus par des taux d'intérêt réels plus proches de zéro sur les dépôts, et un financement réduit du budget par la banque centrale, qui ont permis depuis 1992 de limiter l'ampleur des prélèvements inflationnistes. Pour crédibiliser cette orientation restrictive, les déficits budgétaires massifs ont été financés par émissions, à des taux de marché, de bons du Trésor négociables ; enfin la banque centrale a autorisé une appréciation du taux de change réel, au titre de la réduction des anticipations inflationnistes (Avramov & Antonov, 1994). Ce dispositif d'ensemble explique un taux d'inflation nettement plus bas qu'en Roumanie jusqu'en 1994, bien que ce résultat ait eu des contreparties coûteuses : la formation en trois ans d'une dette publique importante (environ 35 % du PIB à la fin de 1994) et, comme on va le voir, la ruine du secteur bancaire. Ces deux éléments expliquent les pressions

10. En Roumanie, la part de la masse monétaire M3 exprimée en monnaie nationale est passée de 32,3 % du PIB en 1991, après la libération des prix, à 10,5 % en 1994 (sur la base des 9 premiers mois). En Bolivie, en 1986, après la stabilisation et la fin de l'hyperinflation, ce ratio était de 6 % ; en 1993, ce même agrégat ne représentait toujours que 14 % du PIB, alors que le rythme moyen de l'inflation a été de 15 % au cours des quatre années précédentes, et de 33 % depuis 1985.

croissantes exercées sur la Banque centrale depuis la fin de 1993, et donc la reprise de l'inflation en 1994, après une crise de change aiguë en mars.

Comme en Roumanie la première source d'instabilité réside dans la capacité des entreprises à résister aux contraintes financières dures. Toutefois, cette discipline prend ici le forme d'une "finance prédatrice", qui s'est développée à partir de la seconde année de réforme, aux dépens des banques, du trésor public, des caisses de sécurité sociale (Avramov & Guenov, 1994) : ces agents semblent donc être apparus plus vulnérables que les entreprises elles-mêmes, contrairement à la situation observée en Roumanie. Ceci vaut notamment pour les banques : en 1993 et 1994, les entreprises publiques ont servi des taux d'intérêt nominaux de 8,5 % et 5,8 % respectivement, contre des taux prêteurs affichés de 76 % et 73 %, correspondant à une inflation moyenne de 76 % et 115 % (IPC)¹¹. Ceci explique les revenus d'intermédiation négatifs affichés par les banques, qui représentaient -2,3 % du PIB en 1993, et environ -4,5 % du PIB en 1994 (sur la base de 9 premiers mois). Si l'on additionne alors les pertes totales des banques et les prélèvements inflationnistes net sur les ménages, passés de 4 % à 7,5-8 % du PIB (nos estimations), on aboutit à des pertes d'exercice implicites de 6,1 % du PIB en 1993 et d'environ 10 % en 1994.

Sur le plan macro-économique, les pertes comptables des banques, ajoutées aux nouveaux arriérés des entreprises (12,6 % du PIB en 1993 et environ 10,5 % en 1994) et au déficit budgétaire, conduisent à un déficit public total de l'ordre de 26 % et 21 % du PIB respectivement. Cela suffit à expliquer les pressions très fortes sur la monnaie et les prix, tout comme l'accroissement des transferts inflationnistes depuis la fin de 1993 : l'Etat rencontre des difficultés croissantes pour financer son déficit, alors que les banques se concentrent sur la gestion de leur contrainte de liquidité, c'est-à-dire sur leur relation à court terme avec la banque centrale qui couvre les déficits de caisse (Gospodinov, 1995). A terme, cet effet de dérive monétaire peut donc déboucher soit sur une accélération de l'inflation, jusqu'à un régime relativement stable de l'ordre 150-250 % par an, soit sur une crise inflationniste beaucoup plus aiguë, à la suite d'un krach bancaire ou d'une nouvelle crise de change. Dans les deux cas, l'effet sera de faire financer par la population les effets de l'indiscipline financière des entreprises et de l'Etat, qui prennent désormais la forme d'un nouveau *surplomb monétaire*. Alors qu'en Roumanie, les déficits publics totaux ont été financés par un prélèvement continu sur l'épargne privée, ceux-ci ont été "stockés" provisoirement par l'Etat et les banques commerciales bulgares (dette publique et prêts non-performants), au risque que cette politique monétaire relativement restrictive produise à terme plus d'inflation, suivant en cela le modèle monétariste "déplaisant" de Sargeant et Wallace (1981).

Il est alors intéressant de relever que dans le cas bulgare les pertes des entreprises, comme leur financement prédatif, ne correspondent pas à un refus de l'ajustement par des agents supposés "inertes", "bureaucratiques" et à jamais

11. Sur le plan comptable, trois phénomènes cumulent leurs effets : d'abord les entreprises publiques déclarent globalement depuis 1991 des volumes de dette inférieurs de 45 % à ceux qui apparaissent symétriquement à l'actif des banques ; ensuite, les montants d'intérêts dûs inscrits par les entreprises dans leurs comptes d'exploitation correspondent à des taux d'intérêt implicites sur la dette "reconnue" qui sont nettement inférieurs à ceux affichés par les banques (38/36 % contre 76/79 % en 1992 et 1993) ; enfin, les entreprises admettent ne payer qu'une partie de ces intérêts dûs (58 % et 42 % respectivement).

“conservateurs”. Au contraire, ces comportements manifestent une rationalité maximisatrice très cohérente, se traduisant par une grande souplesse d’adaptation face à l’information produite par leur environnement : les entreprises tirent parti méthodiquement et rationnellement de la faiblesse des institutions publiques et du système bancaire, afin de maximiser aussi les revenus d’une finance prédatrice, en sus de celui qu’elles tirent de leur activité productive ; tout au plus la rentabilité de la première activité a-t-elle pu ralentir les efforts d’ajustement sur ce second plan. Témoignage d’abord de cette dynamique d’ajustement, des performances réelles appréciables : des gains de productivité comparables à ceux des économies voisines, mais aussi une reprise appréciable des exportations, de la production et des profits, après la dévaluation de mars 1994 (les pertes des entreprises publiques sont passées de 12,6 % du PIB en 1993, à 2,4 % en 1994, sur la base des 9 premiers mois) ; à l’évidence, ceci ne reflète ni une situation de capture des entreprises par leurs salariés, ni une insensibilité aux signaux du marché. Cela étant, on observe aussi que cette réduction des pertes en 1994 ne s’est aucunement accompagnée d’une meilleure discipline financière : les prélèvements des entreprises sur leurs créanciers ont été du même ordre que l’année antérieure (32 % de leur valeur ajoutée brute contre 37 %), si bien que *selon leurs propres comptes d’exploitation*, leurs nouveaux arriérés dépassaient leur besoin de financement à hauteur de 4,7 % du PIB.

Ceci prouve que la discipline financière ne se réduit pas dans les économies en transition, à un seul problème d’ajustement des performances réelles et de captation des gains de productivité. La leçon est intéressante pour d’autres pays : quand l’Etat ne fait pas respecter les droits de propriété (sur l’épargne privée ou sur ses propres créances, par exemple), quand les dettes des entreprises, inscrites à leur passif, n’ont plus force de contrainte dans l’allocation de leur revenu, les concepts comptables se dissolvent : très rationnellement, l’entreprise maximise alors une forme de *cash-flow* global, où les revenus d’exploitation s’additionnent indistinctement à toutes les formes de prédation, et où également la différence entre l’argent liquide et le capital se dissout. A l’évidence, c’est aussi une situation où ce revenu, comme les actifs qui le produisent, peuvent être aisément transférés vers le secteur privé “gris”.

Le cas de la Hongrie

L’économie hongroise présente plusieurs traits qui la rapproche de celle de la Pologne, à laquelle elle est régulièrement comparée depuis 1990 : dette publique interne faible et dette externe élevée en début de période (respectivement 5,6 % et 73 % en 1991), structure économique relativement ouverte, reprise précoce de la production et de la productivité. Toutefois les trajectoires respectives ont divergé rapidement, selon un mouvement qui semble devoir se poursuivre : au début de 1995, la Pologne est sur un rythme de croissance de 4 à 5 % l’an, sans développement de déséquilibres majeurs ; en revanche, la Hongrie annonçait en mars un plan monétaire et budgétaire très rigoureux, à l’appui d’une dévaluation de sa devise de 9 % (après 8 % en août 1994), venant s’ajouter à des corrections limitées, appliquées sur une base plus régulière. Selon les pouvoirs publics, l’ensemble du dispositif macro-économique devrait réduire de 4 à 5 points de PIB le déficit budgétaire en 1995, et d’environ 15 % le revenu réel des

ménages ; ceci entraînera une nouvelle baisse du PIB, un an seulement après la fin de la récession des années 1990-1993, et une reprise de l'inflation.

Comment, à partir de bases micro-économiques *a priori* solides, la "première croissance" hongroise a-t-elle été conduite à cette fin précoce ? Contrairement aux deux cas précédents, le problème principal n'est pas celui d'une indiscipline complète des entreprises, et donc d'une incapacité de l'Etat à imposer le respect de la discipline contractuelle et des droits de propriété. Ainsi, le système financier comme la politique monétaire sont-ils beaucoup mieux régulés et peuvent-ils s'analyser avec les mêmes instruments de base que dans une économie occidentale. En fait, la raison immédiate de cet échec est le "double déficit" du budget et du solde courant, apparu depuis 1992 mais qui s'est brutalement aggravé en 1994 (déficits de 9,2 % et de 8 % du PIB respectivement, selon les estimations provisoires). Un gonflement des importations depuis 1993 et une surévaluation du taux de change au cours des dernières années expliquent pour partie le déséquilibre extérieur. Toutefois, l'essentiel semble découler de la stratégie financière adoptée depuis la fin des années quatre-vingt, qui tient en deux points. D'une part tous les gouvernements successifs ont refusé de rééchelonner la dette extérieure, et *a fortiori* de demander une réduction de son encours, à l'image de la Pologne et de la Bulgarie : préserver la réputation financière du pays auprès des investisseurs internationaux apparaissait comme un choix coûteux à court terme, mais très profitable à long terme. D'autre part, sur le plan interne, une priorité équivalente a été donnée aux épargnants, qui n'ont pas subi de prélèvement inflationniste important sur leurs dépôts bancaires, contrairement à ce qui a été observé initialement dans toutes les autres économies en transition (Sgard, 1995b).

La contrepartie de ce choix est que la dette des entreprises et la dette extérieure ont été entièrement préservées, là où la Pologne a socialisé massivement ces deux principaux passifs hérités de l'ancien régime. Cela s'est traduit en Hongrie par des transferts de revenus très lourds, qui apparaissent comme la cause principale de ses difficultés présentes : entre 1991 et 1994, les paiements d'intérêts sur la dette extérieure ont représenté en moyenne 4,7 % du PIB (environ 6 milliards de dollars au total), somme équivalente à la charge d'intérêt moyenne portée par le budget de l'Etat¹². Le service de la dette a ainsi représenté près de 75 % d'un déficit budgétaire moyen de 6,4 % du PIB sur la période, correspondant à un déficit primaire moyen de 1,7 % : celui-ci n'a rien d'exceptionnel compte-tenu des circonstances et il ne tranche pas non plus avec les résultats des pays voisins (TABLEAU 3)¹³.

Jointe à une politique monétaire restrictive, cette option n'a pas eu toutefois pour seul effet de former une dette publique interne lourde : elle a aussi imposé une éviction massive des entreprises, à la fois par des taux d'intérêt réels beaucoup plus élevés qu'en Pologne et en République tchèque (TABLEAU 6), et par un rationnement très dur, prenant la forme d'un véritable *credit crunch* sur toute la

12. Ces montants ne sont pas directement comparables car une partie des intérêts sur la dette externe est prise en charge par certaines entreprises publiques (qui bénéficient de la garantie de l'Etat) et par la banque centrale ; en outre on observe un accroissement régulier de la charge de la dette interne, notamment après la recapitalisation bancaire de 1993.

13. Sur la même période, la Pologne montre un déficit primaire moyen de 1,9 % du PIB, la République tchèque un excédant primaire de 0,4 %. On peut relever aussi que l'ampleur de la crise fiscale a été équivalente dans ces trois pays, avec des chutes de recettes fiscales (Etat central) très comparables : entre 20,5 % et 22 % de 1989 à 1993. Ce phénomène atteint en revanche 62 % en Bulgarie et 55 % en Roumanie (ensemble des administrations publiques, données dérivées des séries publiées dans BERD (1994)).

TABLEAU 8

Distribution du crédit domestique, 1991-1994*

	1991	1992	1993	1994
REPUBLIQUE TCHEQUE				
Etat	-53	-19	-10	-28
Entreprises	148	109	110	132
Ménages	6	10	0	-4
Total	100	100	100	100
SLOVENIE				
Etat	-	5	60	26
Entreprises	-	84	29	39
Ménages	-	10	11	35
Total	-	100	100	100
BULGARIE				
Etat	35	53	68	88
Entreprises	63	44	33	12
Secteur privé et ménages	2	2	0	1
Total	100	100	100	100
ROUMANIE				
Etat	19	36	8	7
Entreprises	81	64	92	93
Total	100	100	100	100
POLOGNE				
Etat	57	65	57	56
Entreprises	42	32	37	39
Ménages	1	3	5	6
Total	100	100	100	109
HONGRIE				
Etat	51	91	95	56
Entreprises	53	3	-9	36
Ménages	-4	6	14	8
Total	100	100	100	100

* 1994 : neuf premier mois, sauf pour la Pologne et la Slovénie.

Source : voir annexe statistiques.

période (TABLEAUX 7 et 8). Au total, ces deux phénomènes se sont traduits par un prélèvement net sur le revenu des entreprises que l'on peut estimer en moyenne à près de 6 % du PIB entre 1991 et 1994, contre 1,5 % en Pologne et un apport net moyen de 2,4 % aux entreprises tchèques (TABLEAU 9). En dépit des marges d'erreur qui entachent ces estimations¹⁴, il est difficile d'envisager comment l'ampleur de ces écarts aurait pu n'avoir aucun impact sur les conditions de l'ajustement des entreprises et de la formation des systèmes bancaires respectifs. Il est également significatif qu'en Hongrie la chute du crédit réel comme le volume du transfert net aient atteint leur maximum en 1992, année où la hausse des taux d'intérêt réels et du déficit public s'est aussi accompagnée de la mise en application de deux lois régulatrices sur les faillites et sur la réglementation prudentielle des banques. Cette conjonction a entraîné l'explosion des prêts non-performants des banques, à partir d'avril 1992, qui a précipité une crise aiguë de liquidité pendant l'été, puis l'annonce d'une première recapitalisation bancaire en décembre. Son échec a entraîné l'année suivante l'extension à grande échelle d'une dynamique d'aléa moral qui a imposé une nouvelle et coûteuse recapitalisation, mise en œuvre en fin d'année (Sgard, 1995a). Si la situation semble s'être progressivement consolidée en 1994, cet épisode aura eu cependant des conséquences très coûteuses en termes financiers : 9 % du PIB de dette publique supplémentaire.

TABLEAU 9

Transferts nets entre les entreprises et les banques : une estimation*						En % du PIB
	1990	1991	1992	1993	1994**	
POLOGNE						
- intérêts nominaux dus	-2,6	-8,5	-6,5	-5,2	-4,4	
- intérêts dus						
diminués des nouveaux crédits	-12,8	-0,3	-3,0	-1,2	-1,4	
HONGRIE						
- intérêts nominaux dus	-7,5	-10,8	-9,3	-6,0	-4,5	
- intérêts dus						
diminués des nouveaux crédits	-1,4	-6,1	-9,7	-4,5	-3,2	
REPUBLIQUE TCHEQUE						
- intérêts nominaux dus	-1,4	-8,3	-8,2	-8,6	-8,2	
- intérêts dus						
diminués des nouveaux crédits	-0,8	5,1	0,8	2,8	0,7	

* Un signe négatif indique un flux des entreprises vers les banques ; voir également annexe statistique.
 ** 1994 : neuf premiers mois, sauf Pologne.

Source : voir annexe statistiques.

14. En particulier, ces estimations dépendent fortement de la qualité des séries de taux d'intérêt moyens utilisés (ici ceux publiés par les banques centrales). C'est sans doute plus particulièrement le cas en Pologne, où un élargissement important des *spreads* bancaires a été observé. Sur 1993 et 1994, l'application d'un taux moyen supérieur de 25 % à celui utilisé ici se traduit par une augmentation du transfert moyen, de 1,5 % à 3 % du PIB ; l'écart est significatif, mais il ne réduirait pas la validité des conclusions tirées de la comparaison avec les deux autres pays.

Peut-être plus grave à terme, sera toutefois la réduction extrême du rôle du crédit et donc des banques dans le financement de l'économie : en juin 1994, 44 % du stock total du crédit aux entreprises était non-performant, niveau qui ne devrait se réduire que progressivement, au rythme où les programmes de restructuration négociés avec les entreprises amélioreront leur position financière. Ceci se traduit par un contenu en crédit de la production exceptionnellement bas par rapport aux autres pays (GRAPHIQUE 4). Enfin, l'ampleur de cette crise peut aussi se résumer en évaluant la "position performante nette" des entreprises vis-à-vis des banques (crédits totaux diminués des dettes non performantes et des dépôts bancaires des entreprises) : un endettement net de 12 % du PIB à la fin 1991, a été réduit à 2,4 % fin 1992, avant que les entreprises ne deviennent *créditrices nettes* des banques à hauteur 3,5 % du PIB à la fin 1993, position réduite à 1,4 % en juin 1994. Sans aucun doute, reconstruire sur cette base une relation de crédit efficace, pouvant contribuer à la croissance future de l'économie, sera un processus long et difficile.

Au total, cet enchaînement fait donc ressortir le lien de causalité entre le financement de la dette extérieure et la quasi-destruction de la relation de crédit sur le plan interne, selon au moins deux voies : l'une quantitative, avec le drainage des entreprises, qui a ralenti leur ajustement et précipiter la vague de faillites de 1992 ; l'autre qualitative, qui s'est développée surtout en 1993, lorsque la multiplication des cessations de paiement a dépassé la capacité des banques et de l'Etat à faire respecter la discipline de paiement par les entreprises *a priori* saines. En bons agents rationnels et optimisateurs, celles-ci ont donc saisi l'opportunité d'un *free ride* au frais de l'Etat et des contribuables, lorsque la seconde recapitalisation a été annoncée. On peut donc identifier finalement deux causes principales de la différenciation des trajectoires hongroise et polonaise : d'une part, la stratégie macrofinancière adoptée vis-à-vis du passif antérieur à 1990, de l'autre l'interaction spécifique entre des agents maximisateurs et leur environnement institutionnel. Comme dans le cas bulgare, la crise financière n'est donc pas uniquement le résultat d'un problème d'ajustement réel des entreprises.

La Pologne et la Slovaquie

Ces deux pays ont en commun par rapport à tous les précédents, l'expérience d'une très forte inflation et d'une réduction de la dette antérieures à la stabilisation : pendant la première année de réforme, la dette brute des entreprises représentait 11,7 % du PIB en Pologne (1990)¹⁵, et 16,8 % en Slovaquie (1992), montants à comparer notamment à ceux de la Bulgarie et de la République tchèque (60,1 % et 56 % respectivement, en 1991). Le même constat vaut pour l'Etat, dont la dette publique interne était nulle, la Pologne ayant toutefois une dette extérieure importante (79 % du PIB en 1990), à la différence de la Slovaquie (17,1 % en 1992).

Dans ces deux pays, le succès de la stabilisation a ouvert sur une reprise assez vive du crédit, corollaire de la reconstitution des encaisses des ménages mais

15. En décembre 1989, à la veille de la "thérapie de choc", les entreprises polonaises avaient même globalement une situation nette légèrement positive ce qui explique que le mouvement de remonétisation ait pu être assez fort, au cours des dix-huit mois suivants.

aussi de la première phase, relativement chaotique, d'ajustement des entreprises. Ceci a permis de ramener le contenu en crédit de la production industrielle à des niveaux proches de la moyenne régionale (GRAPHIQUE 4). Cependant, une phase de consolidation, voire de déclin lent du crédit s'est ouverte ensuite : si l'expérience slovène est encore trop récente pour permettre de tirer des conclusions précises, en revanche cette tendance se prolonge en Pologne depuis le début de 1992, malgré la réduction progressive des besoins de financement public, le freinage de l'inflation et la reprise de la croissance. De nouveau, on observe donc une tendance à la désintermédiation pendant la transition, qui ne s'explique toutefois ni par des comportements de spoliation (Roumanie, Bulgarie), ni dans son entier par une éviction due aux déficits publics : la distribution du crédit domestique a été beaucoup moins déséquilibrée qu'en Hongrie (TABLEAU 8) et, pour être élevés, les taux prêteurs réels ne sont pas non plus du même ordre de grandeur (TABLEAU 7). En revanche, des indices convergents témoignent d'une origine micro-économique de cette tendance : jusqu'à un certain point, elle répondrait, sans doute de manière provisoire, aux incitations et aux intérêts de chaque catégorie d'agents tout en étant compatible avec un rythme de croissance soutenu de la production privée. Le caractère sous-optimal de cet équilibre financier n'est donc pas *a priori* prouvé, contrairement à la situation observée dans les trois pays étudiés précédemment. En outre, on peut faire l'hypothèse que la présence de ces indices micro-économiques dans les autres pays confère à ces facteurs une généralité allant au-delà de l'expérience polonaise, même si leurs effets restent ailleurs implicites du fait des déséquilibres budgétaires et monétaires. Les comportements de trois catégories d'agents peuvent être mis en avant : les ménages, les banques et les entreprises.

Les ménages montrent, comme dans tous les pays (à l'exception de la Slovaquie), un taux d'épargne faible qui se traduit par croissance lente de la valeur réelle de leurs dépôts depuis la fin de 1992. Une forte propension à consommer et un niveau élevé d'investissement dans les petites entreprises familiales peuvent être une explication, de même qu'une rémunération de l'épargne bancaire qui, en moyenne, a été nulle voire légèrement négative ces dernières années (TABLEAU 6).

Le comportement des banques paraît toutefois plus important. Il se caractérise par des compétences techniques limitées, qui accentuent les effets d'une forte aversion au risque et s'expriment par un rationnement sévère du crédit, voire par l'exclusion complète de nombreuses classes d'emprunteurs, notamment privés. Les témoignages factuels d'un niveau élevé de concurrence sur les entreprises fiables vont également dans ce sens. Surtout, on relève qu'en termes agrégés, des situations récurrentes de surliquidité sur le marché interbancaire n'entraînent pas une accélération progressive du crédit, mais doivent être absorbées par la banque centrale pour éviter notamment des phénomènes de volatilité excessive sur le marché de change ; des entrées très fortes de capitaux à la fin de 1994 et au premier trimestre 1995 ont accentué ces problèmes et contraint l'institut d'émission à recourir à une politique de stérilisation, comparable à celle suivie à plusieurs reprises en République tchèque et en Slovaquie, depuis 1992. Le caractère flou des objectifs de change de la banque centrale, comme la priorité tendancielle à la contrainte de compétitivité ont certainement accentué ce phénomène. Il ne semble pas toutefois que ceci puisse expliquer l'ensemble du déclin du crédit, ni

d'ailleurs le maintien d'un niveau d'inflation élevé comme il l'est avancé par l'OCDE (1994).

Deux points permettent en particulier d'expliquer ce comportement de retrait des banques pendant la phase actuelle de reprise. D'une part, la fragilité de l'environnement "micro-institutionnel" se traduit par un haut niveau de bruit, et donc d'asymétrie d'information, encore accrue par la difficulté à mesurer la compétitivité réelle d'une entreprise sur des marchés fragmentés, très inégalement compétitifs. Des éléments plus institutionnels entrent également en jeu : le caractère souvent douteux des pratiques comptables, le taux de mortalité élevé des entreprises privées, un vrai problème de délinquance économique. De même, la faible efficacité de la justice commerciale (notamment en matière de faillites) rend difficile, en cas de défaut, l'exercice des garanties réelles apportées par les entrepreneurs : des niveaux très élevés de collatéraux (au-delà de 150 %) n'offrent ici qu'une réponse partielle et coûteuse, dès lors que le propre du nouveau secteur privé est d'avoir peu de capitaux propres et donc peu de collatéral.

D'autre part, interviennent des contraintes internes aux banques, liées à leur manque de compétences, dont les effets s'ajoutent aux règles strictes de solvabilité auxquelles elles ont été progressivement soumises, à très juste titre ; celles-ci ont une dimension prudentielle (ratios de fond propres, procédures de contrôle des risques, classement des prêts non performants, etc.), qui est elle-même adossée à un renforcement régulier des institutions de régulation (développement de la supervision, audit des banques publiques par des experts occidentaux, mise en place de fonds de garantie des dépôts, etc.). Ensemble, ces mesures accentuent l'aversion au risque, en sus des pressions endogènes exercées par les prêts non performants en cours de restructuration (Sgard, 1995a). En d'autres termes, il est probable qu'aujourd'hui les banques polonaises savent mieux gérer leurs mauvaises créances que distribuer efficacement de nouveaux crédits : comme en Hongrie, elles gèrent un passif et non l'accumulation de nouveaux actifs.

Pour les entreprises, l'impact du rationnement du crédit doit cependant être apprécié avec prudence. S'il est bien établi en théorie que le financement externe contribue positivement à leur développement, il reste à prouver que l'actuelle croissance polonaise serait sous-optimale du fait du rationnement : la reprise rapide de la production en dépit de la baisse du crédit réel depuis 1992 engage à la prudence. Une explication possible est que dans la phase actuelle de croissance de la production et de l'autofinancement, mais de reprise encore lente de l'investissement, l'incitation au désendettement portée par des taux d'intérêt réels élevés est particulièrement forte. *A contrario*, ceci décrit une situation où un besoin de financement important peut être de fait le meilleur indicateur disponible d'un ajustement insuffisant, par des entreprises toujours en situation d'exploiter massivement les avantages de l'asymétrie d'information.

Au total, si cette analyse est correcte, elle signifierait que dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés et d'environnement micro-économique faible, un "certain" niveau de rationnement, imposé le cas échéant par les déficits publics, peut être le meilleur moyen d'éviter à des banques fragiles d'entrer dans des zones d'activité à probabilité élevée de sélection adverse¹⁶. Un corollaire peut alors être formulé, en termes de politique économique : il existe des situations (en Pologne

mais non en Hongrie, par exemple), où, à la marge, un moindre rationnement du crédit aux entreprises peut être moins avantageux qu'un supplément de dépenses publiques financé par l'épargne intérieure ; cela est notamment le cas, peut-on ajouter, si ces dépenses portent sur des biens publics qui accroîtront à terme la transparence et la stabilité de cette micro-économie faible. En revanche, il y a un risque important que la perspective d'une reprise de l'investissement crée à terme des tensions fortes sur l'épargne domestique ; la reconstruction de la relation de crédit et la réintermédiation de l'investissement apparaîtront alors comme une condition centrale du prolongement de la croissance polonaise.

La République tchèque

Les déterminants initiaux de la transition tchèque présentent de nouveau, sur le plan financier, des particularités importantes qui l'opposent nettement aux autres expériences, notamment celle de la Pologne et de la Hongrie : reprise *a priori* lente de la production et de la productivité industrielles, tendance au quasi-équilibre budgétaire depuis 1990, dette publique interne inexistante, dette externe très limitée (20 % du PIB en 1990, 25 % en 1994). La situation est cependant moins favorable sur le plan des entreprises, dont la dette brute s'élevait à 56 % du PIB en 1991 (32 % en Hongrie, 12 % en Pologne). Si l'on pose qu'au lendemain des stabilisations, ces créances avaient toutes *de facto* une nature publique, on constate donc que le passif total hérité de l'ancien régime (dettes de l'Etat et de ses entreprises) avait dans les trois pays de Visegrad des volumes relativement proches, en dépit d'une composition très diverse et vraisemblablement non-neutre : 78 % du PIB en République tchèque, 91 % en Pologne et 110 % en Hongrie¹⁷.

En dynamique, la différence principale entre la République tchèque et ses voisins a tenu depuis 1990 à l'équilibre, voire aux excédents des finances publiques et du compte de capital de la balance des paiements. Ceux-ci ont permis une croissance appréciable du crédit domestique, dont la quasi-totalité a été allouée aux entreprises (TABLEAU 8). En outre ces dernières ont bénéficié de taux d'intérêt réels relativement bas, pour trois raisons principales : l'absence de pression de l'Etat sur le marché du crédit, des marges nominales d'intermédiation bancaires relativement faibles en l'absence de crise bancaire grave, enfin un écart limité entre l'inflation à la production et à la consommation, qui accroît encore l'avantage comparatif sur le plan des marges d'intermédiation réelles (TABLEAU 7). Ce financement abondant et bon marché a eu des effets très importants sur les conditions de l'ajustement des entreprises : on a vu que contrairement à la situation observée dans toutes les autres économies, à des degrés certes variables, les entreprises tchèques ont bénéficié tous les ans depuis 1991, d'un flux net positif de ressources contractuelles (GRAPHIQUE 4). Ceci s'est donc traduit par une croissance régulière de l'encours réel de crédits comme du contenu en crédit de la pro-

16. Le propre d'une situation de sélection adverse est qu'elle ne se constate qu'*ex post*, par un accroissement des pertes des banques. Ceci est méthodologiquement inconfortable, bien que des pertes proportionnellement importantes sur les crédits accordés depuis 1991 au secteur privé soit un indicateur significatif. On sait en outre que les dynamiques d'aléa moral observées en Bulgarie et en Hongrie, à l'occasion des recapitalisations de 1992 et 1993, ne se sont pas limitées au secteur public, même si elles ont trouvé là leur origine.

17. Ce "poids mort" de la transition représentait respectivement 35 % du PIB slovène, 52 % du PIB roumain et 192 % du PIB bulgare ; tous ces chiffres s'entendent pour l'année 1991, sauf pour la Pologne (1990) et la Slovaquie (1992).

duction, en opposition à la fois avec les autres pays qui ont imposé une discipline financière stricte, et avec ceux qui ont largement monétisé l'actif des banques.

Cette tendance peut alors être rapprochée du constat fait précédemment d'une hausse rapide des coûts salariaux tchèques, témoignant toutes choses égales par ailleurs d'une réduction du financement interne des entreprises. Ceci décrit aussi une évolution de la structure de financement exactement inverse de celle observée en Pologne, où le surplus de productivité a été largement conservé par les entreprises, dont le financement externe est resté en revanche inférieur en moyenne aux paiements d'intérêts. Toutefois, dans les deux cas, cet équilibre financier peut ne pas être durable. D'une part, il repose sur un volume d'investissement faible, à la fois en niveau et en taux de croissance. D'autre part, compte tenu de l'endettement des entreprises tchèques, une phase de consolidation du crédit domestique pourrait avoir un impact très négatif sur les banques. Certes des ressources publiques importantes leur ont été apportées, par des recapitalisations, des transferts de dette vers une caisse de consolidation et, indirectement, par des garanties publiques sur des créances à risque. On peut estimer que les deux premières catégories d'opération ont représenté environ 22 % de l'encours de crédit et 16 % du PIB, contre respectivement 46 % et 9 % en Hongrie, et 12 % et 4,2 % en Pologne (Dittus, 1994 ; Sgard, 1995a). Toutefois, le volume beaucoup plus élevé de la dette initiale des entreprises accroît les risques implicites en cas de freinage de la distribution du crédit. D'une part, les entreprises tchèques n'ont pas eu en moyenne à faire la preuve de leur capacité à servir une fraction de leurs intérêts à partir de leurs ressources opérationnelles (graphique 3) ; d'autre part, la croissance, beaucoup plus soutenue du crédit depuis 1992, accroît fortement les risques d'une nouvelle accumulation de prêts non performants, après recapitalisation. Comme en Pologne et en Hongrie, la preuve n'a pas encore été faite que les banques tchèques savent allouer correctement le capital¹⁸.

Cette situation de surendettement des entreprises n'est pas non plus sans soulever des problèmes quant au succès à terme des privatisations par coupons et fonds de placement : le coût de ces participations a été certes modique pour les nouveaux actionnaires, mais ceux-ci ont aussi acquis 35 % du PIB de dette nette (1994) sans que leur disposition à participer à des augmentations de capitaux propres soit *a priori* très grande. Il y a donc un risque, en termes à la fois de structure de financement et de *governance*, que l'on aboutisse à des situations fragiles, marquées par un actionnariat passif et des banques sur-engagées ; la gestion *de facto* des fonds d'investissement par ces dernières pourraient certes renforcer leurs moyens de contrôle et d'information, mais cela accroîtrait les risques d'une relation trop étroite, notamment en matière de surveillance et de mise en faillite (Grosfeld, 1994).

Pour résumer, on peut dégager sur cette base deux scénarios de consolidation financière à moyen terme de l'économie tchèque, portant chacun une interprétation de la forte spécificité de cette économie relevée tout au long de cette étude

18. Selon M. Vit, vice-gouverneur de la banque centrale tchèque, cité lors de l'assemblée générale d'avril 1995 de la BERD, un tiers de l'encours *actuel* de crédit aux entreprises serait non performant et devrait être rayé des bilans bancaires (*Financial Times*, 10 avril 1995).

comparative. Une perspective pessimiste souligne la fragilité de l'actuel équilibre financier : dans le pire des cas, un resserrement du crédit, ou une hausse des taux d'intérêt, pourrait imposer brusquement des contraintes beaucoup plus dures aux entreprises. Ceci entraînerait un accroissement des faillites, des pertes en capital pour les banques, le gonflement du chômage et donc une baisse de la capacité d'épargne de l'Etat. L'équilibre vertueux actuel pourrait alors laisser place à un équilibre de moins bonne qualité, comparable à celui observé dans le reste de la région : concurrence entre l'Etat et les entreprises sur l'accès à l'épargne, moindre solvabilité des banques, hausse des taux d'intérêt réels. Alors que le gouvernement tchèque envisage une libéralisation rapide des mouvements de capitaux, on peut relever que ce scénario serait associé dans ce cas à des risques de système beaucoup plus importants : comme on l'a vu au Chili au début des années quatre-vingt (Diaz-Alejandro, 1985), et plus récemment au Mexique, une micro-économie faible, des banques domestiques peu compétentes, et des entrées massives de capitaux dans un contexte d'appréciation du change réel constituent une recette éprouvée pour ruiner un système financier et transférer à l'Etat une surcroît de dette extérieure et intérieure¹⁹.

Dans un scénario optimiste, en revanche, un ajustement important de l'offre se serait déjà réalisé, facilité par une distribution abondante de crédit, les recapitalisations avisées de 1992-1993, l'appel à l'épargne extérieure, un niveau initial de productivité élevé, une sous-évaluation importante du change réel. Dans ce cas, l'assainissement des entreprises et le retour à la croissance permettraient de consolider progressivement leurs dettes sans mettre en danger les banques et les équilibres macromonétaires. Conformément à son passé de rigueur financière, la République tchèque serait alors le seul pays à ne pas avoir dû socialiser une large partie de son passif hérité de l'avant-1990, que ce soit par la recapitalisation massive du bilan de ses banques, le gonflement de la dette publique, une taxe inflationniste rampante ou des réductions de dette extérieure. Cela signifierait aussi que les entreprises tchèques obéiraient à un modèle micro-économique plus vertueux et plus discipliné que leurs homologues dans les pays voisins ; c'est ce qui rendrait possible *in fine* cette "transition intermédiée", en contraste avec les situations de désintermédiation par consentement mutuel (Pologne), par éviction (Hongrie) ou par spoliation des ayant-droits (Roumanie, Bulgarie).

19. En novembre 1994, la Komerční Banka, principale banque tchèque, a lancé une euroémission de 65 millions de dollars, dont le montant mis en souscription a été augmenté en raison du volume de la demande ; son prix a été fixé à 65 points de base au-dessus du libor, soit environ 6,5 % ; à la même époque le taux interbancaire à trois mois sur le marché domestique était d'environ 9,15 %, le taux prêteur moyen des banques de 12,9 %.

Dix propositions sur la relation de crédit et la première croissance des économies en transition

On peut résumer en dix propositions les principales conclusions tirées de la comparaison de ces six profils de transition, tous caractérisés de près ou de loin par des tensions fortes entre l'orientation restrictive de l'environnement macro-économique et des déséquilibres micro-économiques importants.

1. Les entreprises ont montré très rapidement, après l'abolition du régime administré, des comportements d'agents maximisateurs, dotés d'une fonction d'objectif propre et s'adaptant de manière très souple aux changements de leur environnement. En témoignent entre autres : des rattrapages assez rapides de productivité, de bonnes réactions des exportations aux dévaluations, également des dynamiques d'aléa moral endémiques. Ceci va de pair cependant avec une résistance féroce et systématique contre tout accroissement des contraintes financières et de la transparence : réduction des situations de monopoles, réglementation des marchés, entrée de nouveaux concurrents, resserrement de la politique de crédit, etc. En outre, ce refus de la concurrence par des agents maximisateurs prend souvent la forme de comportements collusifs, notamment dans les secteurs industriels les plus concentrés : le renforcement de structures corporatistes, mobilisées sur la défense de situations de rentes, pourrait apparaître dans les années à venir comme un des principaux obstacles à la volonté réformatrice des pouvoirs publics (Haussner, 1994).

2. La structure initiale des entreprises et des institutions, très proche d'une pays à l'autre, comme cette rationalité ambiguë, expliquent pour une part le relatif parallélisme des trajectoires dans la première phase de transition. *A contrario*, elles conduisent à distinguer ensuite deux niveaux de discipline micro-économique qui rendent compte pour partie de la différenciation des trajectoires nationales au cours de la transition. D'une part la *discipline financière* a pour effet de contraindre les entreprises à améliorer leur efficacité productive, à réduire leurs coûts et, ainsi, à renoncer progressivement aux pratiques antérieures de socialisation des pertes et de valorisation faible des facteurs. Les composantes principales de cet ajustement vertueux sont notamment le durcissement de la concurrence sur le marché domestique, l'évolution de la structure de contrôle des grandes entreprises (*governance*), leur privatisation à terme, enfin un accès restrictif au crédit bancaire (à l'exception de la République tchèque).

D'autre part, de telles mesures n'ont d'effets que si elles sont crédibilisées par une *discipline institutionnelle*, qui repose *in fine* sur la capacité des Etats à imposer une régulation juridique et contractuelle des échanges, sans laquelle les droits de propriété se dissolvent rapidement, tout comme les contraintes de gestion portées par les obligations financières des agents. Telle est, par des voies différentes, l'expérience de la Bulgarie et de la Roumanie, mais aussi de la plus grande partie de l'ancienne Union soviétique. En d'autres termes, pour que l'initiative individuelle et la concurrence produisent ce bien public par excellence qu'est une éco-

nomie de marché en croissance, il faut avant tout que l'Etat défende pied-à-pied le lien direct entre trois composantes stratégiques de la transition : le respect de la propriété privée et publique, la discipline financière des agents, et la stabilité de la monnaie.

3. L'autorité, et donc la crédibilité des Etats (mais non leur force, et encore moins leur violence), apparaissent alors comme une des principales voies par laquelle le passé communiste et pré-communiste différencie chaque profil de transition. Elles sont en effet, dans une large mesure, la résultante de cultures politiques nationales diversifiées, caractérisées par des rapports très différents au droit et à la contrainte légale, à la fiscalité et à la notion de bien public, à la légitimité et à la représentativité de l'Etat. Cet effet discriminatoire joue notamment sur la capacité de ce dernier à résister aux groupes d'intérêt et aux pressions corporatistes, issus ou non de l'ancien secteur public (industries en déclin, agriculteurs, banques, etc.), et qui se mobilisent pour préempter les ressources publiques. Ceci doit conduire à considérer avec prudence les stratégies de "mobilisation corporatiste", de type nord-européen, visant à passer des compromis durables entre acteurs sociaux afin de stabiliser l'environnement économique, dans une phase de modernisation rapide des structures industrielles : leur succès suppose que l'Etat soit capable d'opposer à ces intérêts particuliers une forte "autonomie sociologique", reposant sur son autorité, sa légitimité et sa compétence - toutes choses qui, pour le moins, ne sont pas très répandues actuellement. Dans le cas contraire, intégrer étroitement ces forces au processus de décision pourrait avoir des conséquences très négatives.

4. Dans la phase actuelle de reprise, l'activité des entreprises est massivement autofinancée, ce qui signifie que la croissance potentielle à moyen terme reste déterminée principalement par deux facteurs : la poursuite de l'ajustement dans les entreprises encore en pertes, et l'évolution des coûts salariaux, à partir de gains de productivité au demeurant rapides (plus de 9 % l'an depuis le creux de la récession, dans quatre pays sur six).

5. En revanche, les banques ne financent pas l'accumulation de nouveaux actifs productifs mais, essentiellement, le passif de ces économies, ce qu'illustrent leurs trois priorités observées : couvrir le déficit budgétaire, reconstituer leur base de capitaux propres, gérer la dette des grandes entreprises publiques, selon un éventail qui va de la capitalisation automatique des intérêts impayés jusqu'à des programmes de restructurations industrielles avec échange de dette contre actions. Ceci se traduit, pratiquement, par des effets d'éviction massif aux dépens du secteur privé, des taux d'intérêt prêteurs très élevés, une forte aversion au risque. Les diverses clauses et réserves exprimées au sujet de la République tchèque peuvent être reprises ici. Les marchés de capitaux (actions et obligations) ne peuvent pas pour le moment se substituer à cette intermédiation bancaire faible.

6. Une des causes principales de cette situation est le volume élevé des "vieilles dettes", accumulées sous un régime de contraintes financières lâches, avant ou après 1990. Ceci se traduit par des bilans bancaires très fragiles, dans lesquels une part importante des créances sont portées par des agents à capacité

d'amortissement limitée ou nulle, peu sensibles, de manière générale, aux variations de taux d'intérêt. Que ces vieilles dettes soient reprises par l'Etat, et qu'elles se traduisent alors par un supplément d'endettement public, n'est certes pas indifférent sur le plan micro-économique, mais cela ne modifie pas la contrainte globale, dès lors que le déficit budgétaire est apparu comme une variable fortement endogène. En effet, les recapitalisations et autres redistributions de dettes ne modifient pas le fait qu'un passif financier plus ou moins concentré doit être rémunéré, alors qu'il n'a pas pour contrepartie un stock d'actifs productifs, à même de dégager un flux de revenu stable, de niveau comparable à celui des taux d'intérêt.

7. La gestion de ce "passif hérité" passe donc nécessairement par un prélèvement sur les agents solvables, c'est-à-dire sur les ménages et les entreprises ajustées. Celui-ci prendra la forme soit d'une ponction fiscale accrue, soit de taux d'intérêt très élevés associés à une éviction du marché du crédit, soit enfin celle d'un prélèvement inflationniste sur les dépôts bancaires non indexés. Cette dernière issue apparaît alors comme l'option ultime, par laquelle les pouvoirs publics monétisent le passif des banques et de l'Etat, ce qui revient à sanctionner par une rupture de la discipline macro-économique l'incapacité d'imposer aux agents la discipline micro-économique nécessaire, entre autres, au service de cette dette. Ainsi, sous une forme ou une autre, la socialisation du passif "hérité" reste en fait son issue normale : elle traduit le fait qu'il est difficile de transformer *ex post* en une relation contractuelle contraignante, liant une entreprise et une banque soumises à des contraintes financières dures, ce qui originellement n'était qu'une allocation de ressources unilatérale, d'une monobanque à une unité de production intégrée à la planification centralisée. Un corollaire de cette conclusion est que la meilleure façon de préparer la transition, et de limiter l'éviction future des entreprises ajustées, était de passer par une phase préalable d'hyperinflation qui permettait de nettoyer à faible coût le bilan des agents : la contrepartie était alors de supprimer une épargne forcée, correspondant à une capacité de consommation douteuse, alors que, depuis la remonétisation, l'amortissement de ces créances passe par un prélèvement sur un flux de revenu micro-économique, réel. Une alternative était logiquement une réforme monétaire, option qui fut rejetée d'emblée dans tous les pays, sauf en Allemagne de l'Est.

8. Cette situation a des conséquences importantes sur la conduite de la politique monétaire. Les points précédents décrivent en effet une structure financière où elle pèse essentiellement sur l'offre, par les conditions de l'ajustement des entreprises, et très peu sur la demande interne finale (on rejoint ici les conclusions de Bofinger, 1994). Qui plus est, dès lors que l'actif des banques est concentré sur des agents (entreprises et Etat) à capacité d'amortissement limitée, pour lesquels le taux de capitalisation marginal des intérêts est élevé, une hausse des taux pourra avoir des effets dangereux. Dans un contexte de récession ou de croissance faible des revenus, elle pourra soit précipiter des faillites injustifiées ou inopportunes, soit accroître les risques d'évolution vers une *trappe d'endettement*, dans laquelle une proportion toujours croissante du bilan du système bancaire sera insensible aux variations de taux et montrera une rentabilité décroissante. En d'autres termes, une hausse des taux d'intérêt revient dans ce cas à réévaluer la

dette ancienne, héritée directement ou non de l'avant 1990, c'est-à-dire à accroître *ex post* le coût de la subvention implicite. Ceci, par contrecoup, prolonge dans le futur l'éviction du secteur ajusté, ralentit la croissance, et accroît les risques de rupture de la discipline de paiement.

9. La Banque centrale ne peut donc pas absorber durablement les effets d'un ajustement réel insuffisant, dont les déterminants, dans le "noyau dur" de l'industrie, sont d'ordre institutionnel ou politique : si l'Etat ne peut pas imposer un régime de contraintes financières dures à ces entreprises, une stratégie volontariste de désinflation – fondée sur un ancrage monétaire fort, une politique non-discrétionnaire et le contrôle des anticipations – sera peu opérante. En d'autres termes, la crédibilité de l'Etat précède nécessairement celle de la banque centrale. Dès lors, si la discipline micro-économique est insuffisante, un régime de finance réprimée, reposant sur un certain amortissement inflationniste, paraît moins dangereux que le "stockage" de ces pertes dans le bilan de l'Etat et des banques, qui détruit progressivement leur capacité à durcir la discipline financière des agents ; un "certain" niveau d'inflation peut alors être de l'ordre de 20 à 40 %, mais certainement pas de 75 %.

10. Dès lors que la politique monétaire, comme le budget, prend ainsi un aspect nettement endogène, deux instruments de politique macro-économique restent *a priori* disponibles. Le premier est le taux de change : si l'analyse précédente est correcte et si l'inflation n'est pas seulement inertielle, une stratégie d'ancrage pré-annoncé doit également être utilisée avec prudence, ce qui engage à préférer des options de type *crawling peg* ou *dirty float* ; en revanche, le *Currency Board* semble particulièrement dangereux, à moins de partir d'un niveau très bas d'inflation et de dette interne et externe, et de pouvoir s'appuyer sur une forte crédibilité des pouvoirs publics. Deux éléments renforcent ce choix d'un niveau assez élevé de discrétion dans la politique de change. D'une part, elle est le seul instrument qui permette d'intervenir sur le secteur ajusté, largement insensible à la politique monétaire domestique ; de l'autre, il faut rappeler que le taux de change est de loin l'instrument le plus efficace pour contrôler l'allocation des ressources entre secteurs exposés et protégés, en particulier lorsque le crédit bancaire ne contribue pas au financement de l'investissement ; les distorsions d'une appréciation induite du change réel n'en sont alors que plus durables. Quant au dernier instrument de politique économique envisageable, il renvoie directement, à la question de l'autofinancement des entreprises et au partage de la valeur ajoutée : c'est la politique des revenus.

J. S.

SOURCES STATISTIQUES

BULGARIE

- Séries monétaires, taux d'intérêt : Banque nationale de Bulgarie (*Monthly Bulletin*), entièrement remises à jour en janvier 1995, Agence de Coordination et de Développement Economique (Sofia).
- Comptes d'exploitation des banques commerciales : Banque nationale de Bulgarie.
- Comptes d'exploitation des entreprises publiques : centrale des bilan de l'office central de statistiques.
- Production industrielle : OCDE (*Indicateurs économiques à court terme, économies en transition*).

- Autres séries macro-économiques, prix, salaires, effectifs, budget, comptabilité nationale : Agence de Coordination et de Développement Economique (*Monthly Business Survey*) et BERD (*Annual Report*, pour le tableau 1).

HONGRIE

- Séries monétaires : Banque nationale de Hongrie (*Monthly Report, Annual Report*), le reclassement intervenu au premier trimestre 1993 a été répercuté rétroactivement jusqu'en 1989 ; les réductions de dettes des entreprises intervenues lors de la recapitalisation de décembre 1992 sont déduites des variations d'encours et des séries de crédit réel (elles n'apparaissent pas comme amortissement par les entreprises) ; les opérations d'échange de dette contre action intervenues à plus petite échelle en 1994 n'ont pas pu être décomptées.
- Taux d'intérêt : taux moyens de quatre principales banques commerciales à moins d'un an, Banque nationale de Hongrie (*Monthly Report*, tableaux IV/7).
- Finances publiques : Banque nationale de Hongrie (*Annual Report*) et Kopint-Datorg.
- Production industrielle, effectifs, salaires : OCDE (*Indicateurs économiques à court terme, économies en transition*).
- Autres séries macro-économiques (tableau 1) : BERD (*Annual Report*), FMI (*Statistiques Financières Internationales* et *World Economic Outlook*).

POLOGNE

- Séries monétaires : Banque nationale de Pologne (*Information Bulletin*) et GUS (*Statistical Bulletin*) ; le reclassement intervenu au quatrième trimestre 1991 a été répercuté rétroactivement jusqu'en 1989 ; les séries de taux d'intérêt sont celles de la Banque nationale et du FMI (*Statistiques Financières Internationales*) ; les opérations d'échange de dette contre actions intervenues lors du programme de recapitalisation de 1993-1994 n'ont pas pu être décomptées des séries de crédit.
- Production industrielle : OCDE (*Indicateurs économiques à court terme, économies en transition*).
- Effectifs, salaires, prix : GUS (*Statistical Bulletin*).
- Autres séries macro-économiques annuelles (tableau 1) : BERD (*Annual Report*), FMI (*Statistiques Financières Internationales* et *World Economic Outlook*).

REPUBLIQUE TCHEQUE

- Séries monétaires, taux d'intérêt : Banque nationale tchèque (*Quarterly Report, Annual Report*) ; les taux d'intérêt moyens utilisés sont ceux publiés dans ces rapports, une moyenne paritaire des taux d'intérêt pour les débiteurs privés et publics domestiques a été utilisée.
- Production industrielle, effectifs, salaires, prix : OCDE (*Indicateurs économiques à court terme, économies en transition*).
- Autres séries macro-économiques : WIIW (*Monthly Report*), BERD (*Annual Report*), FMI (*Statistiques Financières Internationales* et *World Economic Outlook*).

ROUMANIE

- Séries monétaires, prix, salaires : FMI (*Statistiques Financières Internationales*).
- Taux d'intérêt : taux de réescompte de la banque centrale (FMI).
- Production industrielle : OCDE (*Indicateurs économiques à court terme, économies en transition*).
- Autres séries macro-économiques annuelles : WIIW (*Monthly Report*), BERD (*Annual Report*), FMI (*Statistiques Financières Internationales* et *World Economic Outlook*).

SLOVENIE

- Séries monétaires, prix, taux d'intérêt, finances publiques, dette extérieure : Banque de Slovénie (*Monthly Report, Annual Report*).
- Production industrielle, effectifs, salaires : WIIW (*Monthly Report*).
- Autres séries macro-économiques annuelles : WIIW (*Monthly Report*), BERD (*Annual Report*), FMI (*Statistiques Financières Internationales*, pour les données antérieures à 1992).

Les séries relatives à l'endettement extérieur sont issues des *World Debt Tables* de la Banque mondiale (sauf Slovénie). Les taux de change sont ceux des *Statistiques Financières Internationales*, du *Monthly Bulletin* de la Banque de Slovénie et de l'Agence de Coordination et de Développement Economique de Sofia (*Monthly Business Survey*).

Sur le plan méthodologique, les règles de calcul suivantes ont été suivies :

- Périodicité : hormis les données de comptabilité nationale et de finances publiques (y compris la dette) les séries sont utilisées sur une base trimestrielle. Toutes les données de type monétaire,

- lorsqu'elles sont présentées en valeurs annuelles, sont calculées comme la moyenne des encours sur cinq trimestres (fin de l'année t-1 et des quatre trimestres de l'année t).
- Les intérêts dus sont calculées à partir de l'encours en fin de trimestre t-1, auquel on applique le taux d'intérêt moyen correspondant sur le trimestre t ; les estimations de prélèvement inflationnistes sont également calculées sur cette base (voir Sgard 1995b) de même que les mesures de taux d'intérêt réels (voir tableau 7).
- Les coûts salariaux unitaires sont le rapport de l'indice des salaires réels (déflatés par l'IPP) divisés par la productivité apparente du travail ; ces estimations sont faites sous l'hypothèse de durée du travail constante sur l'ensemble de la période.
- Le partage du surplus de productivité (tableau 5) : on estime le surplus pendant la période t en appliquant au volume de la production en t-1 le gain (ou la perte) de productivité observé en t. On identifie de même la part des salaires en appliquant aux effectifs en t-1 la variation des salaires réels observée en t. La part revenant à l'excédant brut d'exploitation des entreprises est calculée par différence.
- Le contenu en crédit de la production industrielle (graphique 5) : on a multiplié l'indice de la production industrielle par celui des prix à la production afin d'obtenir un indice en valeur, sur une base trimestrielle ; celui-ci a ensuite été ancré sur le montant nominal de la production industrielle en 1992, reconstituant ainsi une série de production industrielle exprimée en valeur absolue. L'encours du crédit aux entreprises en fin de période t-1 a ensuite été divisé par cette estimation de la valeur de la production pendant la période t. Il n'a pas été possible de distinguer, dans le stock de crédit, la part revenant aux entreprises industrielles au sens strict, ce qui conduit à surestimer la valeur de cette indicateur ; on ne pense pas que cette réserve réduise fortement son contenu informatif, surtout lorsqu'il est utilisé dans le cadre d'une comparaison en évolutions.
- Flux nets de ressources entre les entreprises et les banques (tableau 9) : la variation de l'encours brut nominal t/t-1 est diminuée des intérêts dus pendant la période t, calculés selon la méthode indiquée ci-dessus ; cette estimation du flux net de ressources entre les entreprises et le système bancaire est ensuite rapportée au PIB de l'année t. Les flux relatifs aux dépôts des entreprises (retraits, versements et paiements d'intérêt) ne sont pas pris en compte, pas plus que les opérations en devises.

RÉFÉRENCES

- Aghion P., O. Blanchard & Burgess R. (1994), "The Behaviour of State firms in Eastern Europe, Pre-Privatization", *European Economic Review*, 38.
- Avramov R. & V. Antonov, (eds), (1994), *Economic Transition in Bulgaria*, Sofia, Agency for Economic Coordination and Development.
- Avramov R. & K. Guenov (1994), "The Rebirth of Capitalism in Bulgaria", *AECD Policy Paper*, Sofia, Agency for Economic Coordination and Development.
- Balcerowicz L. (1994), "Common Fallacies in the Debate on the Transition to a Market Economy", *Economic Policy*, 19 supplément.
- Banque européenne (1994), *Rapport 1993*.
- Barth R. & C. Wong (1994), *Approaches to Exchange Rate Policy, Choices for Developing and Transition Economies*, FMI, Washington.
- Begg D. & R. Portes (1993), "Enterprise Debt and Financial Restructuring in Central and Eastern Europe", *European Economic Review*, 37.
- Belka M., M. Shaffer, S. Estrin & I. Singh (1994), *Evidence from a Survey of State-Owned, Privatized and Emerging Private Firms*, Workshop "Enterprise Adjustment in Eastern Europe", Banque mondiale, 22-23 septembre.
- Bofinger P. (1992), "The Experience with Monetary Policy in an Environment with Strong Microeconomic Distorsions", *Economic Systems*, 16 (2).
- Bofinger P. (1994), "Macroeconomic Transformation in Eastern Europe : the Role of Monetary Policy Reconsidered", in Herr H., & alii, (1994).

- Bouin O. & I. Grosfeld (1995), "Crédibilité des réformes et ajustement des entreprises en Pologne et en République tchèque", *Revue économique*, mai, Paris : presses de la FNSP.
- Brainard L. J. (1991a), "Reform in Eastern Europe : Creating a Capital Market", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, janvier-février.
- Bruno M., Fischer & alii, (1991), *Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath*, Cambridge, MIT Press.
- Bruno M. (1994), *Crisis, Stabilization and Economic Reform, Therapy by Consensus*, Oxford, Clarendon Press.
- Commission Economique pour l'Europe - Nations Unies (1994), *Economic Bulletin for Europe*, 46.
- Calvo G. & F. Coricelli (1992), "Stabilizing a Previously Centrally Planned Economy : Poland 1990", *Economic Policy*, 14.
- Calvo G. & M. S. Kumar (1994), "Money Demand, Bank Credit, and Economic Performance in Former Socialist Economies", *Working Paper 94/3*, FMI, Washington.
- Calvo G. & C. Végh (1994), "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", *Contemporary Economics*, avril.
- Capek A. (1994), "The Bad Debts Problem in the Czech Economy", *Most*, 4.
- Carlin W., J. Van Reenen & T. Wolfe (1994), "Enterprise Restructuring in the Transition : an Analytical Survey of the Case Study Evidence from Central and Eastern Europe", *EBRD Working Paper n° 14*, juillet, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, Londres.
- Csaba L. (1994), "Economic Transformation in the Vysegrad Countries : a Comparison", in Herr H. & alii, (eds) (1994).
- Diaz Alejandro C. F. (1985), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, 19.
- Dittus P. (1994), "Bank Reform and Behavior in Central Europe", *Journal of Comparative Economics*, 19 (3), décembre.
- Dobozi I. & G. Pohl (1995), "Real Output Decline in Transition Economies - Forget GDP, Try Power Consumption Data !", *Transition*, 6 (1-2), janvier-février.
- Eichengreen B. & M. Uzan (1992), "The Marshall Plan : Economic Effects and Implications for Eastern Europe and the Former USSR", *Economic Policy*, 14, avril.
- Ellman M. (1994), "Transformation, Depression and Economics : Some Lessons", *Journal of Comparative Economics*, 19, août.
- Fries S. (ed.) (1994) "Transition : Private Sector Development and the Role of Financial Institutions", *EBRD Working Paper n° 13*, juillet, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, Londres.
- Gacs J. & G. Winckler (1994), *International Trade and Restructuring in Eastern Europe*, Physica Verlag, IIASA, Heidelberg.
- Gomulka S. (1994), "The Financial Situation of Enterprises and its Impact on Monetary and Fiscal Policies, Poland 1992-1993", *Economics of Transition*, 2,2.
- Gospodinov N. (1995), "Politique monétaire et tentatives de stabilisation en Bulgarie", *Economie internationale*, n° 62, 2^e ème trimestre, Paris : la Documentation française.
- Grosfeld I. (1994), "Financial Systems in Transition : Is There a Case for a Bank based System ?", *CEPR Discussion Paper n° 1062*, novembre, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Grosfeld I. & G. Roland (1995), "Defensive and Strategic Restructuring in Central European Enterprises", *CEPR Discussion Paper n° 1135*, mars, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Halpern L. & C. Wyplosz (1995), *Equilibrium Real Exchange Rate in Transition*, miméo, 42p.

- Haussner J. (1994), *Negotiated Strategy in the Transformation of Post-Socialist Economy*, Cracow Academy of Science, mimeo, 45p.
- Herr H., S. Tober & A. Westphal (eds.), (1994), *Macroeconomic Problems of Transition*, Londres, Edward Elgar.
- Hrnčir M. (1994), "Economic Recovery and Foreign Exchange Rate Regime : the Case of the Czech Republic", in Gacs J. & G. Winckler (1994).
- Islam S. & M. Mandelbaum (eds) (1993), *Making Markets, Economic Transformation in Eastern Europe and the Post-Soviet States*, Council on Foreign Relations Press, New York.
- Katsoulacos Y. (1994), "Firm's Objectives in Transition Economies", *Journal of Comparative Economics*, 19 (3), décembre.
- Kornai J. (1994), "Lasting Growth as the Top Priority : Macroeconomic Tensions and Government Economic Policy in Hungary", *EBRD Working Paper* n° 15, décembre, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, Londres.
- Marer P. (1993), "Economic Transformation in Central and Eastern Europe", in Islam, Mandelbaum (eds.).
- McKinnon R. J. (1991), *The Order of Economic Liberalization, Financial Control in a Transition to a Market Economy*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore et Londres.
- Mencinger J. (1993), "How to Create a Currency ? The Case of Slovenia", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Ners K. J. & I. T. Buxell (1995), *Assistance to Transition Survey 1995*, Varsovie, Institute for EastWest Studies/ Pecat.
- OCDE (1993a), *Transformation of the Banking System : Portfolio Restructuring, Privatisation and the Payment System*, Paris, OECD/CCEET.
- OCDE (1994), *Etude économique*, Pologne.
- Pinto B., M. Belka & S. Krajewski (1993), "Transforming State Enterprises in Poland : Microeconomic Evidence on Adjustment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, Brookings Institution, Washington.
- Portes R. (ed.) (1993a), *Economic Transformation in Central Europe*, CEPR/ Commission européenne.
- Portes R. (1994), "Transformation Traps", *The Economic Journal*, 104.
- Ribnikar I. (1994), "Investment, Bank Debt, and Bank Rehabilitation in Slovenia", *Moct/Most*, 3.
- Rosati D. (1994), "Endogeneous Budget Deficit During Transition : the Mechanism and Policy Response", in Herr H. & alii., (eds) (1994).
- Rostowski J. (1993), "The Implication of Rapid Private Sector Growth in Poland", Center for Economic Performance *Discussion Paper*, n° 159.
- Sapir J. (1993), "Forme et nature de l'inflation, pourquoi les thérapies de choc sont vouées à l'échec", *Economie internationale*, n° 54, 2^e trimestre, Paris : la Documentation française.
- Sargeant T. J. & N. Wallace (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve of Minneapolis Quarterly Review*, 5.
- Sgard J. (1995a), "Recapitalisation bancaire et aléa moral en Hongrie et en Pologne", *Revue économique*, 46 (2), mars, Paris : presses de la FNSP.
- Sgard J. (1995b), "Distribution du crédit et ajustement des entreprises pendant la transition", *Revue économique*, 46 (3), mai, Paris : presses de la FNSP.
- Sgard J. (1995c), "Le droit de l'Etat et la loi du marché, deux voies de la transition en Europe de l'Est", *Esprit*, mai.