

Ajustement des entreprises et distribution du crédit pendant la transition

Jérôme Sgard

▶ **To cite this version:**

Jérôme Sgard. Ajustement des entreprises et distribution du crédit pendant la transition : Une comparaison de quatre pays d'Europe centrale et orientale. Revue Economique, 1995, 46 (3), pp.787 - 796. 10.2307/3502424 . hal-03585825

HAL Id: hal-03585825

https://sciencespo.hal.science/hal-03585825

Submitted on 23 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Ajustement des entreprises et distribution du crédit pendant la transition

Une comparaison de quatre pays d'Europe centrale et orientale

Jérôme Sgard*

À partir d'une série d'indicateurs bancaires et monétaires, cet article met en valeur la très grande diversité ex-post des politiques de crédit suivies depuis 1990 dans quatre économies en transition. On montre que cette divergence est liée à des profils divergents d'ajustement de la relation de crédit entre banques et entreprises, sous l'impact lui-même variable de trois catégories de facteurs : les contraintes macro-économiques (déficit public et dette extérieure en particulier), les interventions publiques dans le secteur bancaire (notamment les recapitalisations), enfin les conditions dans lesquelles les stocks de dettes constitués avant la transition ont été ou non préservés pendant les premiers mois de la transition.

Classification *JEL* : P34, G21, P52

INTRODUCTION

Depuis 1990, le rôle du crédit dans les stratégies de transition est-européennes a été abondamment débattu, sous des angles d'approche très divers. Dans un premier temps, la question principale était surtout celle de la capacité des systèmes bancaires naissants à transmettre des politiques monétaires restrictives, en particulier en cas de « thérapie de choc » (Pologne en janvier 1990 et, en une moindre mesure, Bulgarie en avril 1991). Au-delà de cette première phase, un débat s'est engagé sur la place de ces politiques orthodoxes dans l'explication des récessions brutales observées pendant au moins les deux premières années de réforme. L'assèchement du crédit offert à des entreprises engagées dans des

* CEPII, 9, rue Georges-Pitard, 75015 Paris.

La préparation de cet article a été rendu possible grâce au financement obtenu de la Communauté européenne, dans le cadre du programme ACE. Projet : « Financial intermediation during the transition, a cross-country comparison of Bulgaria, Hungary and Poland », n° 92-0098-R.

restructurations coûteuses ne conduisait-il pas à accroître encore leurs difficultés et donc à retarder inutilement la reprise[1] ?

La principale thèse alternative s'est surtout développée depuis le tournant micro-économique pris par le débat, à partir de 1992, notamment avec l'arrivée à maturation d'études empiriques sur l'ajustement des entreprises publiques[2]. Selon cette approche, un accroissement du crédit n'a d'effet favorable sur l'offre, et donc sur la croissance à moyen terme, que s'il est alloué à des entreprises qui fonctionnent déjà sous un régime de contraintes budgétaires dures. Si tel n'est pas le cas, on risque surtout d'observer une accélération de l'inflation et un ralentissement de l'ajustement. La croissance du crédit doit donc être limitée pour des raisons essentiellement micro-économiques : rendre le financement bancaire rare et coûteux permet d'accroître les pressions sur les entreprises et les contraint à exploiter plus efficacement les ressources dont elles disposent.

Le présent article s'inscrit globalement dans cette seconde perspective et a deux objectifs principaux. Tout d'abord (partie 1), on revient sur les conditions de la « remonétisation » de 1990-1991, et leur impact sur le financement ultérieur de la transition. L'analyse d'une série d'indicateurs monétaires et bancaires permet de mieux mesurer ensuite (partie 2) comment les contraintes d'environnement macro-économique et institutionnel ont interagi depuis avec ces paramètres, notamment à travers l'évolution micro-économique de la relation de crédit. On étudie la Bulgarie, la Hongrie, la Pologne, la République fédérale tchèque et slovaque (RFTS), ainsi que la Roumanie quand les sources statistiques l'ont permis.

LA REMONÉTISATION DES ÉCONOMIES

Alors que toutes les économies en transition connaissent des problèmes financiers comparables d'insolvabilité des banques, de financement difficile des entreprises ou de contrôle des déficits budgétaires, on néglige souvent deux points : l'ampleur de chacun de ces problèmes varie fortement entre pays et, dans une assez large mesure, cette différenciation découle du poids relatif des stocks de dettes et de créances accumulées par les agents *avant* 1990. Cette « trace comptable » de l'ancien régime, accrue des créances accumulées depuis 1990, pèse sur les comportements actuels et devrait donc marquer durablement les systèmes financiers émergents (stabilité des banques, relations avec les entreprises, place des marchés de capitaux, capacité à financer un rythme d'accumulation élevé, etc.).

Cette relative inertie ressort assez bien si l'on compare l'évolution depuis 1989 des deux principaux postes du bilan des systèmes bancaires : les prêts aux entreprises à l'actif et les dépôts des ménages au passif (tableau 1). On voit, par

1. L'argument central est présenté de manière formalisée, notamment dans Calvo et Kumar [1994] ; un échange de vue récent, plus général et plutôt orienté sur l'ancienne Union soviétique, se trouve dans le *Journal of Comparative Economics* [1994].

2. La plus connue de ces études est celle de Pinto et al. [1992], un *survey* récent est présenté dans Carlin et al. [1994].

exemple, que la Bulgarie[1] et la RFTS restent des pays à entreprises fortement endettées et à ménages relativement riches, alors que les entreprises polonaises et hongroises conservent une dette faible, voire décroissante. *A contrario* on note l'enrichissement des ménages hongrois ou le désendettement rapide des entreprises roumaines.

Tableau 1. *L'évolution du bilan des banques depuis 1989* [2]

	1989	1990	1991	1992	1993
Dette nette des entreprises, en pourcentage du PIB (moyennes annuelles)					
Bulgarie*	nd	60	35	39	39
dette en monnaie nationale	nd	50	24	26	22
Hongrie	18	15	16	12	10
Pologne**	(– 1)	5	10	11	10
RFTS, puis République tchèque**	46	43	39	37	37
Roumanie (crédit brut)	nd	72	40	25	17
Avoirs bancaires nets des ménages, en pourcentage du PIB (moyennes annuelles)					
Bulgarie*	nd	20	30	36	32
Hongrie	7	7	13	19	22
yc obligations	11	12	20	28	30
Pologne**	28-32	13	14	14	15
RFTS, puis République *tchèque***	27	28	30	33	33

* 1990 : 4e trimestre, corrigé de l'écart d'inflation avec la moyenne annuelle (IPC).
** 1989 : *ibid.*
Définition. Différences entre les avoirs et les engagements envers le système bancaire, calculées en moyennes sur le 4e trimestre de l'année $t-1$ et les quatre trimestres de l'année t. Les crédits en devises accordés par le système bancaire *domestique* sont inclus dans la dette des entreprises, la monnaie fiduciaire dans les avoirs des ménages.
L'impact des recapitalisations. Le montant des crédits rachetés par l'État hongrois en 1992, et donc sortis du système bancaire, a été réintroduit dans les données présentées ici et par la suite. En revanche les crédits ayant fait l'objet de *debt/ equity swaps* lors des *procédures de conciliation*, en Pologne, à partir du 2e semestre 1993, n'ont pas été réintroduits. À la marge une réduction des encours ne correspond donc pas formellement à un amortissement.

Deux événements principaux ont eu toutefois un impact majeur sur les comportements financiers. Tout d'abord, dans presque tous les pays, une période plus ou moins longue de taux d'intérêts réels inférieurs à zéro s'est traduite en 1990 ou en 1991 par une diminution importante (et délibérée) de la valeur réelle des dettes et des avoirs bancaires. Il y a donc eu un phénomène d'amortissement inflationniste des bilans, dont on peut estimer l'ordre de gran-

1. L'interprétation des données bulgares est rendue plus difficile par le fait que les entreprises portent, au moins comptablement, une large partie de la dette extérieure, qui par ailleurs, pour sa plus large partie (club de Londres), n'a pas été servie pendant toute la période couverte. En outre, la valeur en monnaie nationale de ces engagements s'est fortement accrue lors des dévaluations de 1990-1991, puis s'est réduite en termes réels en raison de l'appréciation du change réel observée jusqu'à la fin de 1993.

2. Toutes les données statistiques utilisées et présentées ici dérivent des sources nationales (Banques centrales et instituts statistiques), du FMI, de l'OCDE et du WIIW ainsi que de l'Institut Kopint-Datorg (Hongrie) et de l'AECD (Bulgarie).

deur en appliquant les différentes séries de taux d'intérêt réels aux encours bancaires respectifs. Les résultats présentés dans le tableau 2, comparé aux agrégats du tableau 1, montrent ainsi que, dans de nombreux pays, il y a eu amortissement *et* nouveaux crédits lors de la stabilisation, ce qui peut modifier l'appréciation portée sur ces programmes. Il apparaît aussi que les entreprises ont été, bien qu'à des degrés divers, les principales bénéficiaires de cette phase, alors que les États, hormis le cas bulgare, étaient peu endettés en monnaie nationale. Seule exception, cette consolidation inflationniste a été très limitée en Hongrie, ce qui apparaît comme une des conséquences principales de l'option « gradualiste » affichée dès 1988[1].

Tableau 2. *Estimation de la réduction inflationniste des encours bancaires en début de transition* *

(en %)

	Bulgarie	Hongrie	Pologne	Rép. T & S
Monnaie et quasi-monnaie	– 72	– 9,5	– 58	17
Dette brute des entreprises	– 62	– 1,1	– 4,5	– 23

* 1990 pour la Pologne et la Hongrie, 1991 pour les autres pays.

Définition. On applique les taux d'intérêt réels de la période t calculés *ex post* aux encours de la fin de la période $t-1$, puis ces montants sont rapportés à cet encours réévalué du taux d'inflation de la période t. Ces résultats portent donc sur les intérêts dus et non sur les intérêts effectivement versés ; les calculs ont été réalisés sur une base trimestrielle. On utilise l'indice des prix à la production, sauf dans le cas de la Bulgarie (IPC). La fiabilité de l'estimation repose principalement sur la qualité des séries de taux d'intérêt utilisées soit, en règle générale, celles rendues publiques par les Banques centrales ou le FMI.

La seconde évolution majeure intervenue depuis 1989 est d'ordre qualitatif et conditionne largement l'interprétation des évolutions quantitatives présentées ici. En effet, dans tous les pays, le processus de réforme s'est engagé par une remonétisation rapide des échanges (libération des prix, convertibilité en comptes courants, hausse des taux d'intérêts, etc.) qui a entraîné un renouvellement complet des règles d'utilisation de la monnaie, que ce soit au plan micro- ou macroéconomique. D'objet secondaire, sans grande autonomie, elle est devenue une pièce centrale du nouveau mode de coordination économique. Il n'est donc pas possible, dans cette phase initiale de la transition, de raisonner dans un cadre d'équivalence intertemporelle, de type ricardien : en dépit de leur continuité nominale, les bilans bancaires de 1992 ne mesurent pas la même grandeur économique qu'en 1988, lorsque, pour résumer, ils comptabilisaient une épargne forcée et un crédit administré. On ne peut donc pas non plus désigner *stricto sensu* comme « prélèvements » ou « revenus » inflationnistes les phénomènes d'amortissement mesurés plus haut.

Cela ne signifie pas cependant que ceux-ci n'aient eu aucune signification. Ils révèlent, d'une part, des choix stratégiques relatifs à la valeur et à la distribution

1. Les données obtenues pour le Hongrie sont du même ordre de grandeur que celle touvées pour les années ultérieures dans toute la région – entre 1,5% et 5% du PIB de prélèvement sur les épargnants, dus principalement à la dépréciation des actifs les plus liquides, pas ou peu rémunérés.

du stock total d'actifs dans ces économies, à la veille de la remonétisation. D'autre part, celle-ci constitue la véritable *cut-off date* dans l'établissement du « bilan d'ouverture » des agents, au-delà de laquelle tous les encours résiduels ont été transférés dans un monde où les contraintes financières sont progressivement resserrées. Toute dette doit depuis être amortie en ressources *réelles*, c'est-à-dire par un prélèvement sur le revenu de certains agents – les agents endettés s'ils se révèlent solvables, les contribuables si par exemple l'État recapitalise les banques, enfin l'ensemble des épargnants en cas de nouveau cycle inflationniste. À des degrés divers, cet effet redistributif implicite, entre les ménages et les entreprises, mais aussi entre les différentes catégories sociales émergeantes, montre que la structure financière héritée d'avant 1990 pèsera longtemps sur la structure des patrimoines privés. Cinq séries d'indices permettent maintenant de mieux apprécier cette évolution complexe de la relation de crédit depuis 1990.

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES PENDANT LA TRANSITION ET L'ÉVOLUTION DE LA RELATION DE CRÉDIT

Tout d'abord, l'évolution de la *dette brute des entreprises*, calculée en indices réels (tableau 3), montre des profils de baisse forte en Roumanie et en Bulgarie, qui se poursuivent au-delà de la première année de réforme ; la Hongrie suit une évolution comparable mais atténuée, dans un contexte nettement moins inflationniste. Dans le cas de la RFTS mais aussi de la Pologne, on observe au contraire une reprise assez rapide du crédit, après un ajustement initial limité dans le premier cas, et très fort dans le second (respectivement 25% et 75% de baisse au cours du premier trimestre de la stabilisation).

Tableau 3. *Évolution du crédit bancaire brut aux entreprises, en termes réels*

(indices moyens annuels, base 100 en 1990)

	1990	1991	1992	1993
Bulgarie*	(100)	36	26	21
en monnaie nationale	(100)	25	21	16
Hongrie	100	95	90	88
Pologne	100	183	172	154
RFTS, puis République tchèque seule	100	81	83	90
Roumanie	100	75	36	26

* 100 = 4^{e} trimestre 1990.

Définition. Les encours de crédits diminués des dépôts bancaires, déflatés par l'indice des prix à la production sont présenté en moyennes sur cinq trimestres (IPC pour la Bulgarie).

L'indice du contenu en crédit de la production industrielle, mesuré par le ratio du crédit brut réel, divisé par l'indice de la production industrielle (tableau 4), souligne d'abord l'effondrement de la relation de crédit en Roumanie et en Bulgarie, puis des dynamiques plus complexes en Europe centrale. Ainsi une rupture nette apparaît au premier trimestre de la transition en Pologne, et en une moindre mesure en Tchécoslovaquie, (baisse de 70 % et de 12 % respectivement de l'indice), cette dernière connaissant ensuite une reprise régulière qui se prolonge sur toute la période étudiée. En revanche, après une phase d'« absorption » du choc initial, la reprise du crédit s'interrompt en Pologne au bout de deux ans, de

Tableau 4. *Indice du contenu en crédit brut de la production industrielle*

	1990	1991	1992	1993
Bulgarie*	(100)	30	22	20
Hongrie	100	117	124	119
Pologne	100	147	166	159
RFTS, puis République tchèque seule	100	107	137	159
Roumanie	100	87	54	42

* 1990 : 4e trimestre ; l'indice inclut la dette en monnaie nationale.
Définition. Indice du crédit brut déflaté par les prix à la production et divisé par l'indice de la production industrielle ; moyennes annuelles calculées sur quatre trimestres.

manière cette fois-ci comparable à la Hongrie, qui n'a pas expérimenté toutefois de décrochage initial. On relève alors que dans le premier cas au moins, ce second infléchissement intervient au moment exact de la reprise de la production industrielle (2e trimestre de 1992) : cela peut être interprété comme le signe que les entreprises qui contribuent à cette reprise sont vraisemblablement peu endettées et surtout qu'elles ne cherchent pas *a priori* à accroître leurs encours. On confirmerait indirectement, dans ce cas, les indications qualitatives selon lesquelles la reprise polonaise repose sur un niveau élevé d'autofinancement, permettant de pallier le rationnement massif du crédit au entreprises (éviction par le budget et forte adversité au risque des banques). Cela devrait être également valable pour la Hongrie, mais dans un contexte où ces contraintes sur l'offre de crédit ont été beaucoup plus fortes, notamment lors de la crise bancaire de 1992-1993 (échec de la première recapitalisation).

Les dépôts des entreprises dans les banques (tableau 5) permettent alors d'apprécier le lien entre l'accès au crédit brut et la contrainte de trésorerie sur les entreprises. Celui-ci ressort nettement, dans un cadre restrictif (Pologne et Hongrie) comme, à l'inverse, dans celui plus accommodant de la RFTS, où une part non négligeable des nouveaux crédits accordés d'une période sur l'autre est couverte, en valeurs agrégées, par un accroissement parallèle des dépôts[1].

Tableau 5. *Dépôts bancaires des entreprises*

(en % du PIB)

	1990	1991	1992	1993
Bulgarie*	40	25	26	21
Hongrie	13	16	16	15
Pologne	7	8	8	7
RFTS, puis République tchèque	20	17	23	26

* 4e trimestre 1990.
Définition. Moyennes des encours en fin de période sur cinq trimestres, rapportées au PIB.

1. Ces données agrégées ne donnent pas d'information micro-économique directe sur la contrainte de trésorerie. Deux cas types peuvent donc ressortir : soit une proportion importante d'entreprises a à la fois une dette et des avoirs importants, soit on a implicitement un dualisme marqué entre entreprises fortement endettées très liquides. Les instruments de placements ou bien non bancaires restent peu développés dans l'ensemble de la région.

Une situation comparable s'observe en Bulgarie, dans un contexte de baisse continue de la production industrielle, de la profitabilité des entreprises, et plus généralement de la discipline de paiements (augmentation des prêts non performants, arriérés d'impôts, dérive des coûts salariaux, etc.). Dans ce cas, un risque majeur à moyen terme est donc qu'un éventuel resserrement de la contrainte de trésorerie n'entraîne pas tant un effort accru d'ajustement, qu'une nouvelle détérioration de la relation banque/entreprise, dans un contexte où l'accroissement des déficits de tous les agents publics deviendrait de plus en plus difficile à gérer[1].

Les nouveaux crédits bruts obtenus par les entreprises, exprimés en pourcentage des intérêts dus sur la même période (tableau 6), permettent alors de mesurer l'orientation plus ou moins restrictive de la distribution du crédit, indépendamment du poids relatif des stocks de dette initiaux. Par rapport aux tableaux précédents, cela permet de faire ressortir d'une part le véritable *credit crunch* hongrois, en 1992, puis la position intermédiaire de la Pologne et de la Bulgarie, et de nouveau l'exception tchécoslovaque : les entreprises dans ce pays n'ont jamais eu, en moyenne, à faire la preuve de leur capacité à servir une fraction de leurs intérêts à partir de leurs résultats opérationnels. Cela permet de mieux apprécier la relative santé affichée par les banques tchèques, mais aussi, compte tenu des volumes en jeu, les risques encourus en cas de consolidation difficile : la recapitalisation des banques hongroises a coûté au total 9% du PIB, pour une dette brute initiale des entreprises de 32% du PIB (respectivement 2,2% et 25% en Pologne), à comparer à un encours brut de 63% en République tchèque, fin 1993[2].

(en % des intérêts nominaux dus – est.)

	1990	1991	1992	1993
Bulgarie	nd	74	41	12
Hongrie	83	45	– 4	29
Pologne	51	96	55	77
RFTS, puis République tchèque	44	162	110	132

Définition. La variation des encours bruts nominaux en fins de périodes ($t/t-1$) est rapportée aux montants d'intérêts dus en t (taux du trimestre t appliqué à l'encours en $t-1$) ; les calculs sont faits sur une base trimestrielle, à partir des séries de taux prêteurs publiées par les Banques centrales ou le FMI.

Enfin, le *flux net de ressources entre les entreprises et les banques* (variation du crédit brut diminuée des intérêts, tableau 7) permet d'intégrer à l'analyse les effets de volumes tenant à la fois aux encours de dette et aux niveaux des taux d'intérêt réels[3]. On peut alors vérifier le constat non trivial qu'à l'exception de

1. On peut se référer ici aux analyses de l'Agency for Economic Cooperation and Development (Sofia).

2. Sgard [1995]. Les autorités tchèques ont également procédé à des recapitalisations depuis 1992, mais pour des montants plus limités et selon une approche au cas par cas.

3. Ces données s'interprètent donc plus en termes de *cash-flow* et de contrainte sur le flux de revenu de l'entreprise qu'en termes de variations de bilan. Par rapport au données du tableau 5, un indice inférieur à 100 démarque des versements d'intérêts supérieurs aux nouveaux crédits obtenus, et donc un transfert net positif des entreprises vers les banques.

Tableau 7. *Flux nets de ressources entre les banques et les entreprises*

(en % du PIB, sur la base des dépôts)

	1990	1991	1992	1993
Bulgarie	nd	– 6	– 16	– 24
prêts non performants/total	*8 %*	*17 %*	*43 %*	*47 %*
Hongrie	– 1,2	– 5,7	– 9,3	– 4,5
prêts non performants/total	*nd*	*35 %*	*35 %*	*52 %*
Pologne	– 12,8	– 0,3	– 3,0	– 1,2
RFTS, puis République tchèque	– 0,8	+ 5,1	+ 0,8	+ 2,8

Définition. La variation de l'encours brut nominal $t/t-1$ est diminuée des intérêts dus pendant la période t, calculés selon la même méthode que pour le tableau 6 ; cette estimation du flux net de ressources est ensuite rapportée au PIB de l'année t. Les flux relatifs aux dépôts des entreprises (retraits, versements et paiement d'intérêts) ne sont pas pris en compte, pas plus que les opérations en devises. Un signe négatif correspond à un flux net des entreprises vers les banques. (voir également la note au bas du tableau 1, sur l'impact des recapitalisations).

la RFTS la règle est à *un transfert de ressources vers le reste de l'économie*, selon des ordres de grandeur significatifs d'un point de vue macro-économique : de 1,5% du PIB en moyenne entre 1991 et 1993 en Pologne, à 6,5% en Hongrie et 16% en Bulgarie. Bien qu'il serait difficile de mesurer l'impact différentiel de ces transferts *dus*, on voit mal comment l'ajustement des entreprises comme la solvabilité des banques n'aient pas souffert de cette situation. Cela paraît assez clair dans les deux derniers cas où, à la fin de 1993, plus de la moitié des prêts aux entreprises étaient non performants.[1] On constate que, dans le cas de la Hongrie, la dette brute performante, diminuée des avoirs bancaires des entreprises, montrait que globalement, celles-ci étaient créditrices des banques à hauteur de 2,5% du PIB[2].

Plus généralement, ces ruptures montrent ce qu'aurait pu conclure à l'avance toute analyse micro-économique, à savoir qu'un tel drainage des entreprises n'était pas viable et devait fatalement déboucher sur une rupture de paiement, dans la relation banque/entreprise. En outre, en Bulgarie, cette crise s'est déplacée en 1994 vers la Banque centrale, sous la forme d'une monétisation de la dette non performante. En Hongrie, on peut estimer qu'elle était, dans une large mesure, la contrepartie du choix politique d'éviter *à tout prix* la renégociation de la dette extérieure (75% du PIB en 1991) : outre les ménages, les principaux bénéficiaires de ce transfert ont été en effet les créditeurs étrangers, *via* le financement du déficit public[3]. Cette contrainte financière majeure devrait donc continuer de peser lourdement à l'avenir sur la solvabilité *externe* de ce pays. *A contrario*, la reprise plus rapide de la production en Pologne, comme une recapitalisation bancaire moins coûteuse, pourraient s'expliquer pour partie par de moindres transferts de revenus vers le reste de l'économie. Cela apparaîtrait

1. Y compris les crédits rachetés par l'État, fin 1992. La ratio des fonds propres aux engagements risqués était estimé à – 6% à la fin 1993. Cf. Dittus [1994] et Sgard [1994].

2. Avant recapitalisation.

3. Le déficit public hongrois a représenté 4,9% du PIB en 1991, puis 7,1% et 6% au cours des deux années ultérieures ; les intérêts sur la dette extérieure, assumés par la puissance publique, s'élevaient respectivement, ces années-là, à 4,3, 3,4 et 3,1% du PIB.

alors comme le résultat d'une stratégie de gestion des « vieilles dettes » exactement inverse à celle de la Hongrie : 50% du coût d'amortissement de la dette extérieure ont en effet été transmis aux créditeurs[1], alors que la dette intérieure avait été massivement réduite par l'inflation de la fin des années 1980, *avant* la remonétisation et le passage à un régime de contraintes financières dures.

RECONSTRUIRE UNE RELATION DE CRÉDIT PERFORMANTE

La thèse selon laquelle les récessions est-européennes auraient été inutilement prolongées par une distribution de crédit insuffisante paraît au total affaiblie, mais dans des termes qui doivent être nuancés : nulle part, la reprise de la production semble être associée à un relâchement délibéré de la politique monétaire ; si tel est le cas pour la République tchèque, on a vu que la perspective d'une consolidation financière à terme n'était pas sans présenter des menaces pour la stabilité du système bancaire et, indirectement, pour le succès des privatisations et la poursuite de la reprise. Cela étant, le cas de la Pologne, où politique restrictive et ajustement réels sont allés de pair, doit aussi être opposé à celui de la Hongrie qui montre bien ce qu'il en coûte d'« aller trop loin », sous la pression notamment d'un déficit public excessif.

Ces exemples montrent également que l'orientation globale de la politique monétaire n'est pas suffisante pour définir l'évolution de la relation de crédit pendant la transition : est au moins aussi importante, pour la consolidation de la discipline de paiement, l'évolution qualitative, « micro-institutionnel », de la relation entre l'actionnaire public et les grandes banques commerciales, comme entre celles-ci et les entreprises : capacité à développer des programmes de restructurations adéquats, renforcement de la supervision bancaire, amélioration de la gestion des prêts non performants, capacité de *monitoring*, etc.. Un bon équilibre entre ces deux catégories de variables explique sans doute le bilan relativement satisfaisant de la Pologne, contrairement aux cas hongrois et surtout bulgare : une pression « nominalement » excessive sur les entreprises a conduite à des situations de rupture de paiement, qui ont contribué à détruire la crédibilité des arrangements institutionnels et à ouvrir la voie à des dynamiques d'aléa moral extrêmement coûteuses. Dans le contexte de la transition, l'aléa moral n'est que le signe du refus de l'ajustement et du rejet des règles formalisées sans lesquelles une économie de marché ne peut fonctionner de manière raisonnablement stable.

Ainsi la stratégie d'ajustement des entreprises doit reposer, d'une part, sur une pression continue à l'ajustement ; et, de l'autre, sur la maitrise du risque de rupture, qui peut se développer d'autant plus facilement, sur une grande échelle, que les institutions économiques comme la discipline contractuelle restent faibles et contestées. C'est sur cette voie étroite que pourra être reconstruite la relation de crédit qui, si elle n'est pas aujourd'hui à peu détruite, reste peu à même, dans toutes les économies en transition, de contribuer aux restructurations comme au financement de la croissance.

1. En l'occurrence, les contribuables des États créanciers (club de Paris) et les actionnaires et, le cas échéant, les déposants des banques commerciales (club de Londres).

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

ABEL I., SIKLOS P. [1993], « Constraints On Enterprise Liquidity and Their Impact on the Monetary Sector in Formerly Centrally Planned Economies », *Discussion Paper*, n° 841, CEPR.

BONIN J., SZEKELY I. (eds) [1994], *The Development and Reform of Financial Systems in Central and Eastern Europe*, Londres, Edward Elgar.

CALVO G., KUMAR M.S. [1993], « Financial Markets and Intermediation », dans IMF, *Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe*. Occasional Paper n° 102.

CALVO G., KUMAR M.S. [1994], « Money Demand, Bank Credit, and Economic Performance in Former Socialist Economies », *Working Paper*, n° 94/3, IMF.

CARLIN W., REENEN J. van, WOLFE T. [1994], « Enterprise Restructuring in the Transition : an Analytical Survey of the Case Study Evidence Form Central and Eastern Europe », *Working Paper*, n° 14, EBRD.

CSAKI G. [1993], « Recent Improvements in Hungarian Banking », *Working Paper*, n° 27, Institute of World Economics.

DITTUS P. [1994], « Corporate Governance in Central Europe, the Role of Banks », *mimeo*, BIS.

« System Change in Eastern Europe : Lessons of the First Four Years », *Journal of Comparative Economics*, 19, (1), août 1994.

MULLINEUX A., BELKA M. [1993], « Hardening Micro Budget Constraints : Bank Behaviour and Corporate Governance in Poland », *Working Paper*, n° 93-08, The University of Birmingham/International Finance Group.

PINTO B., BELKA M., KRAJEWSKI S. [1993], « Transforming State Enterprises in Poland : Microeconomic Evidence on Adjustment », *Working Paper* WPS, n° 1101, World Bank.

PIPER R.P., ABEL I., KIRALY J. [1994], « Transformation at a Crossroads, Financial Sector Reform in Hungary, the Joint Hungarian-International Blue Ribbon Commision », Budapest.

SGARD J. [1995], « Recapitalisation des banques et aléa moral en Hongrie et en Pologne », *Revue économique*, mars 1995.

STIGLITZ J.E. [1993], « Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies », *Occasional Papers*, n° 38, International Center for Economic Growth.

WIJNBERGEN S. van [1994], « On the Role of Banks in Enterprise Restructuring : the Polish Example », *Discussion Paper*, n° 898, CEPR.