HAL
open science

Recapitalisations des banques et aléa moral en Hongrie et en Pologne

Jérôme Sgard

To cite this version:

Jérôme Sgard. Recapitalisations des banques et aléa moral en Hongrie et en Pologne. Revue Economique, 1995, 46 (2), pp.481 - 500. 10.2307/3502200 . hal-03585854

HAL Id: hal-03585854

https://sciencespo.hal.science/hal-03585854v1

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.

Recapitalisations des banques et aléa moral en Hongrie et en Pologne

Jérôme Sgard *

Cet article analyse les programmes hongrois et polonais de recapitalisation bancaire mis en œuvre depuis 1992 et les réintègre dans le processus plus long de restructuration des systèmes financiers. On montre notamment comment ils ont eu des effets nettement opposés en raison principalement de dispositifs divergents de contraintes et d'incitations micro-économiques. Il apparaît, en particulier, que le risque d'aléa moral est renforcé, dans le contexte de la transition, par la situation de capture des banques par les grandes entreprises, et plus généralement par la résistance de nombreux agents au renforcement des contraintes concurrentielles et financières.

Classification *JEL* : G2, G2, P3, P5.

INTRODUCTION

Les deux premières années de la transition est-européenne ont été dominées par l'objectif de stabilisation macro-économique, notamment sous la forme du contrôle des déficits budgétaires et du freinage de l'inflation. En dépit de difficultés qui restent importantes – on peut penser au double déficit hongrois –, les politiques restrictives suivies depuis lors ont permis globalement d'atteindre et de préserver ces objectifs. Aussi, le débat sur les politiques de réforme s'est déplacé depuis la fin de 1991 vers le volet micro-économique de la transition, et singulièrement vers les privatisations : celles-ci devaient permettre d'achever la construction d'économies dominées par l'initiative privée, où l'intervention de l'État serait limitée à un domaine précis, stable et soumis à des règles de droit.

À cet objectif institutionnel s'ajoutait toutefois celui d'un renforcement de la discipline micro-économique : l'accélération des restructurations par les nouveaux propriétaires devait permettre d'encadrer l'objectif de maximisation du taux de profit dans des contraintes budgétaires dures, notamment par un accès plus difficile aux ressources publiques et autres rentes de situation. En somme, des entreprises mieux gérées pourraient croître et enrichir leurs propriétaires,

* 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.

tout en réduisant le flux des pertes micro-économiques qui, cumulées, font des déficits macro-économiques déstabilisateurs et contraignent à maintenir un contrôle étroit sur la demande effective. Dans un tel cadre, la soutenabilité macro-économique du processus de transition dépend donc du délai nécessaire pour achever la privatisation, et plus généralement l'ajustement micro-économique. Tant qu'une part importante des entreprises continue de faire des pertes, d'accumuler des arriérés ou de ne pas payer sa dette bancaire, la stabilisation acquise en 1990-1991 reste fragile parce que reposant trop exclusivement sur les instruments de contrôle macro-économiques, en particulier la politique monétaire.

Cette situation de *dissonance systémique* entre contraintes macro-économiques et indisciplines micro-économiques caractérise donc en propre la situation actuelle et permet de l'établir dans un horizon borné : soit on parviendra à construire de véritables agents décentralisés, soumis à des contraintes financières dures et normés par la recherche du profit ; soit l'échec à donner ainsi des fondements micro-économiques solides au nouveau régime macro-économique l'affaiblira progressivement, jusqu'à conduire à une situation de *trappe d'endettement,* ouvrant éventuellement sur une nouvelle phase inflationniste. Ce scénario constitue sans doute actuellement la principale menace pesant sur les économies en transition.

Cette situation fait ressortir aussi la position centrale des banques, qui concentrent ces tensions sous-jacentes dans leurs comportements vis-à-vis des entreprises comme dans leurs bilans comptables, et constituent ainsi un point d'observation exceptionnel sur les progrès et les revers de la transition. En effet, l'insolvabilité ou le refus des entreprises de servir entièrement leur dette se traduit par une moindre rémunération de l'actif des banques qui, si elle devient trop massive ou trop durable, met nécessairement en question la rémunération et donc la valeur actuelle des dépôts, inscrits au passif – c'est-à-dire essentiellement l'épargne des ménages. Tel est le cas quand les intérêts impayés sont capitalisés sous la forme de nouvelles lignes de crédit : cela permet de dissimuler pendant un temps les pertes implicites d'une banque, mais se traduit aussi par une dégradation régulière de sa solvabilité et inévitablement, à terme, par un appel de fonds à l'État ou à la Banque centrale. Dès lors, c'est la crédibilité de la politique monétaire qui est affaiblie, voire à terme détruite : la détérioration de la qualité micro-économique des contreparties de la masse monétaire sape progressivement la valeur de cette monnaie comme bien public.

La place prééminente des banques tient également à leur rôle opérationnel dans la poursuite des restructurations. Alors que les relations de commandement direct par l'État sont depuis longtemps contre-productives, les banques sont un des leviers les plus efficaces pour peser indirectement sur l'ajustement des entreprises, à travers la politique de monétaire, mais aussi par l'évolution de la réglementation bancaire, et plus généralement du cadre institutionnel régulateur de la nouvelle relation banque/entreprises : relation entre la position d'actionnaire et de créditeur, contraintes de solvabilité, efficacité de la supervision, segmentation du marché, degré de concurrence, *monitoring* des entreprises, contrôle des risques systémiques, etc.

C'est dans ce cadre à la fois institutionnel et micro-économique que doivent être analysés les programmes de recapitalisation lancés depuis 1992. Leur caractère stratégique tient à ce qu'elles sont des opérations discrètes, complexes, et dotées d'une capacité d'impact sans commune mesure, tant sur

les comportements que sur les régulations macro-économiques. Elles représentent dans le processus de restructuration bancaire l'opération la plus massive et la plus risquée qui soit[1]. Dans le meilleur des cas, elles peuvent donner aux banques des marges de manœuvre décisives, qu'elles n'auraient jamais conquises seules et qui leur permettent de reconstruire la relation de crédit sur de nouvelles bases ; meilleure allocation du capital et ajustement plus rapide des entreprises publiques pourront alors ouvrir sur une accélération non inflationniste de la croissance. En cas d'échec, en revanche, on peut aboutir rapidement à un régime de recapitalisation chronique des banques, c'est-à-dire à des subventions massives des entreprises. Le risque majeur est de voir alors s'étendre une situation d'aléa moral, conduisant à un relâchement des contraintes financières, à une éviction accrue des entreprises ajustées et enfin à des tensions plus fortes sur la monnaie.

La suite de cet article compare les recapitalisations polonaises et hongroises de 1992-1993. On montre, dans un premier temps, comment elles se sont inscrites dans le processus long de restructuration des systèmes bancaires engagé depuis la fin des années quatre-vingt (partie 2). Ensuite, on présente les programmes de recapitalisation proprement dits et leur impact immédiat sur l'évolution de la relation de crédit (parties 3 et 4). Enfin, on tire un certain nombre de conclusions plus générales sur les conditions de succès de ces opérations dans le contexte de la transition, et sur l'avenir des systèmes financiers est-européens (partie 5).

QUATRE ÉTAPES DANS L'ÉVOLUTION DES BANQUES COMMERCIALES DEPUIS LA FIN DES ANNÉES QUATRE-VINGT

Il serait certainement du plus grand intérêt que, suivant l'exemple de l'ethnologue ou du géographe, l'économiste « descende sur son terrain » de temps à autres et aille observer, dans des cas forcément très particuliers, comment les ajustements micro-économiques qu'il formalise ont été concrètement mis en œuvre, acceptés, et éventuellement détournés de leurs fins. Dans le cas de la transition, l'exploration de la micro-histoire des banques est-européennes serait sans aucun doute un sujet particulièrement riche, bien que demandant une collecte d'information particulièrement abondante et diversifiée.

À défaut par conséquent de disposer du temps, de la patience et de la ruse nécessaires, on peut tenter de distinguer à titre d'hypothèse quatre temps dans cette brève histoire. En perspective, ils schématisent l'évolution par laquelle des fragments des anciennes monobanques ont été découpés plus ou moins arbitrairement, puis transformés progressivement en de véritables agents micro-économiques, orientés par la maximisation du taux de profit et capables d'animer un marché du crédit concurrentiel. Ce processus inédit d'*institution* d'une nouvelle catégorie d'agents décrit aussi le passage d'un système d'intermédiation centra-

1. Voir notamment Sundarajan et Balino [1991].

lisé, fondé sur le prélèvement fiscal et des contraintes budgétaires faibles, à une intermédiation financière décentralisée, assurée par des intermédiaires spécialisés, soumis eux-mêmes à des contraintes budgétaires dures. D'une *allocation administrative* de ressources, sans véritable contrepartie, on passe donc progressivement à une relation contractuelle, créatrice d'engagements réciproques (un actif et un passif), garantis en principe par un droit commercial privé. C'est entre autres cet approfondissement temporel de la relation qui rend possible le durcissement des contraintes qui lui sont attachées. Cette relation apparaît ainsi comme le vecteur d'une nouvelle discipline économique, portée directement par les agents, et non plus par un appareil de commandement, construit et manipulé par un unique agent central. Quelles sont les principales phases de ce processus complexe ?

Première étape. La création d'un système bancaire à deux niveaux s'est traduite par la mise en place d'une Banque centrale à même en principe de faire peser une contrainte de refinancement sur les nouvelles banques commerciales[1]. Ces dernières ont reçu un stock d'actifs, essentiellement des prêts aux entreprises publiques, distribués de manière plus ou moins aléatoire[2], ainsi que des dépôts transférés le cas échéant à travers la Caisse d'épargne ; enfin, dans de rares cas (ancienne Tchécoslovaquie), une dotation en capital est venue compléter ces nouveaux passifs bancaires, de même, le cas échéant, qu'une partie plus ou moins importante de la dette extérieure (Bulgarie). Pendant cette première phase, les conditions de fonctionnement de ces nouveaux intermédiaires financiers ont toutefois peu évolué, en raison notamment de leurs compétences limitées, d'un niveau de concurrence faible sinon nul, de la régulation forte des taux d'intérêt, etc. Cette situation traduisait en fait la double dépendance maintenue de ces banques émergentes envers les pouvoirs publics, qui contrôlaient toujours étroitement la nouvelle Banque centrale, et envers les grandes entreprises publiques dont elles restaient largement captives.

Deuxième étape. Malgré leur faiblesse institutionnelle, les nouvelles banques commerciales ont joué pendant la phase de stabilisation macro-économique un rôle central pour transmettre aux agents des politiques monétaires très strictes. Encadrement du crédit et hausse brutale des taux d'intérêt ont été utilisés simul-

1. Il existait certes, dans la plupart des pays, des institutions spécialisées, notamment une banque du commerce extérieur et une caisse d'épargne. Leurs relations avec la monobanque n'étaient toutefois aucunement comparables à celle qu'impose une Banque centrale, mais restait strictement dans le cadre logique et comptable de transactions entre administrations centrales.

2. Ainsi les neuf banques commerciales créées en Pologne en 1988 avaient essentiellement une base régionale, sans qu'il leur ait été interdit d'étendre celle-ci par le suite ; en Bulgarie, plusieurs dizaines de banques ont été créées sur une base essentiellement sectorielle, ce qui s'est traduit notamment par le maintien de relations fortes avec les anciens ministères techniques. Cette différenciations ressort partiellement, mais de manière beaucoup plus diffuse entre les quatre principales banques commerciales hongroises, mais n'est pas sensible en République tchèque et slovaque où deux banques seulement ont hérité, en 1990, de l'essentiel du portefeuille de prêts aux entreprises. La plupart des pays ont conservé et géré de manière relaitvement autonome des banques agricoles.

tanément à cette fin. Ces banques ont également contribué à réduire progressivement le niveau de « bruits », initialement très élevé sur le plan micro-économique : une première discipline micro-économique a pu être imposée à des entreprises qui cherchaient surtout, dans un tout premier temps, à transférer choatiquement à leurs partenaires leurs propres contraintes d'ajustement, sous la forme d'arriérés de paiements multiples (entre elles comme envers les banques, leurs salariés, l'État et les caisses de Sécurité sociale). En ce sens, la concentration et la réduction progressive de ces flux sur les banques apparaissaient, un peu paradoxalement, comme le signe d'une première normalisation des relations de paiement ; celles-ci permettaient du même coup que la relation critique entre Banque centrale et banques de second rang fonctionne et donne une certaine durée aux stabilisations. Le refus par les agents de cette discipline minimale aurait en effet conduit à un échec rapide – l'expérience russe depuis 1992 en est peut-être le meilleur exemple.

Troisième étape. Une évolution décisive, quoique plus progressive, correspond au moment où, dans un contexte macro-économique globalement stabilisé, l'État et les banques ont pris la mesure des effets destructeurs d'une accumulation incontrôlée de prêts non performants. Ce tournant témoigne ainsi d'une étape supplémentaire dans le renforcement des banques, comme agents dotés d'une fonction d'objectifs et de contraintes propres face notamment aux autorités budgétaires et monétaires. Il s'est illustré en particulier par un élargissement de leurs priorités de gestion, d'un calcul de court terme axé sur la contrainte de liquidité, à la prise en compte d'un objectif de solvabilité, qui appartient plutôt au moyen terme, et qui suppose une appréhension beaucoup plus synthétique de l'ensemble des contraintes portées par leur bilan : ratios de fonds propres, structures de portefeuille, mesure des risques, suivi des engagements, prévisions de cash-flow, etc. En ce sens, « découvrir » la valeur d'un bilan, comme objet comptable et instrument de gestion, marquait une rupture qualitative de premier plan : à l'évidence, une agence administrative en charge de la distribution de ressources budgétaires n'a, par définition, ni de valeur nette ni de bilan économiquement significatifs.

Assez logiquement, la relation avec les pouvoirs publics, jusque-là fortement centrée sur la Banque centrale, a elle aussi rapidement évolué, sur plusieurs plans à la fois. C'est ainsi qu'a émergé en quelques mois le thème de la nécessaire recapitalisation des banques, de même que se sont accélérées la différenciation et l'autonomisation de deux fonctions centrales – la supervision, comme activité de régulation de l'activité bancaire, et la fonction d'actionnaire[1]. Ce second élément s'est traduit par exemple, au moment de la « commercialisation » des banques polonaises, à la fin de 1991, par la mise en place d'une structure de direction à conseil de surveillance, qui redéfinissait à la fois le rôle stratégique de la tutelle et le principe de l'autonomie de gestion de la direction. En ce sens on admettait qu'avant même la privatisation il était nécessaire d'adapter juridiquement la relation principal/agent héritée du régime d'économie administrée. Par ailleurs, des enquêtes sur panel d'entreprises ont montré ultérieurement que cette évolution de la relation entre les banques et l'État a elle-même contribué à

1. On trouvera une description détaillée de ces mesures dans Dittus [1994].

durcir la relation de crédit et donc à accroître les contraintes d'ajustement sur les entreprises publiques (voir notamment Pinto et al. [1993]).

Quatrième étape. La transformation complète des banques en agents micro-économiques autonomes signifiera qu'a enfin été mise en place une intermédiation financière entièrement régie par des principes de concurrence et de contrainte financière dure. Alors que cette dernière phase reste vraisemblablement encore à venir, le signe le plus clair de son succès sera la solvabilité durable des banques commerciales : non pas l'absence de pertes ponctuelles, puisque cela est une composante normale de toute activité de crédit, mais la capacité de les amortir sur la base des seuls fonds propres des banques (capital social, prêts subordonnés et provisions pour pertes). Un tel résultat supposera que le stock existant de prêts non performants ait été amorti et que les banques aient été dotées d'une base de capital adéquate. *A contrario* tant que l'État ou la Banque centrale devront être appelés régulièrement à la rescousse, cette quatrième phase de la transition bancaire restera en attente : la distribution de crédit continuera de recouvrir un élément plus ou moins important de subvention, c'est-à-dire un transfert de ressources sans contrepartie forte, porteur par conséquent d'un risque d'aléa moral. Réussir au plus vite le passage à cette quatrième phase apparaît donc comme l'enjeu spécifique des recapitalisations mises en œuvre depuis 1992.

L'ÉCHEC DE LA PREMIÈRE RÉCAPITALISATION HONGROISE

Le renflouement des banques hongroises en 1992 et en 1993

Comme dans la plupart des économies en transition, le problème des prêts non performants n'a été entièrement pris en compte qu'à partir de 1992, bien qu'il répondait à des causes souvent nettement antérieures : distribution du crédit très aléatoire avant 1990, pression de la dette extérieure, récession industrielle, démantèlement du CAEM, annulations de projets industriels bilatéraux avec l'ancienne Union soviétique, etc. Cela explique que l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur les faillites, en avril 1992, a précipité le dépôt de bilan de plus de 14 000 entreprises, privées et publiques. Deux conséquences très négatives en ont découlé : d'une part, les tribunaux de commerce ont été débordés, ce qui a limité leur capacité à restructurer ces firmes ; d'autre part, dès le premier incident de paiement, les banques créditrices ont dû classer en prêts non performants *tous* leurs avoirs sur ces entreprises, ce qui a accentué un problème massif d'insolvabilité. Cela s'est traduit immédiatement par un accroissement important de l'écart moyen entre les taux prêteurs et emprunteurs des banques : de 7,6 points de pourcentage en moyenne en 1991, la marge d'intermédiation est passée à 8,7 points au premier semestre 1992 et 12,6 au second semestre.

Comptablement, le montant des prêts non performants est passé de 148 milliards de forints hongrois (HUF) à la fin de 1991 (13 % des engagements totaux des banques, 18,5 % de la dette bancaire totale des entreprises), à un total de 288 milliards à la fin de 1992 (respectivement 17,6 % et 35,7 % ;

voir tableau 1)[1]. Dans le même temps, le montant requis de provisions pour risques augmentait plus rapidement encore, passant de 83 à 181 milliards, en raison d'un accroissement plus rapide des catégories de prêts les plus mauvaises[2]. Considérant les provisions déjà constituées ainsi que les capacités d'autofinancement des banques, on estimait alors que 60 milliards de forints (700 millions de dollars) devaient être apportés aux banques pour mettre leurs ratios de fonds propres au niveau exigé par la législation hongroise. Si les recommandations de la Communauté européenne et de l'accord de Bâle (ratio Cooke) avaient été suivies, cette somme aurait dû être portée à 160/170 milliards de forints (1,9 à 2 milliards de dollars). En d'autres termes, à la fin de 1992, l'ensemble du secteur bancaire hongrois était techniquement en faillite, avec une valeur nette négative de son bilan.

Cette situation a précipité le lancement d'un programme de recapitalisation de grande ampleur, achevé dès la fin mars 1993[3]. Techniquement, plutôt que d'accroître directement les fonds propres des banques en leur laissant la gestion de la dette, l'État a racheté un stock de crédit d'une valeur faciale de 102 milliards de forints, pour un prix total de 79 milliards, soit une décote de 22,5 %[4]. Les prêts échangés contre des Bons du Trésor ont été, pour leur plus grande part, attribués à une caisse d'amortissement[5], l'État conservant par ailleurs la gestion directe de la dette de certaines grandes entreprises publiques.

Ce programme s'est révélé un échec massif et quasi immédiat. Au lieu de permettre une première stabilisation des banques, il a entraîné une accélération de l'accumulation des prêts non performants : de 288 milliards à la veille de la recapitalisation, ils ont été ramenés à 186 milliards par cette opération, à la fin décembre 1992, puis sont passés à 229 milliards en juin 1993 et à 351 milliards à la fin de cette même année (tableau 1). En d'autres termes, le volume des prêts non performants a augmenté de 79 % en termes réels en 1993, et représentait alors près la moitié de la dette totale des entreprises, contre 18,5 % deux ans auparavant. Cela s'est traduit logiquement par l'affichage de pertes d'exploitation massives en 1993, de l'ordre de 3,8 % du Pib pour les quatre principales banques commerciales, et 4,7 % pour l'ensemble du système bancaire (filiales de banques étrangères exclues). Cette accélération des pertes des banques peut également être rapportée à l'accroissement de la masse monétaire M3 : la part

1. Voir Ministry of Finance [1993] et National Bank of Hungary [1994].

2. À partir du début de 1992, la législation hongroise a imposé que les banques classent tous leurs prêts risqués en cinq catégories, de qualité décroissante ; les trois plus mauvaises constituent l'ensemble des prêts non performants, la dernière catégorie correspondant à des situations durables de non-service ainsi qu'aux avoirs sur des entreprises en dépôts de bilan.

3. Son impact sur le bilan des banques comme sur les agrégats monétaires publiés par la Banque centrale est cependant entièrement répercuté au début de janvier 1992. D'autres recapitalisations partielles avaient déjà été réalisées au cours des deux années antérieures, notamment celle des prêts hypothécaire des ménages.

4. Voir, pour ces technique alternatives : Begg et Portes [1992] et OCDE [1993] : dans le cas d'espèce, National Bank of Hungary [1994].

5. State Development and Investment Company, ou MBFB, l'abréviation de sa raison sociale hongroise. Dans un premier temps, les bons du Trésor cédés aux banques ne devaient être servis qu'à hauteur de 50 % des taux en vigueur mais cette forme d'« habillage de bilan » a rapidement été abandonnée.

Tableau 1. *La dynamique des prêts non performants en Hongrie, 1991-1993*

	Décembre 1991	Décembre 1992*	Juin 1993	Décembre 1993*
Total prêts non performants	148	288	229	351
en dollars US	1,96	2,14	2,5	3,49
croissance réelle	–	73 %	(22 %)	79 %
Accroissement en % de l'accroissement total de M3		45 %	54 %	64 %
Prêts n.p./engagements total des banques	13 %	17,6 %	13,2 %	17,4 %
Prêts n.p./crédit domestique aux entreprises	18,5 %	35,7 %	31,3 %	45,7 %
Montant des recapitalisations en Mds de HUF		102		260
en % du Pib	–	2,5 %	–	6,5 %

* Avant recapitalisation.
Sources : Ministry of Finance [1993], National Bank of Hungary [1994], Antal [1994], Csaki [1993].

Tableau 2. *Rentabilité des banques hongroises*, 1990-1993*

(en %)

	1991	1992	1993
Bénéfice net/actif total (après taxes)	0,7	– 0,8	– 7,9
Bénéfice net/Pib	0,30	– 0,25	– 3,8

* Quatre principales banques commerciales.
Sources : Kopint-Datorg.

de ses contreparties correspondant à de nouveaux prêts non performants est passée ainsi de 45 % en 1992 à 54 % au premier semestre 1993 et 64 % au second semestre de la même année (tableau 2).

La conséquence de cet échec flagrant est qu'un second programme de recapitalisation a été annoncé dès juillet 1993, dont la première tranche, versée en décembre (avant la clôture des comptes annuels), s'est élevée à 114 milliards de forints (1,13 milliard de dollars) ; une seconde tranche en mai-juin 1994 a complété ces apports de fonds à hauteur de 88 milliards de forints (860 millions de dollars). L'objectif d'ensemble était de ramener le ratio de fond propre consolidé du système bancaire à 4 %, cela à partir d'une situation d'environ – 6 % à la fin 1993. Contrairement au programme de la fin 1992, la seconde recapitalisation hongroise (1993-1994) a suivi les grandes lignes du programme polonais, présenté plus bas, et semble avoir obtenu des résultats satisfaisants. Trois options ont été offertes aux banques pour assainir rapidement leur bilan, dans le cadre de négociations bilatérales avec les entreprise : *debt/equity swaps*, annulation de dettes et, sous conditions strictes, rééchelonnements[1]. Dans ce cas, les pressions sur les banques ont été d'autant plus efficaces que les dotations en capital reçues au cours des deux années antérieures

1. Voir National Bank of Hungary [1994].

leur permettaient de couvrir près de 70 % les prêts à liquider : en d'autres termes, ces crédits avaient *déjà* été socialisés et réduisaient donc significativement la base pour un comportement d'aléa moral.

Aussi, un nouvel audit du système bancaire, en juin 1994, a montré une stabilisation de la situation, avec une croissance de 2 à 4 % du volume des prêts non performants en six mois, soit une réduction en termes réels ; cette tendance semble devoir se prolonger au second semestre 1994. Une dernière intervention est toutefois prévue pour la fin de l'année : les quatre principales banques commerciales devraient recevoir de l'État des prêts subordonnés leur permettant d'afficher des ratios de fonds propres conformes à l'accord de Bâle (8 %)[1] ; les autres établissements bancaires resteront au niveau atteint après les injections de capital de juin 1994. Selon les pouvoirs publics, cette ultime opération devrait permettre d'engager, en 1995, la privatisation et la concentration des banques après avoir conclu l'épisode coûteux des recapitalisations. Deux problèmes continueront cependant de faire obstacle à la stabilisation du système bancaire hongrois : la position dominante de la caisse d'épargne OTP dans la collecte des dépôts ; ensuite la concurrence des filiales de banques étrangères qui tendent à capter la clientèle d'entreprises la plus sûre et la plus rentable ce qui affaiblit la rentabilité des banques hongroises.

L'ensemble de fonds engagés, qui financent une dette ancienne et non une nouvelle accumulation de capital, est en effet très lourd : 2,5 % du Pib pour le premier programme, 5 % pour le second. Si l'on ajoute le rachat, en 1994, pour 57 milliards de forints (570 millions de dollars), de la dette de certaines compagnies publiques (chemins de fer, etc.), l'ensemble des recapitalisations représente 3,24 milliards de dollars, soit un accroissement de la dette publique de près de 9 % du Pib ; ces montants viennent s'ajouter à ceux des déficits budgétaires sur la même période (7,4 et 7 % du Pib en 1992 et en 1993 respectivement).

Les causes de l'échec de la première recapitalisation

Il apparaît tout d'abord que la déroute de 1992-1993 ne découle ni de la « découverte » subite de mauvais prêts, passés jusque-là inaperçus ni, de manière tangible, d'une nouvelle dégradation de l'économie réelle : on a observé, en 1993, une nouvelle baisse du Pib réel (– 2,3 %), mais aussi une reprise de la production industrielle (+ 4 %). Les raisons de cet échec sont donc à chercher avant tout dans le programme de recapitalisation lui-même, et notamment dans son dispositif d'incitation micro-économique qui présentait un nombre important de vices de forme[2] :

– Ce plan n'a été ni conçu ni présenté comme l'unique et dernière opération de ce type, comme cela devrait être le cas dans toute recapitalisation. Laisser

1. Les prêts subordonnés se caractérisent par une maturité longue qui leur permet d'être inscrits parmi les capitaux propres, avec les provisions pour risques et le capital social ; à la différence de ce dernier, toutefois, il doivent être rémunérés aux taux d'intérêts du marché, ce qui accroît leur coût pour la banque et limite leur impact budgétaire.

2. La gestion du secteur bancaire par les pouvoirs publics a pu toutefois être mise en question avant cet épisode, notamment en raison des niveaux d'imposition très élevés qui ont été imposés aux banques : celles-ci ont transféré près de 4 % du Pib au fisc en 1990 et 1 % en 1991.

ouverte l'hypothèse qu'en cas d'insolvabilité les entreprises ou les banques pourraient de nouveau être renflouées au lieu d'être mises en faillite, les incite *toutes* à cesser *immédiatement* de servir leur dette et à ne pas respecter leurs engagements contractuels[1].

– L'État a choisi de manière discrétionnaire une partie importante des entreprises dont la dette a été rachetée. Cela a donc renforcé les comportements de *lobbying* et de pressions bureaucratiques, tout en rendant plus difficile le renforcement de la position des banques vis-à-vis des entreprises publiques.

– L'affaiblissement de la contrainte financière sur les entreprises publiques a également été accentué par la passivité de l'État dans la gestion de la dette rachetée, en raison notamment de la faiblesse institutionnelle de la caisse d'amortissement. En d'autres termes, l'État ne s'est pas servi de ce rachat d'actifs pour renforcer sa propre position dans la relation de principal/agent avec les entreprises publiques.

– Aucune distinction n'a été établie entre les différentes banques créditrices, plus ou moins sinistrées : les bons et les mauvais établissements ont été traités de la même manière, ce qui définit la situation d'aléa la plus élémentaire, et la plus dévastatrice. Les pouvoirs publics n'ont pas non plus saisi l'occasion pour remplacer la direction d'établissement notoirement mal gérés, ou pour les faire absorber par des banques de plus grande taille (Csaki [1993]).

– Enfin, outre ces données micro-économiques, largement suffisantes pour assurer l'échec de ce programme, celui-ci était vraisemblablement aussi condamné par son volume financier insuffisant : il permettait certes de respecter les ratios réglementaires de solvabilité, mais ne rendait pas aux banques une marge de manœuvre suffisante pour imposer une nouvelle relation de crédit à leurs principaux débiteurs (Antal [1994]).

Pour résumer, l'échec de la première recapitalisation hongroise résulte donc des incitations micro-économiques adverses qu'il comportait, qui ont entraîné une dynamique d'aléa moral tant dans les banques créditrices que dans les entreprises endettées : au lieu de jeter les bases d'une nouvelle relation de crédit, on a observé un renforcement des relations de dépendance mutuelle et de capture, une réduction de la discipline financière, et *in fine* la restauration partielle d'un mécanisme fiscal de financement des entreprises. Il est assez intéressant de relever à cet égard que, depuis sa conception technique jusqu'à sa présentation dans les brochures du ministère des Finances, la question de la relation de crédit n'a jamais été posée comme telle : la restructuration des entreprises et celle des banques étaient considérées comme deux problèmes distincts, appelant des solutions indépendantes, décalées dans le temps (Ministry of Finance [1993]).

---

1. Ainsi des rumeurs insistantes ont affirmé qu'en 1993 les banques ont délibérément « chargé » les comptes de leur prêts non performants dans la perspective d'un nouveau renflouement. On note aussi que la plus forte croissance de la mauvaise dette a eu lieu au second semestre 1993, *après* que la seconde recapitalisation a été annoncée (juillet). Il est également intéressant de relever que l'écart moyen entre les taux prêteurs et emprunteurs des banques s'est réduit de 12,6 points au second semestre 1992, à 11,5 puis 9,6 points au cours des deux semestres de 1993 : alors que cette détente sur les taux ne semble pas pouvoir être attribuée à un relâchement de la politique de la Banque centrale, cela tend à montrer que la situation sous-jacente de *distress finance* dans le système bancaire était plutôt moins grave en 1993 qu'en 1992.

LE SUCCÈS RELATIF DE LA RECAPITALISATION POLONAISE

Des atouts initiaux non négligeables

L'émergence d'un problème de prêts non performants a été identifiée en Pologne dès 1991, lorsqu'un *audit* de l'ensemble du secteur bancaire public par un cabinet occidental a conclu qu'ils représentaient 16,5 % du portefeuille total de crédits, puis près de 30 % à la fin de 1992[1]. Depuis, il semble que la reprise de la production industrielle ait contribué à un certaine résorption, qui a été accélérée par le programme de restructuration de 1993-1994.

D'autres éléments que ces évolutions réelles ont aussi contribué à réduire l'ampleur du problème. Un resserrement plus régulier qu'en Hongrie de la réglementation bancaire et une meilleure qualité de la relation avec l'actionnaire ont vraisemblablement joué un rôle notable[2] ; de même, il semble que les accords de jumelage conclu avec des banques occidentales ont eu des effets positifs. Plus importante est toutefois la recapitalisation massive, cachée et non intentionnelle des banques polonaises au moment de la « thérapie de choc », que l'on peut estimer à environ 1,8 % du Pib, ou 1,1 milliard de dollars (tableau 3).

Ce phénomène s'explique principalement par la marge d'intermédiation très large du secteur bancaire, au premier trimestre 1990 : l'écart entre taux prêteurs et emprunteurs a été alors de l'ordre de 1750 points de pourcentage, les ménages supportant sur leurs dépôts des taux réels négatifs de l'ordre de – 40 % au premier trimestre 1990[3]. Si la mesure des flux réels entre les entreprises et les banques est très délicate, (proportion des prêts touchés par les hausses de taux, intérêts effectivement servis), en revanche le prélèvement inflationniste sur l'épargne des ménages ne fait pas de doute ; de même est-il raisonnable de poser que cet écart des taux a vraisemblablement permis aux banques d'amortir les arriérés de ces premiers mois de transition et de capter une partie de la trésorerie des entreprises constituée en 1989 (profits élevés) et au début de 1990 (plus-values sur la revalorisation des stocks d'inputs réels)[4]. Toute choses éga-

1. Évaluation donnée entre autres par Szymkiewicz et Moisseron [1994] ; des estimations informelles supérieures de 10 à 15 points ont également été évoquées par certains organismes d'assistance économique internationaux.

2. En particulier : en 1991, nouveau schéma comptable bancaire ; en 1992, obligation de classer les prêts en fonction de leur qualité et de gérer les mauvais crédits dans des départements spécialisés. imposition de ratios de fonds propres et de contraintes de provisionnement, « commercialisation » des banques et mise en place de structure de direction à conseils de surveillance : enfin. en 1993, programme de recapitalisation et privatisation de deux banques. Sur un plan plus informel, il est également intéressant de relever qu'au lendemain de la « commercialisation », les nouveaux directeurs des banques publiques se sont vu interdire l'extension de nouveaux prêts aux entreprises en arriérés, au-delà de la capitalisation des intérêts dus : il ne s'agissait que d'une mesure partielle, mais qui en imposant un nouveau resserrement des règles d'allocation du crédit préparait sans doute assez bien la recapitalisation de mars 1993.

3. Source : *IFS*, remise à jour en juillet 1994.

4. On observe que le ratio de fonds propres du secteur bancaire commercial est passé de 2 % du Pib à la fin 1989 à 11 % un an plus tard ; si l'on ne peut certainement pas tirer de conclusion solide de son maintien à ce niveau depuis lors, en revanche le fait d'un transfert massif en 1990 n'est pas douteux (source : IFS).

les par ailleurs, ces facteurs ont donc contribué à réduire le coût de la recapitalisation budgétaire, à 1,3 % du Pib en 1993 et environ 2,2 % du Pib au total, à la fin 1994, contre 9 % en Hongrie.

Tableau 3. *Les deux recapitalisations polonaises, 1990 et 1993-1994*

	1990	1993-1994
Montant de la recapitalisation (en milliards de US $)	1,15	2,0
en % du Pib	1,8	2,2
En % des engagements totaux des banques*	8,2	7,6
En % du crédit domestique aux entreprises*	9,2	12,0

* Encours à la fin 1993, avoirs extérieurs exclus.
Sources : National Bank of Poland, Statistiques financières internationales, Republic of Poland [1993], v. Wijnbergen [1994] et organismes multilatéraux.

La loi de recapitalisation et de restructuration de mars 1993

Quelles ont été les principales caractéristiques de la recapitalisation polonaise ?

– Trois principes ont été posés d'emblée : la restructuration des banques et des entreprises seraient traitées conjointement ; la négociation et le suivi des restructurations d'entreprises publiques seraient entièrement confiés par l'État aux banques ; enfin, la procédure de faillite, gérée par les tribunaux de commerce, serait suspendue pendant la durée du programme, cette procédure étant considérée comme peu efficace et conduisant trop souvent à la liquidation[1].

– Sur cette base, la loi de restructuration et de recapitalisation de mars 1993 se compose de deux parties principales : une description très brève des conditions sous lesquelles l'État apportera de nouveaux fonds aux sept banques commerciales publiques (les deux établissements privatisés étant exclus) ; d'autre part, une présentation extrêmement détaillée d'un schéma de restructuration industrielle, reposant notamment sur un dispositif très complet d'incitations micro-économiques.

– Sur le plan industriel, le concept central est la procédure de conciliation par laquelle l'ensemble des créditeurs, conduit par une banque « chef de file », devait engager des négociations avec plus de 2 000 entreprises appartenant pour plus de 50 % à la puissance publique. L'objectif était de conclure des plans de relance industriel et financier à moyen terme, pouvant reposer entre autres sur une prise de participation des banques au capital, en échange de crédits (*debt/equity swap*). D'autres clauses ont joué un rôle important : les banques pouvaient demander une privatisation par liquidation immédiate, c'est-à-dire par mise en vente directe des actifs[2] ; un accord conclu par au moins 50 % des

1. Voir Republic of Poland [1993], Van Wijnbergen [1994] et les rapports techniques d'organismes multilatéraux.

2. Ce mécanisme est un des plus utilisés en Pologne pour la privatisation des petites et moyennes entreprises, et aboutit généralement à leur reprise par la direction en place, appuyée éventuellement sur le personnel et financée partiellement par des crédits bancaires (LMBO).

créditeurs (en termes d'engagements) pouvait être imposé aux créditeurs minoritaires ; cela valait également pour le Trésor public dès lors que ses avoirs étaient traités sur la même base que les autres. Hormis cette réserve, l'ensemble de la procédure était entièrement géré de manière décentralisée : aucune approbation par la puissance publique n'était requise, aucun financement public n'était disponible.

– Ce dispositif s'inscrivait également dans un cadre temporel très strict : la négociation proprement dite ne devait pas dépasser plus de quatre mois ; elle ne pouvait pas être réouverte (une seule renégociation par entreprise), et l'ensemble du programme se déroulerait sur une année (de mars 1993 à mars 1994), au-delà de laquelle la procédure régulière de règlement des faillites en tribunal de commerce serait rétablie.

– Les recapitalisations des banques, pour leur part, ont été entièrement réalisées avant l'ouverture de ces *procédures de conciliation*, les montants de fonds alloués étant distribués sur la base d'un *audit* des banques réalisé à la fin de 1992. Le but était de rendre ainsi les banques entièrement responsables du succès des restructurations, notamment en renforçant au maximum la crédibilité de l'engagement de l'État de ne recourir en aucun cas à une seconde recapitalisation. C'est ainsi que toute entreprise dont les dettes avaient été incluses dans le calcul des dotations en capital devait nécessairement faire l'objet d'une *conciliation*. Dans le cas contraire, ou bien en cas d'échec de la négociation, les banques seraient contraintes de vendre l'ensemble de leurs avoirs sur un marché secondaire du crédit, sous forte décote : cela avait pour objectif d'exposer la direction de l'entreprise à la menace directe d'un *raider*, en cas de « mauvaise volonté », tout en signifiant aux banques que la décote subie lors de la revente des crédits entraînerait *de facto* la perte du capital reçu de l'État. En d'autres termes, ce mécanisme aboutit à une forme de subvention des structurations au cas par cas, mais dans un cadre dans lequel le « subventionneur » ne participe pas aux négociations, et où la banque subventionnée perd automatiquement le bénéfice de l'injection de fonds si elle ne s'en sert pas comme le subventionneur le souhaite. Cela ne définit donc pas une structure contractuelle, mais une allocation de capital sans contrepartie, associée à un jeu de contraintes et d'incitations très cohérent, crédibilisé par son inscription dans un cadre temporel strict.

– Par ailleurs, sont précisées les conditions dans lesquelles l'État reprend la dette des plus grandes entreprises publiques, dont la restructuration ne peut être assumée par les banques : ces crédits doivent être confiés à une institution relativement indépendante, l'Agence de développement industriel, dotée de ressources budgétaires propres, mais dont le déblocage doit être approuvé au cas par cas par le Conseil des ministres[1] ; l'Agence peut également exiger que les banques lui revendent sous décote leurs crédits, cela pour limiter les incitations à transférer à la puissance publique les cas les plus difficiles dans le but, éventuellement, de tirer les bénéfices d'une amélioration à terme de leur solvabilité.

1. Cette agence a été en partie constituée sur le modèle du Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) du ministère français de l'Économie et des Finances.

– Enfin, on a mis en place une assurance des dépôts bancaires capable en principe de résister à deux faillites majeures[1] ; cette mesure classique de réduction de l'aléa moral vise à renforcer auprès des banques la crédibilité du principe d'une recapitalisation unique et définitive.

Les résultats de la recapitalisation de 1993

Peut-on estimer que le programme de 1993 a permis un progrès décisif dans la restructuration des entreprises publiques, et qu'il a ouvert ainsi sur une normalisation rapide de leurs relations avec les banques ? Un premier élément de réponse est donné par l'évolution de la rentabilité des banques, qui est restée faible mais positive, sans connaître de détérioration brutale comme en Hongrie.

Tableau 4. *Rentabilité des banques polonaises*, 1990-1993*

(en %)

	1990	1991	1992	1993
Bénéfice net/encours de crédit	6,2	1,1	1	1
Bénéfice net/Pib	1,38	0,35	0,32	0,31

* Les neufs banques commerciales issues de l'ancienne monobanque.
Sources : K. Szymkiewicz, J.-Y. Moisseron, [1994].

Cela étant, sur le plan micro-économique, un premier élément de prudence consiste à souligner que le bilan d'une restructuration industrielle ne se mesure pas sur quelques mois mais sur plusieurs années. À plus court terme, il apparaît également que tous les objectifs visés n'ont pas été atteints et que toutes les contraintes fixées n'ont pas été respectées. Ainsi de nombreuses *conciliations* ont pris plus de quatre mois et une grande partie d'entre elles (en termes d'encours de crédits) étaient encore en négociation après la fin officielle du programme, en mars 1994. De même, la procédure de vente contrainte des crédits sur le marché secondaire a eu des résultats limités en raison principalement de l'absence de demande pour ces actifs ; cela explique aussi les très fort taux de décote observés (environ 75 %). Les banques ont également montré une propension mesurée à prendre des participations au capital des entreprises restructurées (Grosfeld [1994]), même si au total le programme a entraîné un net resserrement de leurs relations avec l'industrie. Enfin, la restructuration du secteur bancaire s'est poursuivie depuis lors : deux banques spécialisées, exclues du programme de mars 1993, ont fait l'objet de très gros apports de capitaux en

1. Ce fonds est financé par une taxe moyenne de 0,4 % sur le montant total des dépôts, ainsi que par une dotation initiale de 22 millions de dollars de la Banque centrale et de 120 millions du budget. Il couvre à 100 % les mille premiers Écus de dépôts, et à 90 % les deux mille Écus suivants.

1994 ; deux autres établissements seront traités de la même manière en 1995[1]. Un programme de fusions entre banques commerciales a également été lancé à l'automne 1994 afin de renforcer le secteur bancaire domestique face à la concurrence croissante des banques occidentales. On devrait aussi continuer d'observer à l'avenir un grand nombre de liquidations ou d'absorptions de petites banques régionales, notamment dans le secteur coopératif agricole[2].

Il reste que si la mécanique fine d'incitations et de contraintes micro-économiques n'a pas parfaitement fonctionné, trois points ressortent de manière assez nette. Les banques sont globalement en bien meilleure position qu'à la veille de la recapitalisation/restructuration ; le risque d'aléas moral a été maîtrisé si bien que les agents n'ont pas anticipé un nouveau renflouement des banques ; enfin, les progrès ultérieurs pour achever la restructuration de l'industrie publique devraient pouvoir passer par des programmes de plus petite taille, dont le coût financier devrait être nettement plus limité. Cela devrait faciliter la relance du processus de privatisation et donner aux banques les moyens de prendre une part plus importante au financement des entreprises. La question encore largement ouverte reste cependant celle de l'évolution à venir de cette relation, en termes de distribution de crédit et de comportement d'actionnaire.

CONCLUSION. LA RESTRUCTURATION DES SYSTÈMES FINANCIERS PENDANT LA TRANSITION

Que sait-on de l'économie des recapitalisations bancaires pendant la transition ?

Les expériences très contrastées de la Hongrie et de la Pologne permettent de mieux apprécier les conditions d'un succès des recapitalisations est-européennes.

1. Des banques sous contraintes budgétaires faibles ne peuvent pas imposer des contraintes dures aux entreprises, et vice-versa : tant qu'une part importante des entreprises publiques socialise ses pertes à travers le système bancaire, celui-ci est incapable de rétablir et de préserver sa solvabilité ; il reste donc dépendant en moyenne période du budget ou de la Banque centrale, ce qui interdit toute stratégie parallèle de durcissement de la relation de crédit. En d'autres

1. Dans un cas, celui de la banque Handlowy (ancienne banque du commerce extérieur), cette injection de fonds est rendue nécessaire entre autres par une perte en capital découlant de la signature, en 1994, de l'accord de réduction de la dette extérieure privée polonaise (club de Londres) ; certaines filiales de cette banque avaient en effet acheté de la dette polonaise sur le marché secondaire et ont donc dû suivre la lettre de cet accord...

2. Le secteur coopératif agricole comptait, à la fin de 1993, plus de 1 600 banques, généralement de très petite taille : elles représentaient alors 7,5 % du total des prêts au secteur non financier, 8 % des dépôts. Selon la Banque centrale, 229 d'entre elles étaient menacées directement de faillite en juin, 600 étaient sous programme de restructuration ; 1 200 d'entre elles seront en outre recapitalisées à travers les fonds reçus en 1994 (730 millions de dollars) par la BGZ, structure fédérative comparable à certains égards à la Caisse nationale du crédit agricole, en moins centralisé. La consolidation de l'ensemble du secteur devrait suivre rapidement, sur une base régionale.

terme, un même instrument (le crédit bancaire), géré par un même acteur (une banque, avec un seul bilan), ne peut fonctionner simultanément selon deux logiques micro-économiques opposées (allocative et contractuelle, centralisée et décentralisée, fiscale et bancaire). Ou bien encore : en situation de transition, la mauvaise monnaie chasse la bonne – si l'État n'y met pas bon ordre.

2. L'objet des recapitalisations n'est pas seulement de transférer à l'État un certain volume d'actifs non performants qui grèvent la solvabilité des banques. Elles doivent surtout rompre les réseaux compacts d'entreprises publiques et de banques engagées *de facto* dans des stratégies coalescentes de défense de leur contraintes budgétaires faibles. Pour atteindre cet objectif, une stratégie gradualiste, reposant sur des progrès incrémentaux, n'est pas suffisante, même si des progrès importants ont pu être réalisés de cette manière pendant les premières années de la transition (développement de la réglementation bancaire, renforcement de la relation principal/agent, etc.). La recapitalisation doit alors être le support d'un programme cohérent et hautement crédible, qui est imposé aux agents par l'État afin de briser cette résistance systémique et de permettre ensuite une poursuite plus régulière de l'ajustement.

3. Certains auteurs ont défendu que le retard à traiter le problème des prêts non performants a été la principale erreur stratégique commise depuis 1990[1]. Cette thèse peut trouver une confirmation partielle dans les effets positifs de la recapitalisation cachée des banques polonaises, en 1990, bien que cette expérience reste très particulière : dès lors, en effet, qu'elle ne reposait pas sur une intervention budgétaire directe, elle ne créait ni de dette publique ni de risques d'aléa moral. S'il y a en la matière une règle générale, un *ordre de la libéralisation*, il semble reposer en fait sur le principe inverse. *La recapitalisation doit intervenir à la fin du processus de reconstruction de la relation de crédit* : à un moment où l'ajustement déjà réalisé des entreprises rend viable le *pari* qu'après cette opération l'amortissement du flux résiduel de pertes par les banques pourra être entièrement réalisé à partir de leurs seuls fonds propres (capital et provisions). Si tel n'est pas le cas, un élément de transfert fiscalisé de ressources continuera de circuler à travers elles : leur solvabilité à moyen terme ne sera donc pas acquise, et on observera un risque rémanent de relâchement des contraintes budgétaires.

4. En d'autres termes, s'il est inévitable que pendant un temps la relation de crédit intègre un élément significatif de subvention, alors le choix de l'instrument de financement *ex post* de ce transfert n'est pas neutre. En particulier, comme dans une économie de marché, financer un transfert de revenu avec du capital est particulièrement coûteux, peu efficace et risque d'accentuer des distorsions micro-économiques déjà importantes ; cela, sur le fond, parce qu'il est contre-productif d'allouer des capitaux propres à une banque qui ne sera pas en mesure ensuite de rester solvable[2]. Ainsi, l'*opportunité* de la recapitalisation

1. Voir Portes et Nuti, dans Portes [1993], et Portes [1994] ; également Brainard [1991].

2. On peut rappeler aussi qu'une règle élémentaire de gestion de toute banque commerciale est qu'elle ne prête *jamais* ses fonds propres, mais les investit dans les actifs les moins risqués (par exemple son propre immobilier) pour garantir sur cette base les fonds reçus et reprêtés.

apparaît comme une question critique : inutilement reportée, elle peut retarder l'ajustement réel ; trop anticipée, elle risque un échec majeur, en ce que l'État pourra être de nouveau contraint à intervenir.

5. Dans le contexte de transition, le calcul d'optimisation fiscale doit avoir entre autres pour objectif de limiter la proportion des pertes bancaires, c'est-à-dire des transferts cachés de revenus, qui sont financés *in fine* par création de dette publique. Parallèlement aux risques liés à sa monétisation éventuelle, un endettement public incontrôlé pèse en effet sur l'ajustement réel en ce qu'il rend plus difficile le renforcement de contraintes budgétaires. Tant que des pertes micro-économiques importantes sont socialisées à travers les banques, un financement *ex post* par prélèvement inflationniste sur l'épargne des ménages paraît donc, pour partie au moins, préférable : les risques de distorsions paraissent nettement moindres que ceux découlant d'un scénario de recapitalisations chronique et de trappe d'endettement. En d'autres termes : dans un contexte de fortes « dissonances systémiques » entre discipline macro-économique et indiscipline micro-économique, l'ajustement des entreprises, la gestion des banques et la politique de désinflation sont mutuellement dépendants.

Sur l'avenir des systèmes financiers est-européens

Le développement des réformes financières est-européennes a été l'occasion d'une relance du débat entre le « modèle anglo-américain », donnant une place importante aux marchés de capitaux, et le « modèle allemand » ou japonais, fondé sur une relation beaucoup plus étroite entre banques et entreprises[1]. L'étude empirique présentée ici permet de faire un certain nombre de remarques sur ce point.

1. Un rappel : jusqu'à présent, les Bourses est-européennes permettent d'échanger des titres de propriété mais n'apportent pas de contribution tangible au financement des entreprises. Les banques, quant à elles, ont trois activités prioritaires : elles financent le déficit public, elles capitalisent les arriérés d'intérêts des grandes entreprises publiques et elles tentent, avec plus ou moins de succès, de reconstituer leurs fonds propres. En revanche, elles ne participent que très marginalement au financement des entreprises privées ou ajustées.

2. Cela démarque donc une situation un peu curieuse où les banques financent surtout les « coûts fixes » de la transition : les transferts sociaux *via* le budget et les grandes entreprises, la gestion de la vieille dette industrielle et de la dette extérieure, enfin l'accumulation d'une nouvelle base de capital, dans leurs propres bilans. Les nouveaux actifs productifs sont, en revanche, accumulés dans des secteurs bénéficiant *a priori* de forts taux d'autofinancement et qui, volontairement ou non, semblent recourir très peu au financement bancaire (Sgard [1994]). Une question clé à moyen terme est donc le rétablissement d'un lien intermédié entre ces deux catégories d'agents : comment les secteurs à niveaux élevés d'épargne et de richesse contribueront-ils à l'amortissement des dettes et crédits non performants accumulés depuis les années quatre-vingt ?

1. Voir, entre autres, Corbett et Mayer [1992], Mayhew et Seabright [1993], Frydman et al. [1993], Grosfeld [1994].

3. Trois scénarios peuvent être distingués. Dans le plus mauvais cas de figure, l'accroissement de la dette publique et l'insolvabilité chronique des banques freinent l'ajustement et la croissance, cela conduisant directement à la situation de *trappe d'endettement* ; son issue naturelle est une nouvelle phase d'inflation rapide, associée à des effets redistributifs massifs et éventuellement à une cessation de paiements extérieurs. Le second scénario repose sur les mêmes mécanismes mais avec des conséquences moins graves. On pourrait alors observer, d'une part, un État et des banques surendettés, dotés de marges de manœuvre limitées qui empêchent ces dernières de participer fortement au financement de la croissance ; d'autre part, l'expansion d'un secteur privé dynamique, à taux de profits élevés, pourrait reposer sur un recours important aux marchés de capitaux, en particulier les bourses. La question implicite, dans un tel cas de figure « anglo-saxon », serait celle de la stabilité systémique d'un tel modèle fortement dualiste. Le troisième scénario reposerait, en revanche, sur une maîtrise rapide de l'endettement public au sens large (entreprises nationales et dette extérieure comprises) et sur une consolidation des banques leur permettant de prendre des positions « à l'allemande » ; en cas de réussite confirmée, le programme polonais décrit plus haut engagerait clairement dans cette direction, à la condition que les banques réduisent la forte adversité au risque montrées au cours des dernières années.

Au total, le débat entre les modèles financiers anglo-saxon et allemand se pose donc en termes de relations micro-économiques entre entreprises, actionnaires et créditeurs, mais semble aussi devoir dépendre de deux paramètres structurels des contraintes qu'ils feront peser sur le bilan, ainsi que des banques : d'une part, le *niveau d'endettement* du secteur public au sens large, au regard de la capacité de l'économie à accumuler de nouveaux actifs ; de l'autre, *la distribution* des dettes et des capitaux propres entre agents et secteurs institutionnels, c'est-à-dire leur relative concentration. Les choix faits en matière de régulation bancaire seront alors d'autant plus bénéfiques qu'ils prendront bonne mesure de l'effet de ces contraintes sur la nouvelle relation banques/entreprise, ainsi que sur les risques d'instabilité ou d'inefficience systémiques qui pourront en découler.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

AGHION P., BLANCHARD O. [1993], « On the Speed of Transition in Central Europe », *EBRD Working Paper* n° 6.

AGHION P., BLANCHARD O., BURGESS J., [1993], « The Behaviour of State Firms in Eastern Europe : Pre-Privatisation », *EBRD Working Paper* n° 12.

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

ANTAL L. [1994], « Bank and Debtor Consolidation in Hungary », Budapest, Kopint-Datorg, miméo.

BEGG D., PORTES R. [1992], « Enterprise Debt and Economic Transformation : Financial Restructuring of the State Sector in Central and Eastern Europe », *Discussion Paper* 695, Londres, CEPR.

BRAINARD L.J. [1991b], « Strategies For Economic Transformation in Central and Eastern Europe : Role of Financial Market Reform », dans BLOMMESTEIN, H. et MARRESE (eds), *Transformation of Planned Economies : Property Rights Reform And Macroeconomic Stability.* Paris, OECD.

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

CALVO G., KUMAR M.S. [1994], « Money Demand, Bank Credit, and Economic Performance in Former Socialist Economies », *IMF Staff Paper*, 41 (2) juin.

CHEASTY A. [1992], « Financing Fiscal Deficit », dans TANZI V., *Fiscal Policies in Economies in Transition*, 37-66. Washington, IMF.

CORBETT J., MAYER [1991], « Financial Reforms in Eastern Europe : Progress With the Wrong Model », *Oxford Review of Economic Policy*, 4.

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

DITTUS P. [1994], « Corporate Governance in Central Europe : the Role of Banks », BIS *Economic Papers*, n° 42.

FRYDMAN R., et al., [1993], « Corporate Governance And Finance », *The Economics of Transition*, 2.

GROSFELD I. [1994], « Financial Systems in Transition : is There a Case For a Bank Based System ? », CEPR *Discussion Paper*, n° 1062.

KAWALEC S., SIKORA S., RYMASZEWSKI P. [1993], « Dealing With the Bad Debts : the Case of Poland », World Bank/IMF Conference, « Buiiding Sound Finance in Emerging Market Economies », Washington DC, 10-11 juin, 1993.

LACOUE-LABARTHE D. [1993]. « L'organisation de systèmes bancaires sûrs et efficaces en Europe centrale et orientale », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, 41.

MAYHEW K., SEABRIGHT P. [1992], « Incentives And the Management of Enterprises in Economic Transition : Capital Markets Are not Sufficient », *Oxford Review of Economic Policy*, 8, (1).

McKINNON R.I. [1991], *The Order of Economic Liberalization*, Baltimore, The Johns Hopkins University Press.

McKINNON R.I. [1993], « Macroeconomic Control in Liberalizing Socialist Economies : Asian and European Parallels », dans Giovannini, A. *Finance and Development : Issues and Experience*, Cambridge, CEPR/Cambridge University Press.

Ministry of Finance [1993], « The Hungarian Credit Consolidation-1992 », *Public Finance in Hungary*, 118, Budapest.

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

National Bank of Hungary, [1994], *Annual Report 1993*, Budapest.

NUTI M.D. [1992], « The Role of the Banking Sector in the Process of Privatisation », Paris, OECD, mimeo.

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

PORTES, R. (ed.) [1993], « *Economic Transformation in Central Europe, a Progress Report* », CEPR and European Commission.

PORTES, R. [1994], « Transformation traps », *The Economic Journal*, 104.

OECD [1993a], « *Transformation of the Banking System : Portfolio Restructuring, Privatisation and the Payment System* ». OECD/CCEET, Paris.

Republic of Poland [1993], « Act on the Financial Restructuring of State Enterprises and Banks », *Dziennik Ustaw* 18, mars 14.

ROLAND G. [1994], « On the Speed and Sequencing of Privatisation and Restructuring », *The Economic Journal*, 104.

SGARD J. [1994], « Ajustement des entreprises et distribution du crédit pendant la transition. Une comparaison de quatre pays d'Europe centrale et orientale », communication présentée au 42e congrès annuel de l'Association française de science économique, Paris, 19-30 septembre.

SUNDARAJAN V., BALINO T. [1991], *Banking Crisis : Cases and Issues*, Washington, IMF.

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

SZYMKIEWICZ K., MOISSERON J-Y. [1994], « La restructuration du système bancaire en Pologne », *Courrier des Pays de l'Est*, mai.

TIROLE, J. [1991], « Privatisation in Eastern Europe : Incentives and the Economics of Transition », *NBER Macroeconomic Annual*, 221-267.

VARHEGYI, E. [1993], « Key Elements of the Reform of the Hungarian Banking System : Privatisation and Portfolio Cleaning », *Discussion Paper*, n° 826, CEPR.

WIJNBERGER S. Van [1992], « Enterprise Reforms in Eastern Europe », *Discussion Paper*, n° 738, CEPR.

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