



Siège de la banque nationale de Hongrie

## La Hongrie, complètement à l'Ouest

28 novembre 2008

**I**slande, Hongrie, Ukraine : telle est la litanie des pays actuellement portés à bout de bras par les institutions internationales. Si des similitudes existent entre ces trois pays touchés par la crise financière et ses répercussions sur les taux d'intérêt et les taux de change, la crise hongroise a deux spécificités : elle intervient dans un Etat membre de l'UE-27, et elle a récemment été comparée aux crises asiatiques (cf. [http://www.forbes.com/2008/10/22/hungary-ecomony-liquidity-oped-cx\\_nr\\_1023roubini.html](http://www.forbes.com/2008/10/22/hungary-ecomony-liquidity-oped-cx_nr_1023roubini.html)). Pourtant, si les niveaux des indicateurs de crise communément admis rappellent, par leur ampleur, les crises d'il y a dix ans (cf. tableau 1), la comparaison entre les deux épisodes s'arrête là. La crise hongroise aurait pu être pire que la crise thaïlandaise mais elle va s'avérer moins grave. Il convient d'expliquer pourquoi.

Elle aurait pu être pire, car le risque souverain hongrois est bien plus grand que celui de la Thaïlande de 1996. La dette publique hongroise, en part du PIB, est sans commune mesure avec celle observée à l'époque pour la Thaïlande. En outre, le déficit public, quoiqu'en baisse, reste largement supérieur au plafond autorisé de 3 % du PIB inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance ; il correspond aussi à un déficit hors charges d'intérêt. Dans le cas thaïlandais, le déficit public en 1996 résultait exclusivement de l'augmentation de ces charges après la remontée des taux d'intérêt. Ainsi, et contrairement à la Thaïlande de 1996, la Hongrie se caractérise-t-elle par une situation de double déficit, courant et primaire, dont la persistance et donc la soutenabilité sont dépendantes de la confiance dans la monnaie. Si le Forint a longtemps été surévalué, et si sa dépréciation a pu, un temps, être jugée conforme aux fondamentaux - elle était même souhaitable pour réduire le déficit courant supérieur à 8 % du PIB en 2004 -, sa dépréciation accélérée aurait un effet de richesse négatif non négligeable sur l'Etat, les banques et les ménages, tous endettés en devises. En effet, l'exposition de la dette souveraine hongroise au risque de change est très importante : plus d'un quart de la dette publique hongroise est exprimée en euros et les coûts d'emprunt pour l'Etat hongrois sont d'autant plus élevés que le Forint se déprécie vis-à-vis de l'euro. L'exposition au risque de change est forte pour le secteur bancaire, dont le déséquilibre entre actifs et passif en devises est important, et pour les ménages hongrois qui ont eu recours à des emprunts en devises (Franc suisse et euro).

Ce tableau sombre ne doit pas cacher les points positifs que cette crise a révélés. De fait, la crise hongroise n'a pas tout à fait eu lieu. Une raison sans doute permet de le comprendre : les institutions internationales, FMI en tête, ont retenu les leçons des crises asiatiques. Réactions tardives et cure d'austérité budgétaire avaient renforcé la chute des monnaies et amplifié les crises. Dans le cas hongrois, un autre décor a été planté.

Le 28 octobre dernier, en effet, un montant de 25,1 milliards de dollars a été prêté à la Hongrie conjointement par le Fonds monétaire international (15,7 milliards), la Communauté européenne (8,1 milliards) et la Banque mondiale (1,3 milliard). Cette allocation de fonds, au-delà de son montant (18 % du PIB hongrois, plus de 50 % des engagements des banques hongroises vis-à-vis de l'étranger) marque une rupture dans les politiques de soutien aux « pays en difficulté » :

1. l'allocation conjointe émane de trois institutions internationales ;
2. elle est préventive plutôt que curative ; en intervenant très rapidement, elle vise à restaurer la confiance des investisseurs étrangers ;
3. elle n'est pas conditionnée à un programme d'ajustement structurel même si le pays doit veiller à ce que les politiques économiques suivies servent elles aussi à restaurer la confiance (Cf. <http://www.imf.org/external/np/tr/2008/tr081029.htm>)

L'allocation de fonds à la Hongrie (mais aussi à l'Ukraine et à l'Islande) par le FMI a par ailleurs donné naissance à un nouvel instrument de financement par l'institution : la facilité de liquidité à court terme (ou *Short-Term Liquidity Facility*). L'éligibilité à cette facilité requiert l'existence de pressions sur la balance des paiements malgré la mise en place de politiques économiques passées avalisées par le FMI (principe dit de pré-conditionnalité). Dans les faits, le « passé » considéré est de l'ordre de 2 à 3 ans. Les fonds prêtés sur une durée de 3 mois peuvent représenter jusqu'à 500 % du quota. Un pays éligible peut utiliser cette facilité jusqu'à 3 fois sur une période maximum de 1 an.

Par rapport aux autres facilités de financement du FMI, la pré-conditionnalité présente l'avantage de permettre un déblocage rapide des fonds, tandis que la conditionnalité nécessite que le pays redéfinisse ses politiques économiques et que celles-ci soient in fine avalisées par le FMI. Cela signifie aussi que tous les pays ne sont pas éligibles à cette nouvelle facilité.

Nous évoquons plus haut une spécificité hongroise. Son appartenance à l'UE-27 en fait un cas d'école des difficultés rencontrées par les nouveaux Etats membres à digérer l'acquis communautaire. D'une part, le Pacte de stabilité et de croissance s'est immiscé dans la vie des Hongrois, quelques semaines après que cette accession fut réalisée, en 2004. Pressées de réduire leurs déficits publics, les autorités hongroises ont trouvé dans les autorités européennes, à la fois, un bouc émissaire à la cure d'austérité qu'ils ont fait subir à leurs concitoyens, et, compte tenu des délais rallongés accordés pour atteindre l'équilibre budgétaire, une justification à la lenteur des réformes budgétaires mises en place. Le Premier Ministre actuel a pu ainsi masquer ses erreurs de gestion et être réélu. Il confesse maintenant 18 mois d'erreurs passées ([http://www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/11/12/ferenc-gyurcsany-nous-avons-commis-quatre-erreurs\\_1117638\\_1101386.html#ens\\_id=1117737](http://www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/11/12/ferenc-gyurcsany-nous-avons-commis-quatre-erreurs_1117638_1101386.html#ens_id=1117737)). Le Pacte, assis sur l'idée discutable que les Etats sont dépensiers et adopté pour tenter d'empêcher ce comportement, a démontré ses limites : il a été instrumentalisé par des hommes politiques. D'autre part, le Forint est en flottement pur depuis le 1er janvier 2008, alors que depuis la transition à l'économie de marché, il avait toujours été régi par des changes plus ou moins fixes. L'abandon de ses marges de fluctuations vis-à-vis de l'euro, nécessaire pour rééquilibrer la balance courante, mais en opposition avec l'obligation qui est faite aux nouveaux Etats membres d'adopter « à terme » l'euro, a probablement été interprété comme un rallongement de ce « terme », remettant aux « calendes grecques » l'intégration du pays à la zone euro. Tous les autres pays d'Europe de l'Est ont une démarche en sens inverse et ceux qui ont fait le plus d'effort pour y parvenir, comme la Slovaquie qui adoptera l'euro en janvier prochain, n'ont pas connu de soubresauts sur le marché des changes d'une ampleur comparable à ceux de la Hongrie. Ce pays paie chèrement le poids de ses engagements européens : austérité, instrumentalisation du Pacte et interprétation défavorable par les marchés du passage à un régime de change flexible ont précipité les difficultés rencontrées par cette économie. Dans un tel contexte, les interventions en sa faveur étaient inéluctables et légitimes.

Tableau 1. Indicateurs de crise

	Hongrie 2007	Thaïlande 1996
<b>Risque d'insolvabilité</b>		
Dette extérieure (en % du PIB)	96,4	60,0
Dette extérieure (en % des exportations)	120,6	150,0
<b>Risque souverain</b>		
Dette publique (en % du PIB)	66,0	4,7
<b>Risque de change</b>		
Passif du gouvernement en devises (en % du passif total)	29,0	12,0
Prêts en devises des banques (en % de leurs dépôts en devises)	176,1	nd
<b>Déséquilibres</b>		
Solde courant (en % du PIB)	-5,0	-8,1
Solde public (en % du PIB)	-5,5	-1,7
Solde primaire (en % du PIB)	-1,7	2,4

Sources : FMI et Banque nationale hongroise, pour la Hongrie ; et N. Roubini et B. Setser (2004), *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Peterson Institute for International Economics, août et FMI.