

VOYAGE A BUDAPEST (juillet 2006)

Compte-rendu

Au sein des pays du groupe de Visegrad (Pologne, Hongrie, Tchéquie, Slovaquie), la Hongrie est celui dont la gestion économique a été la moins convaincante depuis l'année 2002. Le déficit budgétaire et le déficit des paiements courants qui en résulte pour une part ont contribué à l'affaiblissement de la devise dans la période de crise qui a concerné l'ensemble des marchés émergents au deuxième trimestre 2006.

Nous avons fait un voyage à Budapest au cours de l'été 2001. L'impression retenue était favorable. Ce voyage-ci, cinq ans après, et deux ans après l'adhésion à l'Union Européenne, avait pour objet principal d'apporter des éléments de réponses à la question suivante : la Hongrie est-elle bien, comme semblent l'être ses voisins, dans un processus de convergence effective, ou bien connaît-elle des problèmes spécifiques qui l'en écarte ?

- Rappel de quelques éléments antérieurs : la Hongrie a une tradition de gestion plutôt saine de ses finances publiques. Elle n'a pas fait défaut sur sa dette à un moment où d'autres pays (Pologne, Bulgarie, Croatie...) ont dû avoir recours à des plans de restructuration qui ont donné lieu à des émissions de dette Brady. En 2001, le déficit budgétaire représentait 3% du PIB. Les dirigeants du pays ont su gérer leur relation avec l'URSS d'une manière plus souple et pragmatique que la plupart de leurs voisins. C'est ainsi que s'est organisé dès le milieu des années 1980 un grand prix de formule I à Budapest.
- Impressions de 2001 : le souvenir que nous avons gardé du voyage de 2001 était celui d'un pays où beaucoup de gens semblent plutôt ponctuels, organisés et travailleurs. Cette image ne cadre pas bien avec celle d'un pays dont les dirigeants seraient durablement incapables de contrôler les finances publiques.
- Les élections législatives de 2002 et leurs conséquences : nous devons à Monsieur Istvan Hamecz, directeur des études économiques de La Banque Nationale de Hongrie, un éclairage précis sur la dérive des finances publiques survenue depuis 2002. La majorité libérale alors au pouvoir était très en avance dans les sondages et se voyait réélue : elle n'a pas vraiment fait campagne. L'opposition socialiste, qui se voyait battue, s'est alors lancée dans des promesses déraisonnables, qu'il a bien fallu tenir en partie dès l'instant qu'elle a remporté les élections. De là est née une augmentation des dépenses publiques notamment caractérisée par une augmentation des salaires des fonctionnaires de 16%. Celle-ci a été entretenue par le désir de « fabriquer » de la croissance au moment d'entrer dans l'UE (mise à niveau des infrastructures notamment) en 2004, puis le désir de se maintenir au pouvoir lors des législatives d'avril 2006.
- L'habileté politique de Ferenc Gyurcsany : une arme à double tranchant. Parfois présenté comme un Tony Blair magyar, le premier ministre socialiste est d'abord un homme d'affaire avisé. Il est le premier dirigeant de l'ex-bloc soviétique à avoir réussi à maintenir son parti au pouvoir au terme d'un premier mandat. Sa recette a été simple : maintien de dépenses publiques à un niveau élevé jusqu'aux élections avec dissimulation partielle du déficit, puis opération vérité sur les comptes ensuite, dans la perspective de la présentation du plan de convergence prévue pour septembre 2006. Cette habileté n'a plu ni à S&P, qui a rétrogradé la notation de la dette locale hongroise à BBB+, ni aux investisseurs internationaux.

- La Banque Nationale de Hongrie : une entité en quête d'identité. La composition du comité de politique monétaire, la personnalité du gouverneur Jarai, le changement d'environnement pour un pays comme ses voisins en plein changement à tout point de vue, rend l'action de la banque centrale parfois difficile à analyser. Le gouverneur passe de phases de critiques acerbes contre le gouvernement à des moments de silence sur lesquels on peut s'interroger. In fine, la banque centrale semble aujourd'hui concentrée sur son objectif d'inflation. Elle considère que la hausse des prix liée au plan de réduction du déficit budgétaire va rendre nécessaire une hausse des taux directeurs, actuellement à 6,75%.
- Le plan de réduction du déficit budgétaire : malgré les ajustements en cours, le déficit va dépasser 8% du PIB cette année, devrait se rapprocher de 6% en 2007 et de 4% en 2008. C'est dire que l'objectif de 3%, condition pour entrer dans ERM II, ne pourra être atteint avant 2009.
- Plan de convergence et adoption de l'euro : le gouvernement, en liaison avec la banque centrale, prépare un plan pour début septembre. Une première version avait été rejetée au début de cette année. Les autorités hongroises, après avoir singulièrement manqué de rigueur, sont sous la pression de l'UE pour remettre cette fois un plan crédible. L'adoption de l'euro ne peut pas avoir lieu selon nous avant 2011, un délai de deux ans s'appliquant après l'entrée dans ERM II.
- Les progrès du pays : dans les rues de Budapest, on peut constater les progrès réalisés en cinq ans, l'ouverture du pays aux courants qui traversent l'économie mondialisée et le pragmatisme qui habite les acteurs du commerce local. Le parc automobile s'est développé. Des immeubles anciens sont rénovés et abritent parfois des hôtels de chaînes internationales (Four Seasons à côté du Sofitel et de l'Intercontinental, construit en 1981 sur une architecture déjà occidentale). Des immeubles nouveaux sont érigés : les caractéristiques apparaissent parfois en Hongrois et en Anglais. Les cartes des restaurants sont souvent bilingues. Sur certains bus avec lesquels la ville se visite, toutes les inscriptions sont en anglais. D'une manière générale, le pragmatisme hongrois a amené à adopter l'anglais partout où cela est nécessaire. Nous avons retrouvé là nos impressions de l'année 2001. L'euro est utilisable partout pour les touristes.

Conclusion : les difficultés rencontrées dans la gestion de l'économie hongroise ces dernières années nous semblent avoir un aspect conjoncturel lié au contexte décrit ci-dessus. Nous ne croyons pas à une incapacité du pays à faire aussi bien que ses voisins polonais, tchèques ou slovaques. Au contraire, il nous semble peu probable que la population et les dirigeants acceptent de se projeter dans un scénario qui ferait définitivement du pays le mauvais élève de la classe que constitue le groupe de Visegrad. La Hongrie est notamment en avance dans bien des domaines sur la Slovaquie qui va sans doute adopter l'euro en 2009.

Il nous semble donc logique de penser que le pays va fournir l'effort nécessaire pour assainir ses finances publiques, ce qui permettra une amélioration de la balance courante, et adopter l'euro dans des délais qui ne le placent pas dans une position de retardataire dont il aurait à rougir.

Dans ce contexte, les marchés hongrois (actions et taux), ainsi que la devise, apparaissent attrayants au sein de notre univers d'investissement.



Les informations contenues dans ce document représentent l'opinion actuelle de Stelphia Asset Management sur les points cités à la date de publication. Stelphia Asset Management s'adapte aux conditions fluctuantes du marché et cette opinion ne doit pas être interprétée comme un engagement de la part de Stelphia Asset Management ;

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et STELPHIA ASSET MANAGEMENT EXCLUT TOUTE GARANTIE, EXPRESSE OU IMPLICITE, EN CE QUI CONCERNE LES INFORMATIONS CONTENUES DANS CE DOCUMENT.

L'utilisateur est tenu d'observer la réglementation relative aux droits d'auteur applicable dans son pays. En vertu des droits d'auteur, aucune partie de ce document ne peut être reproduite, stockée, introduite dans un système d'archive ou transmise à quelque fin ou par quelque moyen que ce soit (électronique, mécanique, photocopie, enregistrement ou autre) sans la permission expresse et écrite de Stelphia Asset Management.

Août 2006 – Stelphia Asset Management. Tous droits réservés.