

QUE RESTE-T-IL DU ROUBLE ?

La dévaluation du rouble russe, le 17 août 1998, associée à un défaut de paiement sur une partie importante de la dette publique, marque une rupture profonde dans l'expérience de transition en Russie ouverte depuis la fin des années quatre-vingt. Alors que les options de l'équipe arrivée au pouvoir à l'automne étaient encore imprécises (gouvernement et banque centrale), une table ronde a été organisée au CEPII, le 15 octobre : la discussion a porté à la fois sur l'analyse de la situation nouvelle créée par les décisions du 17 août et sur les perspectives qu'elles ouvrent à moyen terme. Comme on le lira, le débat a été vif¹.

Jérôme Sgard, Economiste au CEPII, situe le principal problème de la Russie au niveau de la démonétisation de l'économie, et estime que, dans un tel environnement, un Currency Board, serait sans doute un moindre mal, dès lors qu'il bénéficierait d'un soutien politique suffisamment large. Jacques Sapir, Directeur d'études à l'EHESS, et auteur d'un ouvrage récent, « Le krach russe »², rejette l'option d'un Currency Board, qui ferait au contraire éclater le système monétaire, et centre l'analyse de la crise sur la restructuration des banques et de la dette. Pour Yves Zlotowski, Consultant au CERI, la politique monétaire est aujourd'hui un problème secondaire. Il s'agit de régler les impayés, ce qui ne renvoie pas seulement à une contrainte de liquidité, et de restructurer le système bancaire.

Participants à cette table-ronde :

- Présidente : Agnès Bénassy-Quéré, Conseiller scientifique au CEPII
Intervenants : Jérôme Sgard, Economiste au CEPII
Jacques Sapir, Directeur d'études à l'EHESS
Yves Zlotowski, Consultant au CERI
Michel Aglietta, Conseiller scientifique au CEPII

1. Le compte-rendu de cette table-ronde a été rédigé par PHILIPPINE COUR, économiste au CEPII (e-mail : cour@cepii.fr).

2. Paru aux éditions La Découverte, 1998.

JÉRÔME SGARD

De l'utilité d'un Currency Board

La question du recours à un *Currency Board* en Russie est posée moins en raison des risques inflationnistes actuels, si élevés soient-ils, que du fait de la situation d'extrême démonétisation de cette économie. Après les années de haute inflation, de 1991 à 1995, la reconstitution des agrégats monétaires est restée très partielle : avec une base de dépôts bancaires en roubles de l'ordre de 8 % du PIB avant la crise d'août, les marges de manœuvre de la politique monétaire apparaissent extrêmement limitées. La rapidité avec laquelle l'inflation a suivi la dévaluation, après le 17 août 1998, puis s'est ralentie en octobre, reflète cette situation beaucoup plus détériorée, par exemple, qu'en Pologne après l'inflation de 1988-89 ou même en Bulgarie après la crise de 1996-1997 : la dynamique des prix internes, au-delà de ses divergences régionales, apparaît étroitement liée aux fluctuations du change. De même, face à une demande de monnaie dans le public qui a dû encore se réduire au cours des dernières semaines, toute injection de monnaie un tant soit peu importante risque de se traduire alternativement par une inflation forte ou une reprise de la dépréciation du rouble.

En outre, la destruction de l'institution monétaire en Russie paraît qualitativement plus profonde que dans la plupart des expériences classiques de haute inflation, dans la mesure où elle touche les deux fonctions monétaires classiques. Le rouble n'a pas seulement perdu sa fonction d'unité de compte, par la dollarisation, mais aussi sa fonction d'unité de paiement, résultat de la fragmentation monétaire. Celle-ci prend trois formes : *i*) la multiplication des titres de dette privés nommés Wechsel³, *ii*) la multiplication des arriérés de paiements privés et publics, *iii*) le développement du troc. Dans ces conditions, le danger est donc grand de voir se multiplier des monnaies régionales de qualités diverses ce qui, à l'évidence, aurait des conséquences politiques très graves, que tout le monde peut apprécier aisément. On peut ainsi interpréter le défaut de paiement sur la dette publique, largement détenue par des non-résidents, comme l'extension de ce blocage progressif de la circulation monétaire dans cette économie.

L'expérience argentine de *Currency Board* montre qu'il faut envisager ce régime comme dernier recours possible pour préserver une monnaie nationale, et éviter une dollarisation complète de l'économie. Il est l'ultime instrument de sauvetage d'une monnaie nationale en cours de destruction rapide, et une base de départ pour tenter de reconstruire progressivement sa crédibilité. Techniquement, ce type de régime consiste à adosser toute la base monétaire émise par la banque centrale sur des réserves de change, à la fois en termes de stocks et de variations à la marge : le taux de change fixe et l'impossibilité, pour l'institut d'émission, de refinancer des actifs domestiques conduisent ainsi à asservir la politique monétaire nationale à celle de son "ancrage" externe. Il est clair donc que ce mécanisme est très contraignant : il demande un consensus politique large sur cette constitution monétaire, mais suppose aussi un alignement assez rapide des règles du jeu microéconomiques sur cette discipline monétaire.

3. NDLR : littéralement, lettres de change.

En Russie, ce choix hypothétique aurait pour objectif d'institutionnaliser des contraintes de fait, héritées des dix dernières années, et de permettre ainsi de les gérer dans les moins mauvaises conditions. Il reposerait donc sur le principe qu'un tel régime *n'ajouterait pas* des contraintes objectives, mais qu'il formaliserait les contraintes *déjà* présentes dans une situation monétaire extrêmement dégradée. Cette proposition ne découle donc pas d'un choix normatif ou idéologique, mais d'une analyse des conditions dans lesquelles peut être conduite la politique monétaire russe, après le désastre de l'été 1998, face aux risques aigus que comporterait toute sur-estimation des marges de manœuvre existantes : une reprise de la très haute inflation, la multiplication des contrôles de prix, la fragmentation de l'espace régional, l'opacité encore accrue de la structure des prix relatifs.

Le Currency Board n'est pas la panacée...

Au-delà de contraintes politiques évidentes, deux obstacles s'opposent cependant à l'efficacité d'un *Currency Board* dans le contexte d'une transition difficile.

D'abord, ce type de régime n'est en aucune mesure un substitut à une stratégie de transition qui a échoué. L'échec de la politique économique russe a pour source première l'impuissance à imposer une discipline financière forte sur les agents microéconomiques, tout particulièrement les banques et les grands groupes industriels ; de ce point de vue, un tel mécanisme monétaire ne se substitue aucunement à l'effort de discipline microéconomique sans lequel les réformes de transition n'aboutiront pas. Comme on le constate en Bulgarie, une telle règle monétaire n'implique aucunement un ajustement automatique ou spontané des comportements financiers des agents.

Ensuite, un des problèmes les plus difficiles de la situation actuelle porte sur la recapitalisation des banques. Si, par hypothèse, il faut injecter en capital l'équivalent de 4, 6 ou 8 % du PIB dans les banques que l'on décide de sauver, il faut trouver des ressources non-inflationnistes adéquates : outre qu'une injection de *cash* dans les banques suppose qu'il y ait une demande équivalente de monnaie de base dans le public, celle-ci ne répondrait pas au besoin en capital des banques. Un apport de liquidité permettrait de dégeler un certain nombre de transactions, notamment de type interbancaire, mais il ne répondrait pas au problème de solvabilité qui est à la source de l'effondrement des banques. Un apport unilatéral en capital doit donc compenser les pertes accumulées à l'actif des banques pour rétablir des conditions d'exploitation stables, sur le plan du compte d'exploitation. Sinon, les problèmes d'illiquidité réapparaîtront fatalement. Ainsi, au-delà du déblocage des transactions, la stabilisation suppose un transfert en capital qui viendra alternativement de nouveaux actionnaires, qui ne sauraient être qu'étrangers, ou bien de l'Etat, qui devrait ainsi accroître sa propre dette alors même qu'il est en cessation de paiement.

... mais un instrument pour éviter que le désastre ne s'accroisse.

Aucune stratégie alternative ne se dessine pour défendre la stabilité monétaire en Russie, sinon une politique macroéconomique qui suivrait de fait les contraintes d'un *Currency Board*, mais sans les institutionnaliser dans une règle

du jeu explicite. Alternativement, il paraît difficile d'envisager une stratégie intermédiaire ou graduelle, dans laquelle on s'accommoderait d'un niveau relativement soutenu d'inflation pendant une période intermédiaire, par exemple de 12 à 18 mois, afin de résoudre un certain nombre de problèmes structurels ou sociaux hérités de la période précédente. Ceci ne reflète pas une préférence pour une inflation très basse, mais des doutes forts quant à la possibilité de trouver un moyen terme viable entre une inflation très élevée et un ancrage assez direct sur l'inflation internationale, à travers une politique de change rigide. Ceci est depuis la fin des années quatre-vingt, en Amérique latine, la contrainte majeure héritée des phases antérieures de haute inflation, qu'elle prenne la forme d'un régime de *Currency Board*, comme en Argentine, ou bien celle d'un *crawling peg* très resserré, comme au Brésil.

En revanche, si les marges de manœuvre actuelles sont surestimées par les pouvoirs publics, le risque est que toute tentative de relance de l'activité par le crédit public achève de détruire la monnaie nationale. Or, sans monnaie, pas de définition de prix relatifs, donc pas de règle d'allocation des ressources. De même, le caractère effectivement coercitif de la contrainte financière exercée sur les agents décentralisés – c'est-à-dire l'enjeu majeur de la transition sur le plan microéconomique – nécessite lui aussi le support d'une monnaie jouissant de ses pleines fonctions.

JACQUES SAPIR

Jacques Sapir se propose de rappeler l'état du débat sur la sortie de crise en Russie, avant de dresser le tableau de la réponse du gouvernement russe, et d'exposer les scénarii envisageables.

L'état du débat : Currency Board et risque d'émergence de monnaies locales

La question du *Currency Board* est morte, pour deux raisons. Un *Currency Board* impliquerait une telle rigidité de l'offre de monnaie que, dans les conditions présentes, ceci ne pourrait qu'accélérer l'émergence de monnaies régionales⁴. La politique restrictive menée par la banque centrale entre 1995 et 1998 – la base monétaire russe a diminué de 10 % entre juillet 1997 et juillet 1998 –, a déjà favorisé le développement de systèmes locaux de paiements, de plus en plus déconnectés du système national dans un certain nombre de régions, comme le Tatarstan, Kourgane, Koursk. Or, les dirigeants ont pour souci premier le maintien de l'unité nationale.

Ce qui tient en Argentine n'est pas transposable à la Russie. Le risque d'éclatement monétaire de la Russie traduit une réaction de groupes de producteurs à la politique mise en place à Moscou, celle d'une minorité qui impose une règle monétaire rigide en même temps qu'une ouverture, donc une structure de prix relatifs, favorisant les exportateurs de pétrole, inadaptée à la situation des régions. En effet, le système de production russe ne peut s'adapter en deux ans. Mais en

4. NDLR : il s'agit, par exemple, de coupons d'achat dont l'utilisation est réservée aux magasins d'un certain périmètre. Ces formes de « monnaie locale » étaient apparues en 1991-1992, avant de disparaître en 1993. Le recours à ces monnaies pointerait à nouveau aujourd'hui.

Russie, les prix sont plus révélateurs de rapports de forces que signaux de rareté. C'est pour cela que le problème ne peut être abordé du seul point de vue monétaire. Paradoxalement, la réduction de l'inflation entre 1994 et 1997 n'a pas entraîné de recul de la pratique du troc⁵, bien au contraire. L'évolution actuelle vers une politique consensuelle à Moscou peut rendre possible le démantèlement des pratiques de paiement locales.

Il faut souligner l'importance des disparités régionales, et donc de la perception de la crise par les populations. Les taux d'inflation, notamment, qui sont annoncés pour l'ensemble de la fédération, ne représentent rien. Ainsi, entre le 18 août et le 18 septembre, ils s'élevaient à 125 % à Moscou, mais à seulement 7 % à Voronezh. Les calculs d'inflation couramment publiés sont réalisés sur la base d'une dizaine de villes. Le chiffre d'inflation moyenne cache une dispersion énorme. On ne peut pas parler d'une inflation russe, mais d'inflations. Ces disparités ont eu pour conséquence, dans les premiers jours après le déclenchement de la crise, l'émergence instantanée de barrières aux échanges interrégionaux. Le gouvernement russe s'est attaché à supprimer ces pratiques. Dans une large mesure, il semble aujourd'hui y avoir réussi. La contrepartie de ceci reste cependant une politique budgétaire fédérale beaucoup plus active que par le passé, et l'abandon de pratiques de sequestration budgétaire. Globalement, avec Primakov au pouvoir, et Geraschenko à la tête de la banque centrale, le signal d'une volonté de cohésion nationale est clair. Le gouvernement doit réalimenter les structures de crédit qui permettent les échanges, afin de remédier au problème d'appariement entre les stocks et les consommateurs. L'effondrement du système commercial présente de gros risques, c'est la raison pour laquelle le gouvernement a procédé au sauvetage de SBS-Agro, acteur dans la distribution alimentaire régionale.

Les réponses du gouvernement russe à la crise

La division du travail entre Geraschenko, gouverneur de la Banque centrale de Russie (BCR), et Maslioukov, vice-premier ministre chargé de l'économie, soulève un problème de définition des compétences. Le premier remet de l'ordre dans la maison en s'attachant à la stabilisation immédiate de la Russie, et mène la manœuvre. Le second se charge de préparer un programme de travail pour les deux ans à venir. Le ministre des Finances, Zadornov, n'a qu'une fonction cosmétique pour les Occidentaux.

La stratégie de Geraschenko consiste à pousser certains acteurs à la faute, afin de pouvoir ensuite faire passer les réformes désirées. Son autorité est reconnue et la BCR parvient à imposer ses règles du jeu aux banques. Elle commence à bien contrôler les flux de devises (50 % des entrées de devises doivent revenir à la BCR⁶), et à réaccumuler des réserves de change. Les évasions de capitaux sont fortement tombées à partir de fin septembre, montrant que le contrôle était techniquement possible si on en avait la volonté politique. De fait, le marché interbancaire du change, le MICEX, n'a plus qu'un rôle marginal, et la BCR est redevenue la source essentielle de devises pour les importateurs. Autre bonne nouvelle, la balance commerciale est en passe d'être excédentaire, suite à la contraction des

5. NDLR : Les échanges internes étaient réalisés en majorité sous forme de troc. La monnaie ayant été dotée de ses pleines fonctions en 1992, le recul du troc avait alors été amorcé.

6. NDLR : Depuis, Primakov a annoncé un nouveau programme, relevant ces taux à 75 % au 31 octobre 1998.

importations, ce qui desserre quelque peu la contrainte de financement de la dette. Si la Russie fait la démonstration de sa capacité à maintenir le flux des intérêts, la renégociation du capital sera toujours possible. Or, les problèmes de l'annulation du défaut et de la restructuration du système bancaire sont liés. La Russie s'oriente vers l'annulation du défaut sur la dette⁷, car le nouveau gouvernement est désormais opérant.

Mais certaines banques américaines ont engagé des actions légales contre les banques russes pour les opérations qu'elles ont effectuées en *futures* sur le dollar au printemps dernier, à l'origine des remboursements importants en dollars que l'on exige maintenant d'elles. En effet, dans un mouvement de fuite en avant, les banques russes jouaient en position ouverte sur une hausse du rouble et des GKO. Tout le monde pensait alors que le gouvernement russe avait permis ces développements pour favoriser certains proches et pouvoir user d'un levier auprès des Occidentaux, qui feraient beaucoup pour éviter un déclenchement de crise. En réponse aux revendications des banques américaines, la Russie menace, si elles maintiennent leurs actions, de les discriminer des autres banques lors du remboursement des GKO. Cette discrimination viendrait s'ajouter à celle qui s'opère en la faveur des banques résidentes, auxquelles le gouvernement a proposé de racheter les bons d'Etat à leur valeur faciale. Implicitement, le gouvernement russe fait peser la menace d'un défaut sur le paiement de la dette extérieure. Aujourd'hui, le marché financier est très étroit, notamment en conséquence du contrôle des changes, ce qui entrave le commerce extérieur. La restructuration des banques passera par la suppression d'un grand nombre d'entre elles, 100 à 150 banques devraient survivre d'ici à la fin de l'année, dont moins d'une dizaine à Moscou. Les banques sont acculées à ouvrir leur capital à l'étranger pour survivre.

Deux scénarii possibles

La situation politique au lendemain du 17 août est fort différente de la période précédente. Les oligarches ont les reins brisés. L'Etat dispose donc d'un champ d'action plus important. En témoignent par exemple les améliorations des revenus des services de douanes, qui ont été spectaculaires.

Deux scénarii sont désormais possibles. Dans le pire des cas, les banques américaines continuent leur action en justice, ce qui conduirait à une escalade de représailles entre la Russie et les États-Unis. Cependant, on peut espérer éviter que les choses s'enveniment à ce point.

L'excédent de la balance courante pourrait être de l'ordre de 25 à 35 milliards en 1998. C'est insuffisant si la Russie doit rembourser le capital des emprunts arrivant à échéance en 1999, mais cela met le gouvernement russe dans une bien meilleure position de négociation de la dette. La négociation sera éminemment politique, d'Etat à Etat, avec la perspective d'une restructuration des dettes interne et externe d'ici la fin de l'année. Il y aurait de fait une dénationalisation des banques et des entreprises exportatrices, mais le gouvernement aurait la possibilité de contrôler à nouveau la rente des matières premières. On peut s'attendre à ce que disparaissent, d'ici quelques mois, les rentes d'intermédiation liées au système de négociation actuel.

7. NDLR : cependant, la Russie a fait depuis une demande de rééchelonnement de sa dette en GKO, le 4 novembre dernier. Notons que sont distingués l'endettement hérité de l'Union soviétique et celui de la Russie, en GKO.

YVES ZLOTOWSKI

La mise en place d'un Currency Board n'est pas à l'ordre du jour

Il est possible qu'il y ait de l'hyperinflation dans six mois ou un an, on en prendra alors acte. Mais la question est de savoir que faire aujourd'hui. L'option d'un *Currency Board* manque de pertinence face à la réalité russe. On ne peut confondre une règle dure de politique monétaire et une discipline de paiement, car on ne part pas d'une situation d'hyperinflation, mais de trois ans de stabilisation monétaire, qui ont conduit à une réduction significative de l'inflation, associée cependant à une démonétisation. La politique monétaire est un problème secondaire aujourd'hui, peut-être se posera-t-il dans six mois ou un an.

Les choix de politique économique qui s'offrent au gouvernement sont incompatibles avec la mise en place d'un *Currency Board*, le gouvernement ayant l'intention d'injecter de la monnaie afin de répondre aux deux problèmes de la Russie d'aujourd'hui : le règlement des impayés et la sauvegarde du système bancaire.

Les arriérés de paiements et la sauvegarde du système bancaire

Les arriérés de salaires s'élèvent à 84 milliards de roubles, dont seuls 25 % concernent l'Etat. Les émissions monétaires entreprises par le gouvernement, faciliteront les paiements, mais ne permettront donc de régler qu'une partie du stock des impayés. Il faut, pour régler les impayés de l'Etat, qu'un trésor public soit créé, tout simplement pour que l'argent parvienne bien aux destinataires. Jusqu'à présent, en effet, ce sont les banques commerciales qui gèrent les fonds de salaires de l'Etat. Certaines n'effectuent pas les paiements, car si elles en ont les moyens, elles ont le pouvoir de ne pas payer. L'émission monétaire – et l'inflation – effaceront bien une partie de la dette passée mais elles peuvent agir comme une incitation à contracter de nouvelles dettes, les agents pouvant anticiper une nouvelle émission. La source des difficultés réside dans la société russe elle-même, qui freine les restructurations des entreprises. Il faut créer une agence qui prenne en charge les stocks de dette en contrepartie de contraintes exercées sur les entreprises pour qu'elles se restructurent. Sans cela, les émissions risquent d'avoir un effet désastreux sur les impayés. Le système bancaire étant assommé, c'est le moment opportun de passer à la phase douloureuse de restructurations, qui commence visiblement.

La crise financière crée un vrai risque de démembrement monétaire sous forme d'un éclatement régional. En effet, l'Etat était partie prenante de la démonétisation, et son système de régulation s'est écroulé du fait de la crise. Celle-ci donne une nouvelle force à tout système financier para-Etatique, qui a vertu de bouclier.

MICHEL AGLIETTA

Le sauvetage du système bancaire passe par l'injection de capitaux...

Les difficultés des banques tiennent à la chute du rouble, qui a perdu les 2/3 de sa valeur, à celle de la Bourse, à hauteur de 90 %, et à la destruction du marché obligataire. Si les 3/4 ou les 4/5 des banques doivent disparaître, un problème se pose pour celles qui restent. Une recapitalisation est urgente, si la Russie veut s'en sortir. La BERD pourrait d'ailleurs prendre part à son orchestration. Il s'agit de capitaliser les banques qui subsisteront, plutôt que de les recapitaliser, puisqu'elles n'ont plus de fonds. Cela ne peut se faire qu'à partir d'argent public, car il n'y a plus d'argent privé, l'épargne est non mobilisable. Le coût du sauvetage a été évalué à 5 à 7 % du PIB, qui viennent s'ajouter au déficit dû aux non-rentées fiscales. Il n'existe pas de ressource publique nouvelle autre que celle que procurera l'émission. L'émission est nécessaire pour la restructuration des banques, or un *Currency Board* s'y opposerait immédiatement. Par ailleurs, le système bancaire doit abandonner les outils sophistiqués qu'il avait récemment développés sur les marchés dérivés, et revenir à un système frustre, plus compatible avec la situation de la Russie. Un retour au bon vieil escompte est en particulier nécessaire, sur la base duquel pourra s'appuyer le droit des créanciers, qui fait défaut en Russie.

... et par une sélection astucieuse des banques survivantes.

Le deuxième problème se situe au niveau des arriérés de salaires et de paiements, versements d'argent public qui doivent être effectués par les banques commerciales. Le gouvernement a adopté une solution astucieuse pour discerner les bonnes banques de celles qui doivent être liquidées. Il se propose de racheter les stocks de GKO des banques avant le 31 décembre à leur valeur nominale, et les charge d'effectuer ensuite les paiements. Si les banques sont encore insolvables à la suite de cette opération, elles seront déclarées en faillite. Ainsi, la faillite ne résulte pas d'un constat judiciaire, mais prend un caractère automatique, d'une auto-déclaration.

La Russie dispose de trop peu de marge pour desserrer sa contrainte de financement.

Sur le plan de l'endettement extérieur, la dette russe, qui a été rééchelonnée, s'ajoute à la dette extérieure de l'Union soviétique. La Deutsche Bank évalue les règlements à échéance de fin 1998 à 14 milliards, et à échéance de fin 1999 à 35 milliards. La Russie ne peut trouver les montants nécessaires que dans les importations officielles de capitaux et dans l'excédent courant, sachant qu'elle n'est pas en mesure de puiser dans ses réserves. L'alternative au remboursement reste de faire défaut. 49 milliards doivent être trouvés en 15 mois dans l'excédent courant, objectif très difficile à réaliser. L'évolution de l'excédent courant est donc un indicateur très important.

Une création monétaire se développera forcément sur un marché parallèle, le

marché officiel du rouble étant très étroit. La dépréciation effective du rouble se lira sur ce marché parallèle. Elle pourrait s'élever à 30 à 40 % par rapport au cours officiel, qui a déjà perdu 30 % en valeur réelle. Mais il ne faut pas en attendre d'effets bénéfiques pour l'économie. On peut se demander s'il y a en effet une quelconque élasticité des exportations à une dépréciation du rouble. De surcroît, l'appareil de production est très rigide.

Le diagnostic relatif aux erreurs commises, à l'impasse dans laquelle sont les réformes et aux difficultés de la situation actuelle font moins débat que la définition d'une stratégie viable de relance de la transition en Russie. Ainsi, il y a un accord assez large pour identifier les principaux risques actuels : les tendances fortes à un éclatement monétaire régional, la démonétisation accrue de l'économie, la difficulté à stabiliser le système bancaire. Toutefois, au-delà de la stratégie de réforme à définir, la question centrale est celle des ressources publiques, tant monétaires que fiscales, encore disponibles. C'est sans doute sur ce point que les divergences entre les participants à cette table ronde sont les plus importantes.