

# Réussir la stabilisation monétaire en 1993

Jeffrey Sachs \*

## Résumé

*L'inflation russe qui risque de dégénérer en hyperinflation est un phénomène monétaire : la création monétaire se répercute rapidement sur les prix avec un délai de deux à trois mois. Des trois sources de création monétaire enregistrées en 1992 – le financement du déficit budgétaire, les crédits aux autres républiques de l'ex-URSS et le crédit aux entreprises – la dernière est de loin la plus importante, puisqu'elle représente 54 % du total. Ce diagnostic permet à l'auteur de proposer pour 1993 un programme de stabilisation basé sur une politique monétaire restrictive.*

*Ce programme vise avant tout à contenir le crédit aux entreprises. Ceci peut être fait sans dommage pour le secteur productif, car les entreprises étant en Russie les principaux détenteurs d'avois monétaires, ce sont elles qui souffrent le plus de l'inflation. La hausse des prix réduit la valeur réelle de leurs encaisses. A des taux d'inflation de l'ordre de 20 % par mois, cette « taxe d'inflation » ruine la trésorerie des entreprises. Celles-ci réagissent en demandant de nouveaux crédits, entretenant ainsi un véritable cercle vicieux. Restreindre les nouveaux crédits est donc nécessaire. Mais pour ne pas étrangler le secteur productif, il faut au préalable annuler toutes les dettes contractées par les entreprises en 1992.*

*Le programme s'attaque ensuite aux deux autres sources de création monétaire. Concernant le budget, il préconise trois mesures : un financement obligataire pour une partie du déficit, un appel aux crédits des organismes internationaux pour financer certaines dépenses sociales, le relèvement des taxes sur l'énergie. Quant aux crédits aux républiques, il faut les interrompre, car ils constituent une forme*

\* Jeffrey Sachs est professeur au département d'économie de l'université de Harvard. La rédaction de cet article a été achevée le 7 mars 1993. Bien que le calendrier qu'il prévoit soit clairement dépassé, la logique économique des propositions qui y sont avancées demeure.

*d'aide extérieure déguisée que la Russie n'est pas en mesure de distribuer. Pour cela, les monnaies des différentes républiques doivent être séparées, et des marchés des changes créés pour les échanger.*

*Un taux de change fixe du rouble vis-à-vis du dollar complète le dispositif. Il permet en effet d'exercer une contrainte monétaire puisque toute création monétaire excessive est rapidement sanctionnée par la baisse des réserves en devises. Ce régime de change devrait être associé à une pleine convertibilité.*

## La situation monétaire

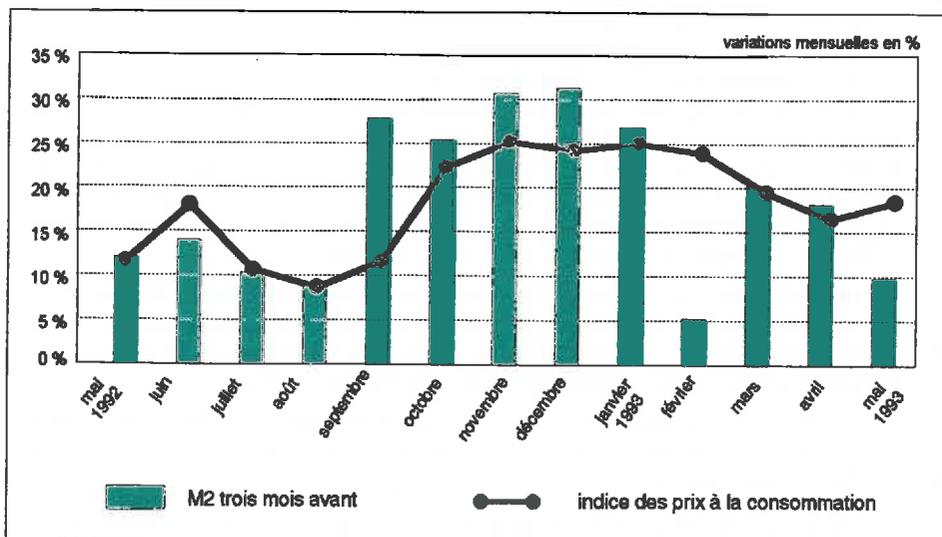
L'inflation atteint en Russie de 25 à 30 % par mois. Elle est due à une croissance monétaire rapide, sensiblement du même ordre de grandeur<sup>1</sup>. L'expérience de 1992 suggère que le délai entre la croissance de la monnaie et celle des prix est maintenant très court, de deux à trois mois (graphique 1). Durant les premiers mois de 1992, la croissance monétaire s'est maintenue aux environs de 10 % et l'inflation est tombée à ce taux vers le milieu de l'année. Après le changement de direction à la Banque centrale de Russie (BCR), qui est intervenu à l'été, la croissance monétaire a crû environ de 30 % par mois. En octobre, la progression de l'inflation a elle aussi atteint ce rythme.

La façon dont la croissance monétaire est répercutée sur l'inflation emprunte différents canaux. Certains sont « standards », d'autres spécifiques aux économies socialistes. Parmi les canaux traditionnels, le plus puissant semble passer par le taux de change : un accroissement de la masse monétaire en roubles provoque une dépréciation du rouble, et par conséquent une augmentation du prix des biens échangeables, y compris les produits alimentaires, l'énergie et autres matières premières. Ces derniers mois, les mouvements hebdomadaires du prix des marchandises sur les différents marchés ont été étroitement liés aux mouvements hebdomadaires des taux de change. A cela s'ajoute une liaison monnaie-prix caractéristique des économies socialistes qui tient à la relation entre crédits de la banque centrale et augmentation des salaires dans les entreprises d'Etat. La banque centrale fournit les crédits qui permettent aux entreprises d'augmenter les salaires nominaux. Cette relation s'est également manifestée dans les pays de l'Europe de l'Est au début de la transition.

1. Les données monétaires rapportées ici sont sujettes à caution en raison de l'imprécision de la collecte, de l'incertitude sur la manière dont les champs d'observation sont définis, enfin des délais de publication. Les chiffres avancés dans cette étude doivent donc être considérés comme indicatifs. Une part de cette incertitude tient au contexte économique dominé par une forte inflation ; le reste de cette incertitude ne pourra être atténuée que si la Banque centrale de Russie parvient à établir une coordination étroite avec les organisations internationales qui s'attachent à mettre en place un système statistique conforme aux pratiques internationales.

## GRAPHIQUE 1

## Masse monétaire M2 et inflation avec un décalage de trois mois



Sources : Russian Economic Trends et Banque Centrale de Russie

S'il y a une possibilité de voir l'inflation se stabiliser à environ 30 % par mois, il y a aussi un réel danger de la voir augmenter substantiellement jusqu'à atteindre le stade de l'hyperinflation ouverte (supérieure à 50 % par mois), et ce pour plusieurs raisons à la fois économiques et politiques :

- l'impuissance des réformateurs à stabiliser la situation risque de diminuer considérablement leur influence sur le budget et la politique monétaire ;
- le système fiscal peut fort bien se déformer sous la pression d'une forte inflation (effet Tanzi-Olivera) ;
- les républiques autonomes de Russie menacent de saper de l'intérieur la politique monétaire russe. Comme en 1992 dans l'ancienne Union soviétique, les « banques centrales » décentralisées des républiques autonomes russes pourraient commencer à émettre des crédits sans l'autorisation de la BCR, plaçant celle-ci devant le fait accompli ;
- la persistance de la crise conduit à un accroissement des dépenses sociales et des capitaux nécessaires au renflouement des entreprises ; ceci vient alimenter le déficit budgétaire et donc la création monétaire ;
- la combinaison d'une forte inflation et d'une déficience du système des paiements bancaires continue à détériorer les liens économiques entre les entreprises ; l'inflation tournant autour de 30 % par mois et les règlements

mettant facilement deux à quatre semaines pour s'effectuer, la valeur réelle des contrats entre les entreprises est arbitraire et sujette à d'énormes oscillations.

La persistance de la crise inflationniste sape également les mesures de libéralisation qui étaient au cœur des réformes de 1992. L'inflation est, à tort, largement attribuée aux « monopolistes », aux « spéculateurs », à la « mafia » et aux « capitalistes internationaux », plutôt qu'à la politique monétaire. Comme le disait Keynes, l'inflation « engage toutes les forces cachées de l'économie du côté de la destruction et elle le fait d'une manière telle que moins d'un homme sur un million est capable de le diagnostiquer ». Les erreurs d'appréciation amènent les économistes à préconiser selon les cas un retour au contrôle des prix ou aux commandes d'Etat, un système artificiel de taux de change multiple, des exportations et des importations centralisées, des restrictions administratives pour l'usage des devises étrangères, etc. En d'autres termes, les effets corrosifs de l'inflation s'attaquent au cœur même des réformes.

Les augmentations de la masse monétaire résultent des crédits alloués par la banque centrale à trois types de bénéficiaires : le budget, les autres républiques et les entreprises d'Etat. Cette allocation se fait par l'intermédiaire des banques commerciales et des programmes spéciaux du ministère des Finances.

Les crédits de la banque centrale se sont répartis approximativement comme suit pour 1992 : i) budget : 21 % ; ii) autres républiques : 25 % ; iii) entreprises : 54 % (tableau 1).

Il est clair que la principale raison de l'expansion du crédit en 1992 n'est pas le déficit budgétaire. Le financement monétaire du déficit budgétaire représente de l'ordre de 8 % du PIB (tableau 1). Ce chiffre exagère même sans doute l'ampleur du financement inflationniste du déficit, dans la mesure où les comptes publics hors-budget (en particulier le fonds de retraite fédéral et les comptes publics locaux) produisent des excédents plutôt que des pertes. L'excédent du fonds de retraite serait de plus de 300 milliards de roubles, et les excédents publics locaux avoisineraient la même somme. Le secteur public consolidé (à l'exception des crédits aux entreprises d'Etat) a donc emprunté approximativement 4 % du PIB à la Banque centrale de Russie.

Les crédits aux entreprises représentent la source la plus importante de création monétaire. Ils comprennent des crédits directs (subventions) accordés par les banques commerciales, ainsi que des crédits octroyés directement par le ministère des Finances. Les partisans du crédit aux entreprises — principalement à la banque centrale et au Parlement — le justifient par la nécessité d'éviter l'effondrement du secteur industriel d'Etat. Mais il y a là une erreur fondamentale, qui a été négligée dans la discussion de politique économique. Puisque les entreprises (et non les ménages) sont les détenteurs les plus importants d'avoirs monétaires, elles sont de ce fait les principales victimes de l'inflation<sup>2</sup>. Ce sont

2. En décembre 1992, la masse monétaire M2 (monnaie, plus comptes courants, plus comptes d'épargne) s'élevait à 7,1 trillions de roubles, dont 1,7 en monnaie, 5,2 en comptes courants, 0,2 en comptes d'épargne. Les 5,3 trillions des comptes bancaires se décomposaient environ en 4,5 trillions de roubles de comptes d'entreprises (environ 85 %) et 0,8 trillions de comptes de particuliers (essentiellement déposés à la Sberbank). Il n'y a pas de chiffres disponibles sur les avoirs en cash des entreprises et des ménages.

TABLEAU 1

## Crédits octroyés par la Banque centrale de Russie en 1992

	Croissance totale		En % du PIB
	en milliards de roubles	en %	
Total	6,099	100	40
Budget	1,263	21	8
Entreprises *	3,306	54	22
– Via les banques commerciales	2,524	41	16
– Via le ministère des Finances	0,782	13	6
Autres républiques	1,532	25	10

\* Les crédits aux entreprises comprennent tous les crédits de la banque centrale aux banques commerciales, plus quelques lignes de crédit via le ministère des Finances, y compris les crédits pour l'indexation des fonds de roulement (600 milliards de roubles) et divers prêts sectoriels. Il y a plusieurs comptes publics hors-budget qui ont été excédentaires en 1992, si bien que le crédit net de la banque centrale au secteur public consolidé est en fait moins important que ne le montre le tableau (il avoisine peut-être la moitié de ce montant).

elles qui supportent l'essentielle de la taxe inflationniste (c'est-à-dire la perte de valeur réelle des comptes bancaires résultant de la hausse des prix), ainsi que l'inefficacité et la lenteur du système des paiements dans un contexte d'inflation élevée. Ainsi le bénéfice net du financement inflationniste pour les entreprises a été beaucoup plus faible que son bénéfice brut.

Le niveau élevé de l'inflation contraint les entreprises à utiliser la majeure partie des crédits qu'elles reçoivent pour accroître leurs avoirs bancaires, afin de compenser la chute de leur valeur réelle. En 1992, 600 milliards de roubles de progression du crédit – au moins – ont servi à l'« indexation » du fonds de roulement (autrement dit à la restauration de sa valeur réelle). La plupart des crédits restants ont en fait été affectés au même usage. Bien que les chiffres ne soient pas tout à fait sûrs (les sources divergent), il semblerait que les entreprises aient globalement emprunté 4,4 trillions environ aux banques commerciales (y compris les 3,2 trillions de subventions allouées par l'intermédiaire de ces banques commerciales). En même temps, les dépôts des entreprises en roubles ont augmenté de 3,2 trillions de roubles, tandis que les avoirs en cash ont probablement augmenté de quelque 0,4 trillion (en admettant que le cash des entreprises représente environ un quart du cash total en circulation). Les comptes en dollars des entreprises dans des banques russes ont également augmenté pour se situer aux environs de 5 milliards de dollars ou de 3,3 trillions de roubles au taux de change actuel. Dans l'ensemble donc, l'accroissement des avoirs monétaires totaux des entreprises a dépassé la totalité des crédits attribués au secteur. Ainsi, une forte diminution du crédit global aux entreprises ne réduirait pas le flux net de ressources dont elles bénéficient.

## ■ Quelle politique de crédit pour soutenir la stabilisation ?

Pour parvenir à la stabilisation monétaire, il faut ralentir l'accroissement des nouveaux crédits émis par la banque centrale, et empêcher les réserves excédentaires du système bancaire d'alimenter une nouvelle augmentation de la masse monétaire.

Trois moyens permettent de ralentir la progression des crédits internes :

- réduire le flux de crédits aux trois grands secteurs (budget, autres républiques, entreprises d'Etat) ;
- substituer des crédits internationaux aux crédits de la banque centrale ;
- substituer des crédits nationaux non-monétaires aux crédits de la banque centrale (par exemple, financer le déficit budgétaire par des bons du Trésor plutôt que par des crédits de la banque centrale).

Un programme de stabilisation intégré devrait utiliser ces trois méthodes simultanément. S'il est bien conçu, il peut parvenir à la stabilisation complète de l'économie, y compris à la stabilité du rouble par rapport au dollar.

Considérons d'abord les crédits de la banque centrale aux autres républiques. Il faut les réduire à zéro, et transférer au processus budgétaire officiel les apports de la Russie aux autres républiques. Comme nous le précisons plus loin, il convient de séparer le rouble russe des monnaies des autres républiques afin d'empêcher que celles-ci aient les moyens d'émettre automatiquement des crédits en roubles. Il faudra ensuite considérer les crédits aux républiques comme une sorte d'aide extérieure, et non pas comme le sous-produit automatique d'une monnaie commune, comme c'était le cas jusqu'à présent. Dans ce cadre, le FMI et les Etats occidentaux ne devraient pas faire porter à la Russie la charge financière des autres républiques. Le FMI devrait cesser de pousser la Russie à maintenir des prix subventionnés pour les échanges interrépublicains de pétrole ; il devrait aussi arrêter de demander à la Russie d'aider les autres républiques, comme cela a encore été récemment le cas avec la Kirghizie.

Considérons ensuite les crédits aux entreprises. Les subventions (y compris l'indexation du fonds de roulement et les crédits dirigés de la Banque centrale de Russie) doivent complètement disparaître. Certains crédits aux banques commerciales peuvent encore avoir lieu, mais à un rythme beaucoup plus lent que ces derniers mois. Les entreprises seraient les premières bénéficiaires de la diminution de l'inflation puisqu'elles détiennent la majeure partie des avoirs monétaires. Elles n'ont donc pas à redouter une suppression des crédits si cette dernière permet de maîtriser l'inflation. En outre, les entreprises d'Etat disposent de dépôts, allant de 10 à 15 milliards de dollars, auprès des banques russes (sans parler des milliards dans les comptes off-shore) qui peuvent être convertis en roubles pour maintenir les dépenses en cas de réduction des crédits intérieurs.

Néanmoins, pour marquer l'accord politique sur la réduction des crédits aux entreprises et pour s'assurer que les liquidités de celles-ci ne sont pas indûment diminuées par la réduction des nouveaux crédits, le gouvernement russe et la banque centrale pourraient envisager, parallèlement au net ralentissement des nouveaux crédits, d'annuler les dettes des entreprises vis-à-vis des banques commerciales qui résultent des lignes de crédit spéciales ouvertes en 1992. De même, les dettes des banques commerciales envers la banque centrale résultant elles aussi de ces lignes de crédit, devraient être effacées. Les entreprises repartiraient ainsi à zéro mais conscientes du fait qu'elles ne pourraient plus compter en 1993 sur des flux importants de nouveaux crédits débloqués par les autorités centrales.

De plus, des lignes de crédit à long terme devraient être ouvertes en 1993 par la BERD, la Banque mondiale, et les agences de crédit à l'exportation pour environ 6 milliards de dollars (3,9 trillions de roubles au taux de change actuel) et affectées aux secteurs jugés prioritaires par la politique industrielle, soit :

- 2,5 milliards de dollars à l'énergie ;
- 1,5 milliard de dollars à la conversion militaire ;
- 2 milliards de dollars à l'agro-alimentaire.

Ces chiffres sont bien sûr indicatifs et devraient être précisés dans des programmes spécifiques.

Les mesures globales concernant le secteur industriel seraient donc les suivantes : une forte diminution des nouveaux crédits de la banque centrale aux entreprises et une élimination des crédits subventionnés ; une annulation (partielle ou totale) des dettes de 1992 résultant de prêts centralisés ; et la mise en place par les institutions financières internationales de nouvelles lignes de crédit à long terme. Les transferts nets de ressources réelles résultant de ce programme seraient largement positifs pour les entreprises.

Considérons maintenant les crédits au budget. Quatre mesures s'imposent pour réduire le financement du déficit budgétaire par la banque centrale :

- limiter le financement direct du budget par la banque centrale à 5 % du PIB ;
- augmenter la taxe sur l'énergie pour réduire le déficit budgétaire ;
- transformer le financement d'une partie du déficit en bons du Trésor (à des taux concurrentiels), vendus principalement aux banques et aux entreprises excédentaires ;
- obtenir des subventions allouées par les membres du G7 pour financer la protection sociale, ce qui permettrait d'alléger d'autant les charges imputées au budget de l'Etat.

Un point important pour réussir la stabilisation budgétaire sera le maintien à un faible niveau du service de la dette extérieure. La Russie a proposé de plafonner celui-ci à 2,5 milliards de dollars en 1993. Le Club de Paris a avancé le chiffre de 6,5 milliards de dollars. La différence – 4 milliards de dollars – exigerait un financement complémentaire de 2,6 trillions de roubles au taux en vigueur, soit environ 4 % du PIB ! Comparativement, cela équivaudrait à une

augmentation de charge annuelle sur le gouvernement fédéral des Etats-Unis de 360 milliards de dollars.

En plus des actions visant à réduire la progression des nouveaux crédits, une partie des réserves excédentaires détenues par le système bancaire devrait être bloquée, par l'instauration de nouvelles réserves obligatoires dès le début du programme de stabilisation. Une partie de ces réserves pourrait être convertie en bons du Trésor aux taux du marché, tandis que d'autres seraient mises sous séquestre par un accroissement des réserves obligatoires. Les banques gagneraient à la transformation de leurs réserves en dépôts rémunérés mais ne pourraient pas tirer sur ces fonds pour les prêter.

Le tableau 2 illustre les effets que l'on peut attendre d'un tel programme. L'inflation tomberait d'environ 16 % par mois au second trimestre 1993, à un peu plus de 4 % au premier trimestre 1994. Le crédit total augmenterait de 28 % au second semestre (avril-juin), de 16 % au troisième trimestre et de 13 % au quatrième. Le gradualisme dans le resserrement du crédit est inévitable en raison des délais de mise en place de l'aide internationale.

TABLEAU 2

Programme de crédits pour 1993 (en trillions de roubles) \*

Taux trimestriels

	Total des crédits de la Banque centrale de Russie (fin de trimestre)	Accroissement des crédits		Inflation (objectif)
		en %	en % du PIB	
<b>1993</b>				
2 <sup>e</sup> trimestre	11,7	28	13,0	59
3 <sup>e</sup> trimestre	13,6	16	6,6	31
4 <sup>e</sup> trimestre	15,9	13	4,9	19
<b>1994</b>				
1 <sup>er</sup> trimestre	17,9	13	4,8	14

\* Le tableau montre le niveau des crédits de la banque centrale à l'économie à la fin de chaque trimestre ; l'accroissement en pourcentage au cours du trimestre ; l'augmentation du crédit exprimée en pourcentage du PIB trimestriel (estimé) ; et l'objectif de hausse des prix à la consommation pendant le trimestre. Il est supposé que ces augmentations de crédit sont réparties entre le budget et les entreprises (via les banques commerciales) et qu'aucun crédit n'est alloué aux républiques par la banque centrale.

Les hypothèses correspondantes pour le budget et les entreprises sont données dans les tableaux 3 et 4. Le tableau 3 montre que le déficit budgétaire global tournerait autour de 8 % du PIB, dont la moitié serait financée par l'aide étrangère, et le reste serait réparti entre un financement monétaire et un financement en titres. L'aide étrangère totale au budget s'élèverait à 7 milliards

de dollars sur 12 mois (second semestre 1993 au premier semestre 1994). Comme le déficit budgétaire tourne autour de 8 % du PIB et que les dépenses sociales ne pourront qu'augmenter au second semestre 1993, il est clair qu'il faut trouver de nouvelles sources de revenus pour tenir ces objectifs. La plus prometteuse consiste à continuer d'augmenter le prix intérieur de l'énergie et d'en capter une partie par de nouveaux impôts indirects.

TABLEAU 3

**Financement du déficit budgétaire**

*En % du PIB*

	Total	Financement interne		Aide extérieure
		BCR *	Titres	
<b>1993</b>				
2 <sup>e</sup> trimestre	10,0	6,0	0,0	4,0 (1 milliard \$)
3 <sup>e</sup> trimestre	8,3	3,0	1,0	4,3 (1,5 milliard \$)
4 <sup>e</sup> trimestre	8,2	2,0	1,0	5,2 (2,25 milliards \$)
<b>1994</b>				
1 <sup>er</sup> trimestre	8,1	1,5	2,0	4,6 (2,25 milliards \$)

\* BCR : Banque centrale de Russie.

L'ensemble des crédits aux entreprises accordés par la banque centrale ou l'extérieur représenterait aussi de l'ordre de 8 % du PIB (tableau 4). Une fois encore, le financement international prendrait en charge environ la moitié des crédits de ce secteur, grâce à 7 milliards de fonds d'investissement provenant de diverses sources internationales (principalement de la Banque mondiale, la BERD et des agences de crédit à l'exportation).

TABLEAU 4

**Financement des entreprises**

*En % du PIB*

	Total	Financement interne	Aide extérieure
<b>1993</b>			
2 <sup>e</sup> trimestre	11,0	7,0	4,0 (1 milliard \$)
3 <sup>e</sup> trimestre	7,6	3,3	4,3 (1,5 milliard \$)
4 <sup>e</sup> trimestre	8,1	2,9	5,2 (2,25 milliards \$)
<b>1994</b>			
1 <sup>er</sup> trimestre	8,5	3,3	5,2 (2,25 milliards \$)

## ■ Quelle politique interrépublicaine pour soutenir la stabilisation monétaire ?

La Russie devrait séparer officiellement sa monnaie de celles de toutes les autres républiques le 1<sup>er</sup> avril 1993. Pour la monnaie non-cash (i. e. les dépôts bancaires), cela peut se faire sans difficulté par simple décret, comme cela s'est fait dans le cas de l'Ukraine. Il suffit que la Banque centrale de Russie annonce qu'elle ne convertira plus la monnaie bancaire des autres républiques en dépôts libellés en roubles russes ; ceci séparera automatiquement la monnaie russe des autres. Les républiques pourront alors ancrer leurs monnaies sur le rouble russe si elles le désirent, mais leurs banques ne pourront plus émettre de crédits en roubles russes. En outre, une entreprise d'une autre république qui procèdera à des importations en provenance de Russie devra soit acquérir des roubles russes, soit utiliser une devise, soit faire du troc, soit convaincre l'exportateur russe d'accepter d'être payé dans la monnaie de la république en question.

Des marchés devraient être créés pour favoriser l'échange des nouvelles monnaies des différentes républiques. De tels marchés existent déjà sous forme embryonnaire. Le karbovanetz ukrainien est coté au MICEX (Moscow Interbank Commodity Exchange), depuis mars 1993. L'établissement d'un marché des changes suppose avant tout d'encourager les comptes de correspondants entre les banques de Russie et celles des républiques. Dès que les banques ukrainiennes auront des comptes de correspondants en roubles dans les banques russes, leurs avoirs en roubles pourront être échangés sur le marché ouvert à Kiev, tandis que les avoirs de karbovanetz détenus par les banques russes (i. e. les karbovanetz détenus par les entreprises russes dans les banques russes) pourront être échangés à Moscou.

Les roubles-papier existant pourront continuer à circuler légalement dans les républiques pour un laps de temps assez bref, mais devront être retirés de la circulation, dans un délai de trois mois au plus. La Russie devra faire savoir qu'elle ne fournira plus de roubles-papier aux autres républiques après la mise en application de la séparation monétaire, sauf sur les marchés des changes en échange de devises.

Enfin, nous avons déjà souligné que la Russie devrait aussi cesser de subventionner le commerce inter-États, y compris en ce qui concerne le prix de l'énergie. Sa situation de pays en faillite ne lui permet pas d'être sollicitée pour fournir de l'aide extérieure.

## La politique de change

La banque centrale a proposé le retour à un taux de change fixe mais ajustable pour le rouble. Cette proposition doit être soutenue si la politique monétaire est compatible avec un taux de change stable, et si ce taux de change assure la convertibilité pour les transactions courantes (c'est-à-dire si tous les importateurs sont assurés de pouvoir acheter des devises étrangères au taux de change fixé). Ce sont évidemment deux conditions essentielles.

La fixité du taux de change pourrait fournir un ancrage nominal décisif au processus de stabilisation pour trois raisons :

- elle stabiliserait rapidement le prix des biens échangeables ;
- elle disciplinerait la politique de crédit de la banque centrale ;
- elle augmenterait la confiance et la transparence dans l'économie, y compris dans les républiques autonomes qui menacent à présent de prendre des mesures monétaires anarchiques.

Il faut souligner la condition déterminante de la convertibilité. Il y a deux sortes de taux de change fixes. Dans le système soviétique, le taux de change était inconvertible au sens où les importateurs n'avaient pas la garantie de pouvoir acheter des devises étrangères à un prix fixé ; en d'autres termes, même si le taux de change était de 1,6 rouble pour un dollar, les importateurs ne pouvaient pas acheter un dollar en donnant 1,6 rouble à la banque centrale. En revanche, dans la réforme polonaise de 1990 (qui est devenue une référence internationale en la matière), le taux de change fixe était convertible, garantissant ainsi à tous les importateurs légaux le droit d'acheter des devises étrangères au taux officiel.

Le premier système est un désastre. Les exportateurs sont dans l'obligation de vendre leurs devises étrangères à un prix officiel très en-deçà des prix du marché. Ensuite, La banque centrale alloue artificiellement les devises (rares) sur la base de critères bureaucratiques (et de pratiques corrompues). Les exportateurs sont étouffés, ainsi que les sociétés privées. Ce choix signifierait la fin effective des réformes économiques en Russie et une nouvelle fermeture des frontières. Le second système est acceptable et même souhaitable. Mais un taux de change fixe convertible suppose une véritable discipline monétaire, telle que celle décrite dans la première partie de cet article. Si la banque centrale veut garantir le droit des importateurs à acquérir des devises étrangères à prix fixe, elle doit réduire l'émission interne de crédit. Sinon, le développement du crédit provoque une forte demande de dollars, ce qui épuise vite les réserves de change de la banque centrale.

Ainsi, le gouvernement devrait soutenir la proposition de la banque centrale d'instituer un taux de change fixe si, de son côté, celle-ci soutient l'Etat dans son projet de resserrer la politique de crédit.

Les gouvernements du G7 devraient annoncer le déblocage du fonds de stabilisation de 6 milliards de dollars dès que l'Etat et la banque centrale seront

parvenus à un accord sur la politique monétaire et que le dispositif de surveillance aura été mis en place. Les caractéristiques du fonds de stabilisation (son montant, la maturité du crédit, les termes de leur utilisation) devraient être immédiatement négociées avec la Russie et soumises au comité exécutif du FMI. Il serait alors prêt à entrer en vigueur, dès la conclusion d'un accord sur la politique monétaire.

La banque centrale, en tant qu'institution, pourrait tirer des avantages tactiques déterminants de l'acceptation d'un taux de change fixe associé à une politique monétaire restrictive et d'un fonds de stabilisation. Le taux de change fixe et le fonds de stabilisation lui donneraient une raison objective de restreindre le crédit (afin de préserver les réserves en devises), ce qui l'aiderait à se protéger des pressions politiques du Parlement et de l'industrie. Les variations de réserves en devises de la banque centrale seraient un indicateur objectif du resserrement de la politique monétaire.

La stabilisation complète du taux de change rouble-dollar pourrait s'accompagner d'une inflation avoisinant les 150 % durant les 12 mois suivants. Autrement dit, le taux de change resterait stable mais les prix continueraient à monter, à une moyenne de peut-être 8 % par mois sur l'année (avec une inflation mensuelle d'environ 10 % au début qui tomberait aux alentours de 4 %). La raison en est que la monnaie est actuellement fortement sous-évaluée en termes réels. Les salaires russes sont d'environ 40 dollars par mois, bien que l'économie puisse certainement supporter la concurrence internationale avec des salaires de 100 dollars par mois (à en juger à travers l'exemple de l'Europe de l'Est et de l'Amérique latine). Si bien qu'après la stabilisation de la monnaie, les salaires continueront à augmenter et seront peut-être multipliés par 2,5 (soit une inflation de 150 %).

## La politique des taux d'intérêt et le système de paiements

Une fois acquise la fixité du taux de change et les restrictions sur la progression du crédit interne, le taux d'intérêt de la banque centrale pourra diminuer progressivement. Après un mois ou deux de stabilisation monétaire réussie, les entreprises pourront commencer à convertir leurs dollars en roubles si les taux d'intérêt bancaires du rouble restent à des niveaux stables. Cela provoquera une chute des taux d'intérêt de marché, qui passeront à environ 40 à 50 % par an, permettant une réduction du taux d'escompte.

Aucune stabilisation monétaire ne peut réussir sans une réforme du système des paiements. L'objectif de la politique monétaire est d'associer une certaine restriction monétaire à une liquidité globale adéquate pour les entreprises ; ceci

suppose un système bancaire capable d'effectuer les règlements de façon rapide et fiable. Le principal obstacle à court terme à une compensation et à des règlements effectifs tient à l'absence de centres de compensation en dehors de la banque centrale. Ainsi, il est fondamental de donner aux banques commerciales le droit de fonder leurs propres établissements de compensation avec le soutien plutôt que l'hostilité de la banque centrale. Les principales banques commerciales moscovites sont prêtes depuis des mois à monter un système de compensation, mais elles n'ont pu mener leur projet à terme à cause de l'absence de protection légale et de l'hostilité de la banque centrale à leurs initiatives en ce domaine.

## La viabilité politique de la stabilisation

Certains prétendent qu'une stabilisation rapide est impossible en Russie. Les mêmes propos ont été tenus à la veille de toutes les politiques de stabilisation d'envergure qui ont été entreprises, y compris celles de l'Allemagne en 1923, de la Bolivie et d'Israël en 1985, et de la Pologne en 1989. Etant donnée l'inefficacité de l'instabilité, il est en fait possible de bâtir un programme de stabilisation dont bénéficient la plupart des groupes sociaux qui lui apporteraient ainsi leur adhésion. Cet accord serait d'autant plus solide qu'une aide financière internationale significative serait octroyée pour contribuer à cimenter ce consensus social.

En Russie, la clef de la stabilisation est que les transferts inflationnistes peuvent, pour la plupart, être rapidement enrayés. Les crédits aux républiques peuvent et doivent être arrêtés immédiatement car ils saignent le pays. Les crédits aux entreprises peuvent être interrompus, puisque celles-ci tirent fort peu de profit, sinon aucun, des transferts inflationnistes. Les transferts ont simplement servi à gonfler les comptes bancaires. En d'autres termes, les entreprises ont perdu par la taxe d'inflation à peu près ce qu'elles avaient gagné grâce aux crédits.

Pour cette raison, il devrait être possible de restreindre drastiquement les crédits aux entreprises sur la base :

- d'une annulation simultanée des dettes vis-à-vis de la banque centrale et du ministère des Finances au titre des crédits de 1992 ;
- des bénéfices directs de la stabilisation par l'installation d'un meilleur système de paiements et la suppression de la taxe inflationniste, ainsi que la sécurité croissante procurée par un taux de change fixe qui s'appuiera sur un fonds de stabilisation ;
- de la mobilisation de trillions de roubles à travers les financements internationaux à long terme, auprès de la BERD, de la Banque mondiale et des agences de crédits à l'exportation.

---

De la même façon, le financement de la banque centrale au budget sera diminué sur la base :

- d'une prise en charge internationale de certaines dépenses sociales ;
- d'une augmentation de certaines taxes sur l'énergie (le secteur du pétrole et du gaz bénéficiant par ailleurs de profits accrus enregistrés sur les ventes aux républiques) ;
- d'un financement par obligations d'une partie du déficit budgétaire.

Cet ensemble de mesures de stabilisation doit être mis en application par l'Occident, en collaboration avec le gouvernement et la banque centrale. L'assistance occidentale est destinée à mettre de l'huile dans les rouages de ce processus. L'assistance technique fournira également une aide décisive pour la mise en place de la stabilisation.