

Gérer la dette interentreprises

Christian de Boissieu
Daniel Cohen
Gaël de Pontbriand *

Résumé

La dette interentreprises a beaucoup augmenté au cours de l'année 1992, pour atteindre 36 % du PIB environ. La situation est préoccupante car cette dette ne dispose d'aucun instrument financier pour être négociée. Elle peut à tout moment se transformer en impayés et déclencher des faillites en chaîne. Une enquête menée par les auteurs de cet article auprès des entreprises russes permet d'expliquer ce phénomène.

Différentes causes à la montée de la dette sont citées par les directeurs d'entreprises. La première est la libération des prix qui, pour de nombreuses entreprises, s'est surtout traduite par une augmentation des coûts. Les invendus, créant des stocks involontaires, sont aussi des facteurs d'insolvabilité dans certains secteurs. Deuxièmement, le système de paiement interrpublicain est défaillant. Troisièmement, le resserrement de la politique monétaire a contraint l'offre de crédits bancaires, poussant les entreprises à s'accorder des crédits entre elles. En effet, pour les chefs d'entreprises interrogés, crédits bancaires et dette interentreprises apparaissent fortement substituables. Quatrièmement, l'inefficacité du système de paiement à l'intérieur même de la Fédération de Russie est en cause.

Face à la montée de la dette interentreprises, les pouvoirs publics ont réagi en effectuant une compensation de l'ensemble de la dette. Les soldes créditeurs nets ont été monétisés. Le traitement réservé aux entreprises débitrices nettes n'est pas encore totalement déterminé, en l'absence d'application de la loi sur les faillites. Les entreprises ont aussi réagi au cours de l'année 1992 en utilisant deux méthodes qui éliminent les impayés : les échanges bilatéraux de troc et l'usage du prépaiement.

* Christian de Boissieu est professeur à l'Université de Paris I ; Daniel Cohen est professeur à l'Université de Paris I et à l'École normale supérieure ; Gaël de Pontbriand est associé chez Coopers and Lybrand (Paris). La rédaction de cet article a été achevée le 10 avril 1993.

L'essor de la dette interentreprises provient en partie d'un système de paiement défectueux. Plusieurs propositions sont faites pour y remédier, notamment l'amélioration des réseaux informatiques et le développement des comptes de correspondants. Des solutions peuvent aussi être trouvées dans la création d'instruments financiers. Des bons du Trésor permettant de placer les liquidités excédentaires, des possibilités de découverts bancaires, des lettres de change et l'escompte de traites commerciales se révèlent nécessaires pour que les entreprises puissent gérer leur trésorerie et leurs délais de paiement avec une certaine souplesse. La dette interentreprises pose aussi la question du risque systémique. Pour le réduire, la loi sur les faillites doit être appliquée, les entreprises faire l'objet de procédures d'évaluation par le marché et les banques être soumises à un contrôle prudentiel.

Comme beaucoup d'économies engagées dans la transition vers l'économie de marché mais aussi de nombreux pays en développement, la Russie a connu récemment un gonflement brutal des dettes interentreprises. Les arriérés de paiement intérieurs, qu'ils soient le fait de l'Etat ou des agents décentralisés, attirent moins les feux de la rampe que la dette extérieure. Pourtant, un gonflement excessif des dettes interentreprises est susceptible d'avoir des conséquences majeures, provoquant des distorsions entre les différents secteurs de l'économie, des ruptures dans le système de paiement et de règlement susceptibles d'engendrer des faillites, réduisant les incitations à produire et à vendre, minant la confiance des agents non financiers dans la monnaie et dans les institutions financières.

L'objet de cet article est de prendre la mesure des dettes interentreprises en Russie, d'en analyser les causes et les implications pour la conduite de la politique économique. Par définition, une telle question doit être étudiée à la jonction de la macro-économie et de la micro-économie, car elle touche aussi bien au comportement des firmes et à leurs structures de financement qu'à la conduite de la politique monétaire. Pour appréhender concrètement les dettes interentreprises dans un pays où la comptabilité privée n'est pas encore adaptée et où les outils méthodologiques traditionnels restent d'application incertaine, il était indispensable de « remonter » et « descendre » des lignes de production, et d'analyser de près les relations clients-fournisseurs dans des secteurs variés de l'économie. De nombreux éléments qui seront évoqués ici proviennent d'entretiens directs avec des responsables d'entreprises russes¹.

1. Cet article reprend certains éléments d'une étude financée par la Commission des Communautés européennes (DG1, programme TACIS) à la demande des autorités russes. Cette étude a été confiée au cabinet Coopers and Lybrand (Paris) et réalisée outre les trois auteurs de cet article, par Christopher Humphry (Coopers and Lybrand, Paris) et Richard Robinson (Coopers and Lybrand, Londres). La mission a recueilli le soutien de Neil Parison (European Expertise Service). L'étude, sur certains aspects, a bénéficié des commentaires de André de Lattre, ancien sous-gouverneur de la Banque de France. Les auteurs tiennent à remercier les personnalités rencontrées en Russie pour les informations et commentaires dont elles leur ont fait part. Bien entendu, le texte présenté ici n'engage que ses auteurs et en aucune façon les institutions auxquelles il vient d'être fait référence.

Du point de vue des dettes interentreprises, l'année 1992 a été riche d'enseignements, par les défis apparus, les réponses apportées, les incertitudes non levées. Elle fait entrevoir de nouvelles pistes à intégrer dans le contexte plus général de la réforme économique et de la libéralisation.

■ La dette interentreprises en Russie et ses implications

L'évolution en 1992

Le concept de dette interentreprises (DIE) ne peut avoir le même sens dans des pays développés où existent depuis longtemps des usages et des délais de paiement (variables selon le secteur d'activité, la taille des entreprises), et dans des pays amorçant leur transition vers l'économie de marché et dans lesquels il n'existe pas plus d'usages de paiement qu'il n'y a, pour l'instant, de droit des contrats ou de droit des obligations. Dans ces conditions, toute dette interentreprises devient (ou risque de devenir), ipso facto, un arriéré de paiement puisque rien n'indique que les clients doivent normalement payer leurs fournisseurs dans la semaine, ou les 30 jours, ou les 60 jours... Il faut donc manier avec précaution des comparaisons Est-Ouest qui concerneraient par exemple le rapport entre l'encours total de la DIE et le PIB, ou le ratio entre la DIE et le montant total des stocks.

Les chiffres parlent d'eux-mêmes : la DIE, qui n'était que de quelques dizaines de milliards de roubles en janvier 1992, a atteint fin juin 1992 le montant de 3,2 trillions (3 200 milliards) de roubles, soit près de 36 % du PIB (annualisé) du 2^e trimestre 1992. Le ratio DIE/PIB en Russie, apprécié à l'aune de comparaisons internationales, pourrait sembler soutenable : ne constate-t-on pas, pour de nombreux pays industrialisés (par exemple pour la France à la lumière des estimations fournies par le rapport Prada), des rapports souvent supérieurs ? Compte tenu des limites, déjà signalées, des comparaisons internationales et de la difficulté d'estimer le PIB annuel dans un contexte où l'inflation mensuelle a été en 1992 (et reste aujourd'hui) proche de 25 à 30 %², il est difficile d'aller plus en avant dans cette direction.

L'explosion de la DIE de janvier à juillet 1992 est un fait bien établi, non une conjecture. Car les autorités monétaires avaient mis en place un système de fichier (*kartoteka* n° 2), tenu par les banques et dans lequel étaient enregistrées les dettes de chaque entreprise. Depuis la suppression de ce fichier en juillet

2. D'après certaines estimations provisoires, la hausse des prix aurait été ramenée à 17 % en mars 1993. Mais il faut attendre la confirmation de ce chiffre et les résultats des prochains mois avant d'en tirer des conclusions.

1992, l'estimation de la DIE en Russie relève de mesures indirectes, des informations fournies par la Banque centrale de Russie (BCR) ou le ministère de l'Économie, parfois de simples intuitions. Après avoir nettement décliné en valeur nominale, a fortiori en valeur réelle, de juillet à septembre 1992, pour des raisons examinées ci-dessous, l'encours de la DIE se serait à nouveau accru en valeur nominale à partir d'octobre 1992 pour atteindre début 1993 un montant voisin de 4 trillions de roubles. Comparé aux chiffres de juillet 1992, la DIE en valeur réelle a baissé considérablement puisqu'elle a pratiquement été divisée par deux. Au début de 1993, dernière période d'observation, elle avait une nature différente du phénomène enregistré pendant le premier semestre de 1992, puisqu'elle était dans une proportion élevée liée au secteur de l'énergie et au non-paiement par certaines entreprises de leur facture énergétique (électricité).

Les causes du gonflement de la dette interentreprises

Plusieurs facteurs se sont conjugués durant le premier semestre de 1992 pour provoquer la croissance exponentielle de la DIE. Il est plus aisé de les citer que d'évaluer le rôle précis de chacun.

La libéralisation des prix

Nombre de chefs d'entreprise interrogés sur les causes de l'explosion de la DIE soulignent les conséquences de la libéralisation des prix à partir de janvier 1992.

La libéralisation des prix s'est accompagnée d'une réduction sensible de la valeur réelle du « working capital » des firmes. L'expression « working capital » a elle-même un sens ambigu, car elle désigne tantôt les subventions mises à la disposition de l'entreprise par le budget de l'État et qui représentent ses fonds propres (c'est le sens le plus courant), tantôt le fonds de roulement de l'entreprise dans un sens proche de celui donné par les comptabilités occidentales. Les subventions budgétaires aux firmes n'ont pas été totalement indexées sur le rythme de l'hyperinflation, et ce constat est de portée assez générale.

La libéralisation des prix a souvent provoqué, au niveau micro-économique, un « effet de ciseau » : de nombreuses entreprises ont vu le prix de leurs inputs croître plus vite que le prix de leur production. Beaucoup de responsables d'entreprise insistent sur ce phénomène, mais des enquêtes un peu plus fouillées suggèrent que l'argument est, en règle générale, exagéré. Tout est lié en fait à la dépendance de l'entreprise par rapport aux produits de base (et aux variations de leurs prix), à la structure de ses coûts d'exploitation (la répartition des coûts entre charges salariales et consommations de produits de base joue ici un rôle central), à sa position sur le marché et à son pouvoir commercial vis-à-vis de ses clients et de ses fournisseurs (selon les conditions de marché, l'entreprise est plus ou moins en mesure de répercuter la hausse du prix de ses inputs dans ses prix de vente), etc.

La libéralisation des prix signifie le jeu croissant de la loi de l'offre et de la demande, et la rupture de l'identification entre la production et les ventes qui était au cœur du fonctionnement de l'économie de commandement. En 1992, la production globale en volume a chuté considérablement (environ - 20 %), mais pour beaucoup d'entreprises le recul de la demande aura été encore plus important, créant des stocks involontaires. Le gonflement de la DIE au premier semestre de 1992 est aussi la conséquence de la surproduction (ou de la sous-consommation), dans un contexte où les débouchés des entreprises sont devenus incertains.

La crise des paiements interrpublicains

Une fraction non négligeable de la DIE est à relier à des défaillances criantes dans les paiements entre les républiques de la CEI³. Dans de nombreux cas, les responsables d'entreprises russes ont cherché, depuis le début de 1992, à minimiser leurs relations interrpublicaines aussi bien du côté de leurs fournisseurs que de leurs clients. L'heure est encore à la prédominance des forces centrifuges à l'intérieur de l'ex-URSS. Pour que la tendance à la désagrégation puisse être arrêtée, avant d'être inversée, il faut compter sur l'application et l'extension des accords relatifs à la mise en place d'un système de règlements entre certaines des républiques de la CEI. Il y a là une condition certainement nécessaire, mais pas suffisante.

La politique monétaire

Dans de nombreux pays, l'essor de la DIE doit être relié à la mise en œuvre d'une politique monétaire plus restrictive. Certaines entreprises, contraintes sur l'accès à des financements bancaires, peuvent être tentées de maintenir leur production, leur politique de stocks, en jouant d'une certaine flexibilité des délais-clients et des délais-fournisseurs. D'un point de vue macro-économique, la DIE peut être souvent interprétée comme un substitut à une création monétaire. Elle a en général une incidence sur la vitesse de circulation de la monnaie, dont la direction dépend de la répartition des délais-clients et des délais-fournisseurs dans l'économie. En France, par exemple, la modulation du crédit interentreprises a été forte durant les périodes où l'encadrement du crédit « mordait » significativement sur les entreprises (cas, parmi d'autres, des années 1969-1970), et cette modulation a contribué aux fluctuations, pendant les mêmes périodes, de la vitesse de circulation.

En Russie, une liaison semblable entre la politique monétaire et la DIE s'est manifestée au cours de l'année 1992. Durant le premier semestre de cette année, la masse monétaire au sens de M2 (le choix de l'agrégat monétaire est ici sans incidence notable, car les autres agrégats diffèrent très peu en montant de M2 et évoluent étroitement comme cet agrégat) a crû nettement moins vite que le

3. Voir dans ce même numéro l'article de Daniel Gros.

niveau général des prix, provoquant une réduction sensible des encaisses réelles. De nombreuses firmes, confrontées à la diminution de leurs encaisses réelles, ont dû allonger leurs délais de paiement. La chute des encaisses réelles peut être regardée comme l'indicateur d'une politique monétaire moins accommodante. Globalement parlant, la contrainte monétaire s'est relâchée au second semestre de 1992, et durant cette période, M2 a augmenté à peu près au même rythme que les prix, sauf en novembre où des éléments d'ordre institutionnel (la disparition des « chèques russes ») sont venus perturber la croissance monétaire. L'assouplissement monétaire du deuxième trimestre de 1992, conjugué à d'autres facteurs évoqués plus loin, a contribué à réduire la DIE en valeur réelle. Si l'on raisonne sur la somme (M2 +DIE), dont la signification conceptuelle n'est d'ailleurs pas évidente, il apparaît une certaine stabilité dans la croissance de cette somme en 1992. Le tableau 1 fournit les chiffres correspondants pour le premier semestre de 1992, montrant aussi le saut très important constaté entre mars et avril 1992. Il fournit une indication, plus qu'une véritable preuve, de la forte substituabilité, du point de vue des entreprises, entre le financement par les crédits bancaires et le financement par la DIE.

TABEAU 1

Masse monétaire et dette interentreprises (DIE) en 1992

En milliards de roubles

	M2 *	DIE **	Total
Janvier	1 054	140	1 194
Février	1 179	605	1 784
Mars	1 345	745	2 090
Avril	1 617	1 855	3 472
Mai	2 069	2 056	4 125
Juin	2 596	3 004	5 600

Sources : * *Russian Economic Trends*, vol. 3.

** *Banque centrale de Russie*.

L'inefficience du système de paiement et de règlement

Une partie du gonflement de la DIE en 1992 résulte d'inefficiences dans le système de paiement à l'intérieur de la Russie. Après avoir tenté le jeu des relations directes entre banques sous l'égide de la banque centrale (système des MFO qui organisait le règlement direct des paiements entre des banques ayant des comptes de correspondant réciproques), les autorités monétaires ont mis en place un réseau de centres régionaux de paiements et de compensation (RKT) et de centres régionaux informatiques. Le projet visait à accroître l'efficacité du système de paiement et de règlement. En fait, compte tenu des problèmes de l'organisation et du management dans chaque RKT et des difficultés de connexion entre les différents RKT, les délais de paiements, au lieu de se

réduire, ont pu dans certains cas s'allonger. S'il faut en moyenne de 3 à 5 jours pour effectuer un règlement de Moscou à Moscou, le délai peut atteindre un mois, compte tenu des délais de la poste, pour un règlement entre Moscou et des régions plus reculées de la Russie. Le sentiment de la plupart des opérateurs est que le « float » né de l'intervention des RKT et des centres d'informatiques s'est plutôt allongé en 1992.

La reconversion des industries d'armement

La DIE naît dans certaines firmes ou dans certains secteurs, puis se propage rapidement au reste de l'économie par le jeu des relations clients-fournisseurs. En Russie, les délais de paiement se sont particulièrement allongés, au premier semestre de 1992, pour les entreprises situées à des étapes intermédiaires, entre le produit brut et le produit final, de la chaîne de production et pour les entreprises d'armement exposées à un déclin très rapide de leurs débouchés.

L'ajustement des agents économiques face à la montée de la DIE

Les pouvoirs publics

Face à l'essor des dettes interentreprises, les pouvoirs publics ont réagi au cours de l'année 1992 en modifiant les règles de paiement, et en mettant en place une procédure de compensation (« netting ») entre les créances et les dettes des entreprises.

Jusqu'à juin 1992, les règlements étaient, contrairement à l'usage courant, effectués à l'initiative du fournisseur, qui adressait à sa banque un ordre de recouvrement (« payment claim »). Celle-ci se retournait à son tour vers la banque de l'acheteur qui débitait le compte de ce dernier immédiatement. Depuis juillet 1992, ce système a été remplacé par la formule symétrique de l'ordre de paiement (*payment order*) : les règlements s'effectuent désormais à l'initiative des clients, qui donnent des ordres de paiement à leur banque. Ce changement radical a concerné presque tous les secteurs de l'économie. Seuls quelques-uns (l'énergie, les chemins de fer) ont conservé jusqu'à la fin de 1992 la procédure des ordres de recouvrement et, pour certains d'entre eux, sont passés depuis au régime de droit commun, celui des ordres de paiement. En quoi le passage des ordres de recouvrement aux ordres de paiement freine-t-il l'essor de la DIE ? Les arguments théoriques iraient plutôt dans l'autre sens, puisqu'avec l'ordre de paiement, l'acheteur semble disposer de degrés de liberté supplémentaires. En fait, la réduction en valeur réelle de la DIE doit être reliée à la généralisation du pré-paiement évoquée ci-dessous, qui freine, à l'origine même du processus, l'apparition des dettes interentreprises. La plupart des entreprises interrogées, appartenant à des secteurs variés, confirment le rôle de ce changement.

La compensation des créances et dettes a été opérée au second semestre de 1992, à l'initiative des autorités monétaires et grâce à l'implication directe des banques commerciales. Elle s'est pour l'essentiel achevée à la fin de novembre 1992. Cette compensation concernait exclusivement les entreprises d'Etat, qui à cette date représentaient encore 95 % de la production nationale. L'intention était claire et louable : déterminer le montant « net » des dettes et créances de chaque firme, afin d'éviter une monétisation des montants bruts qui n'aurait fait qu'accentuer la dérive monétaire. Au terme de la compensation, fin novembre 1992, les décisions ont été prises. Les entreprises en crédit net ont vu leur compte courant crédité du montant correspondant. Les soldes créditeurs ont donc été monétisés, mais le montant en cause – 100 à 200 milliards de roubles – n'a pas provoqué de dérapage monétaire (comme d'ailleurs le suggère la croissance de M2 au dernier trimestre de 1992), parce qu'il était modique, que sa diffusion dans l'économie a été répartie dans le temps et que, peut-être aussi (mais l'enquête s'avère ici difficile), certaines mesures de « stérilisation » de cette impulsion monétaire ont été mises en œuvre.

Quant aux entreprises d'Etat en débit net à la compensation, leur sort était et reste encore incertain. En gros, trois options sont ouvertes :

- faire pression sur les entreprises pour qu'elles se donnent les moyens de faire face à leurs dettes ;
- envisager des crédits bancaires de relais pour financer une partie des débits ;
- dans le cas d'entreprises clairement insolvables, appliquer la loi sur les faillites d'entreprises adoptée en novembre 1992.

Pour l'instant, la dernière option a été écartée, et seules les deux premières ont été plus ou moins appliquées, dans des proportions difficiles à déterminer.

Le bilan de la compensation faite en 1992 est globalement positif. Grâce à elle la monétisation de la DIE a été contenue à l'intérieur de certaines limites. Un inconvénient a été signalé par plusieurs chefs d'entreprise : la procédure même a pu donner une prime aux entreprises débitrices nettes. En outre, ce type de mécanisme ne peut être utilisé de façon répétitive ; qui plus est, il corrige les symptômes et non les causes de la montée de la DIE.

Les entreprises

Confrontées au gonflement des arriérés de paiement et à une difficulté croissante à se faire régler par leurs clients, les firmes ont ajusté au cours de l'année 1992 leur comportement de différentes manières. C'est ce processus d'apprentissage, progressif sans doute mais clairement observé, qui constitue pour les analystes l'une des leçons à retenir des événements économiques et financiers de l'année passée.

Les entreprises ont utilisé le recours au troc pour contourner les difficultés de règlement. Les opérations de troc se sont spécialement développées entre mars et juillet 1992 ; elles ont pris la forme non seulement de relations directes entre clients et fournisseurs, mais aussi de relations indirectes (le client réglant par

exemple les fournisseurs de ses propres fournisseurs). Le troc a concerné à la fois les relations d'échange à l'intérieur de la Russie, et celles entre la Russie et les autres républiques de la CEI.

Les entreprises ont surtout généralisé l'usage du pré-paiement, les fournisseurs exigeant d'être réglés par leurs clients *avant* la livraison des marchandises. Cet essor très rapide du pré-paiement au cours de l'année 1992 concerne, d'après nos enquêtes, toutes les entreprises, quelles que soient leur taille, leur statut juridique, leur secteur d'activité. Echaudées par la montée de la DIE, certaines firmes n'acceptent le paiement *après* la livraison des marchandises que pour des clients de longue date avec lesquels elles entretiennent des relations de confiance. D'après nos estimations, le pré-paiement concerne aujourd'hui au moins 40 à 50 % des transactions interentreprises.

Autre ajustement intervenu au cours de 1992, les relations commerciales interrépublicaines, déjà freinées par la désintégration monétaire et financière de l'ex-URSS, ont été un peu plus remises en cause par de nombreuses entreprises s'efforçant de ramener leurs échanges interrépublicains au niveau zéro. Mais celles-ci ne peuvent aller au bout de cette logique de désintégration que dans la mesure où elles trouvent, à l'intérieur de la Russie, des substituts soit du côté des clients, soit du côté des fournisseurs.

Face à la montée de la DIE, les entreprises ont aussi infléchi leur politique d'investissement en capital fixe et de formation de stocks, mais à des intensités inégales selon les secteurs et le type d'entreprise. Notre enquête a également confirmé l'apparition de nouvelles relations entre les entreprises et le système bancaire. En effet, les firmes qui sont en bonne santé sont celles qui, en règle générale, minimisent leurs relations avec les banques. Elles évitent de recourir aux crédits bancaires, jugés par elles trop onéreux en termes de taux d'intérêt nominaux (au début de 1993, les taux débiteurs des banques atteignaient 130 % par an), même si les taux restent très négatifs en termes réels. Elles gèrent au mieux leur trésorerie, s'arrangent pour accumuler deux ou trois jours avant le paiement des salaires (réglés tous les quinze jours en billets) les sommes permettant de s'en acquitter, et minimiser leurs placements, pas ou faiblement rémunérés, auprès du système bancaire. Ces firmes s'efforcent donc d'être proches de la trésorerie et de l'endettement zéro. Les autres entreprises sont largement dépendantes des banques. Certaines s'efforcent d'alléger la contrainte de financement et la contrainte de taux d'intérêt nominaux en créant des « banques de groupe », dont les actionnaires sont une ou plusieurs entreprises appartenant souvent au même secteur. La montée des taux nominaux au cours de l'année 1992, certaines incertitudes sur l'accès aux crédits bancaires mais aussi l'incertitude propre créée par le gonflement de la DIE ont sans conteste accéléré la floraison des banques de groupe en Russie.

Les débats de politique économique liés à la dette interentreprises

L'amélioration du système de paiements et de règlements

L'extension du pré-paiement évoquée plus haut est non seulement inéluctable, elle est également souhaitable, compte tenu de la défiance structurelle qui s'est installée dans les relations interentreprises. Le pré-paiement fait aujourd'hui de la Russie un cas d'application directe de la *cash-in advance economy* des théoriciens⁴. Le mécanisme du pré-paiement ne s'inscrit certainement pas dans une logique d'efficacité parétienne, puisqu'il impose de sérieuses contraintes aux transactions et restreint l'espace des échanges envisageables. Ceci dit, il représente le moins mauvais des systèmes possibles à l'heure actuelle (sous cet angle, il relève d'une logique de second rang, ou de troisième rang, ou de nième rang), vu l'absence de confiance à l'intérieur de la Russie. Notre sentiment est que le pré-paiement est adapté à la phase en cours du processus de transition, qu'il est sans doute indispensable pour les années 1993-1994, mais qu'au-delà il devra céder la place à des formules plus modernes et plus flexibles.

Dans la mesure où une fraction importante de la DIE observée au début de 1993 résulte d'inefficiences dans le système de paiements et de règlements, plusieurs réformes devraient être mises en œuvre.

Il faut améliorer rapidement le fonctionnement des RKT et des centres informatiques, en augmentant leur dotation en personnel qualifié et en améliorant leurs moyens informatiques. Pour l'instant, le circuit public des règlements et de la compensation capte une partie du « float », sans le vouloir ni même toujours le savoir. Il est nécessaire de modifier progressivement cet état de fait. D'importants projets (dans le domaine informatique, etc.) sont en cours d'élaboration.

Une efficacité accrue des règlements passe par l'établissement de liaisons directes entre les banques commerciales, au moyen de comptes de correspondants, et par un maillage plus dense des systèmes de clearing. Pour ce qui est des comptes de correspondants, les autorités ont adopté jusqu'à présent des positions fluctuantes, mais elles semblent désormais avoir reconnu l'intérêt de relations interbancaires directes. Les initiatives des banques commerciales pour l'établissement de clearings privés, venant compléter le circuit public, se multiplient depuis quelques mois. Elles méritent d'être encouragées, à condition que l'articulation entre les deux types de circuit soit poussée.

Pour réduire le « float » auprès des banques commerciales, deux séries de mesure sont à envisager. Le renforcement de la concurrence interbancaire

4. Pour une présentation de synthèse et des références sur cette question, voir l'article de P. Howitt, « Cash-in-advance Economy », *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, Londres, volume 1.

devrait amener une réduction de ce « float », mais aussi faire baisser le coût d'intermédiation bancaire, améliorer la qualité des services, etc. Mais la concurrence ne peut être poussée au-delà du seuil qui ferait naître de sérieux risques de système, dans un contexte où la fragilité bancaire est déjà potentiellement élevée. Parce que la concurrence ne suffira sans doute pas à réduire rapidement le « float », il faut envisager une intervention plus active des pouvoirs publics. Ainsi, peut-on imaginer la procédure suivante : après avoir défini des seuils entre les délais de règlement « normaux » (la normalité étant elle-même relative, et très dépendante du type de règlement) et les délais excessifs, les autorités monétaires appliqueraient des pénalités aux banques à l'origine de délais excessifs. Ces pénalités pourraient prendre la forme d'un accès réduit au refinancement auprès de la Banque centrale de Russie, ou d'un refinancement plus coûteux. C'est parce que, durant la phase de transition vers l'économie de marché, la concurrence bancaire ne peut jouer à plein qu'il faut justement créer des incitations à ne pas allonger les délais de paiement, et si possible à les réduire.

Il faut déjà préparer la phase qui s'ouvrira vers 1995-1996, lorsque l'usage du pré-paiement sera considéré comme trop contraignant et inadapté au rebond possible (mais forcément modéré et très progressif) de l'économie russe.

Dans cette seconde phase, les dettes interentreprises prendront une autre dimension, puisqu'elles correspondront pour partie à des délais de paiement contractuellement fixés par les entreprises. Autrement dit, le clivage, dans l'ensemble des dettes interentreprises, entre le crédit interentreprises et les arriérés de paiement prendra un sens. Les pouvoirs publics devront encourager le passage à des délais de paiement conventionnels, variables selon les secteurs, les régions, mais leur détermination devra relever de négociations et de relations contractuelles au sein des fédérations et associations d'entreprises.

L'introduction d'une certaine flexibilité financière

Le « durcissement » de la contrainte budgétaire des entreprises russes reste l'un des défis et enjeux de la phase de transition. Le passage d'une contrainte souple (« soft ») à une contrainte exigeante (« hard ») est en effet l'une des conditions pour que les mesures de libéralisation exercent leur plein impact et que l'inflation puisse être, à terme, maîtrisée.

Avec l'extension du pré-paiement, la contrainte de trésorerie des entreprises se durcirait excessivement. Dans le contexte d'aujourd'hui, tout choc, interne ou externe, d'offre ou de demande, a toutes les chances de se répercuter sans délai et sans amortissement sur les variables réelles (production, investissement, emploi), parce que les variables financières procurent peu de degrés de liberté aux entreprises. Le dosage est en l'occurrence délicat, car il ne faudrait certainement pas prendre le risque de revenir à la contrainte de budget souple, qui caractérisait l'économie de commandement, et d'attiser encore un peu plus

l'inflation. Un excès de flexibilité financière des entreprises les mettrait en position de contrer d'éventuelles restrictions sur la monnaie et le crédit et pourrait réduire à néant l'efficacité de la politique monétaire. Les axes évoqués ci-dessous relèvent donc d'une approche pragmatique visant à compenser certaines contraintes nées du pré-paiement et de l'hyperinflation.

La création de bons du Trésor accessibles non seulement aux banques mais également aux entreprises comporterait de nombreux avantages. Outre les implications pour le financement d'un déficit budgétaire qui, de toute façon, va être résorbé très lentement, il faudrait en attendre une réduction de la taxe d'inflation pesant sur les firmes. A l'heure actuelle, les liquidités des entreprises sont peu ou pas rémunérées ; elles supportent donc une lourde taxe d'inflation. Si ces liquidités pouvaient être investies en bons du Trésor rapportant des taux nominaux élevés (même si leurs taux réels restent négatifs), la taxe d'inflation en sera réduite d'autant. Le Trésor sera peut-être le perdant dans l'opération, car il verra les charges d'intérêt sur sa dette s'accroître sensiblement. Mais l'analyse de l'impact net pour chaque catégorie d'agents impliquerait de prendre en compte l'ensemble des effets directs et indirects. Les pouvoirs publics ont affiché l'intention d'introduire à partir d'avril 1993 des bons du Trésor, mais il n'ont pas encore annoncé si ces titres seront accessibles aux entreprises non financières. Il serait important qu'ils le soient rapidement, pour améliorer les conditions de la gestion de trésorerie des firmes.

L'assainissement de la DIE doit être l'occasion d'une remise à plat des structures de financement des entreprises russes. Du côté du haut de bilan, les ressources étaient jusqu'à présent principalement d'origine budgétaire. Les privatisations devraient être l'occasion de capitaliser — pour quelques firmes, recapitaliser — les entreprises, à condition qu'elles ne se limitent pas, comme c'est aujourd'hui souvent le cas, à donner 51 % des actions d'une entreprise à son personnel. En Russie comme dans les pays d'Europe centrale et orientale, la « petite » privatisation (celle des artisans, de petites entreprises) ne soulève guère de difficultés. La « grande » privatisation est autrement redoutable, et l'avenir dira rapidement si elle a été bien engagée avec la distribution de coupons (*vouchers*) à l'automne 1992.

Pour les financements à court terme, il existe aujourd'hui des lacunes importantes dans la gamme des opérations de banque et des mécanismes de crédit. Il ne faudrait pas chercher à les combler d'un seul coup, en voulant aligner trop vite le système bancaire et financier russe sur les normes des pays les plus développés. Là comme dans d'autres domaines, se pose la question de la séquence souhaitable et deux dossiers devraient être rapidement traités.

- L'usage du découvert bancaire pourrait fournir une réponse adaptée aux besoins de financement à court terme. Cela donnerait, par exemple, plus de souplesse au paiement des salaires par l'entreprise et s'inscrirait dans un processus plus global visant à développer la monnaie scripturale au détriment de l'usage des billets. Il ne faut pas entretenir l'illusion : tant que l'inflation reste autour de 25 % par mois, l'utilisation des billets est l'une des manifestations de

la fuite devant la monnaie. La stabilisation monétaire est un préalable à la scripturalisation de l'économie russe. Les découverts bancaires doivent être développés avec précaution et après l'analyse des risques de défaut des emprunteurs, sans garantie de renouvellement automatique à l'échéance. Cette précaution est inspirée par l'observation suivante : de nombreux pays à revenu intermédiaire (sans parler des moins avancés), ont vu s'accroître le risque systémique à la suite d'une utilisation débridée des découverts bancaires. Il faut espérer que cette expérience, faite par exemple dans de nombreux pays africains, serve de leçon au moment où l'approche de l'innovation financière dans les pays de l'Est devient si cruciale.

- Des procédures comme la lettre de change, l'escompte de traites commerciales et le réescompte de ces traites auprès de la banque centrale paraissent correspondre aux besoins actuels de la Russie, et à l'état de la libéralisation financière. En matière de politique monétaire, la Russie ne pourra pas sauter complètement les étapes intermédiaires et passer d'une régulation monétaire encore très centralisée à une régulation indirecte par les taux d'intérêt. Les mécanismes de l'escompte et du réescompte d'effets commerciaux font partie de ces étapes intermédiaires. Encore faut-il, en parallèle, développer les outils d'une évaluation correcte du risque de défaut des emprunteurs. Car les nouveaux instruments financiers à introduire doivent améliorer les conditions de financement des agents non financiers, spécialement des entreprises, sans trop dégrader le risque systémique. Logiquement, une partie de la DIE enregistrée actuellement devrait être « formalisée » dans des opérations de crédit à court terme, impliquant à la fois l'intervention des banques et l'évaluation du risque par elles.

Une attention spéciale doit être portée au financement des exportations. Au cours de notre enquête, nous avons rencontré de nombreuses entreprises russes fabriquant des produits exportables (dont la qualité correspond aux normes internationales), désireuses d'augmenter la part de leur chiffre d'affaires réalisé à l'exportation, mais qui ne trouvent pas dans le dispositif actuel la contrepartie institutionnelle et financière permettant de réaliser de tels objectifs. Certaines de ces entreprises ont vu, dans le passé, leurs avoirs en devises être subitement confisqués par le fait du prince. Il est urgent de créer de nouvelles bases, d'adapter les mécanismes de crédits à l'exportation, et de donner une nouvelle crédibilité à la banque anciennement spécialisée dans le financement du commerce extérieur. Il faut donner aux entreprises des garanties relatives à leur droit de propriété sur leurs recettes d'exportation.

La gestion du risque systémique

L'explosion de la DIE au premier semestre est, non la preuve, mais le signe d'une grande fragilité des entreprises. Cette fragilité est déjà en train de se transmettre au système bancaire, *via* une dégradation rapide de l'actif des banques. Si l'on n'y prend garde, la montée du risque systémique pourrait

lourdement freiner, voire bloquer, le processus de transition. Il faut évoquer rapidement les principaux aspects de cette question.

L'évaluation des entreprises

L'économie russe se caractérise aujourd'hui par un faible chômage affiché compte tenu de l'ampleur de la dépression et de la situation de nombreuses firmes. Ce chômage va augmenter rapidement au cours des années à venir, une fraction du sous-emploi pour l'instant déguisé devenant officiel. L'accroissement du chômage affiché est sans conteste nécessaire au rétablissement de la productivité ; il devra s'accompagner, d'une façon ou d'une autre, par la mise en place d'un « filet de sécurité » dans le domaine social.

A terme, la loi sur la faillite des entreprises devra être appliquée, après avoir été modifiée. Car, dans sa rédaction actuelle, cette loi ne permettra pas les restructurations industrielles qui, conjuguées à la privatisation, s'imposent. La loi sur la faillite revue et corrigée devra être appliquée non pas de façon aveugle, mais dans une optique sélective et dans le cadre d'une stratégie industrielle clairement annoncée. Aujourd'hui, il n'existe en Russie ni l'information, ni les procédures comptables, ni les outils méthodologiques permettant d'évaluer convenablement les performances et les chances des entreprises. Une telle situation complique la « grande » privatisation et retarde la mise en place d'une politique industrielle, qu'elle soit inter-sectorielle ou intra-sectorielle. Les préalables à l'application sélective de la loi sur la faillite sont donc nombreux : généralisation des normes et procédures comptables occidentales, création auprès de la banque centrale d'une entité chargée de suivre sans délai notable la santé financière des entreprises et les incidences pour elles de la politique monétaire. Les critères fondant les décisions stratégiques (maintien, restructuration ou disparition de l'entreprise) ne devront pas être que financiers, même si les ratios financiers serviront au diagnostic.

La fragilité croissante des banques

La fragilité a déjà commencé à se propager des entreprises vers le système bancaire, même si cela n'apparaît pas encore dans les chiffres officiels. A la fin de 1992, seulement 2,5 % des crédits accordés par les banques, à court ou à long terme, étaient considérés comme non performants. Dans la réalité, ce chiffre est sans doute multiplié par dix. Les banques en Russie, comme cela s'est passé dans beaucoup d'autres pays, préfèrent renouveler les crédits et capitaliser les intérêts plutôt que d'officialiser leurs pertes. Pour le système bancaire dans son ensemble, la montée des risques domestiques va se conjuguer avec une concurrence accrue. La libéralisation financière devra s'accompagner d'un renforcement du contrôle prudentiel sur les banques, les sociétés financières, les compagnies d'assurance. La floraison des nouveaux établissements (1 800 banques commerciales en Russie à la fin de 1992, contre seulement une dizaine il y a trois ans) est une bonne nouvelle pour les utilisateurs du système bancaire, à

condition qu'elle ne provoque pas des faillites retentissantes minant pour longtemps la confiance des épargnants. C'est maintenant qu'il faut établir et resserrer le dispositif prudentiel, pour ce qui concerne les ratios de liquidité, de solvabilité, de division des risques, appliqués aux établissements financiers. La tâche est d'autant plus urgente que les banques de groupe, évoquées plus haut, font naître des risques spécifiques, puisqu'elles combinent risques de l'industrie et risques de la banque au lieu de les diversifier. Ainsi, spontanément, les banques de groupe ont plus de difficultés à respecter le ratio de division des risques que les autres banques, mais cela n'implique pas qu'il faille se montrer plus accommodant à leur égard.

La fragilité des banques va croître d'autant plus vite que se produit un processus de sélection adverse : les « bonnes » entreprises essaient de réduire leurs relations bancaires, alors que les entreprises fragiles ne tiennent que grâce aux crédits bancaires (eux-mêmes pour partie financés sur ressources centralisées). Ce ne sont donc pas, en paraphrasant la loi de Gresham, les « mauvaises » entreprises qui chassent les « bonnes », mais plutôt ces dernières qui laissent le champ libre aux premières pour accumuler des dettes à l'égard des banques.

Conclusion

La dette interentreprises n'est pas, en soi et dans sa totalité, pathologique. Elle fait partie des modalités d'ajustement des entreprises dans une économie de marché. L'expérience de 1992 en Russie révèle à la fois des phénomènes observés un peu partout (exemple, entre autres, du gonflement de la DIE pour contrecarrer une politique monétaire moins accommodante), et des caractères structurels propres à l'économie russe dans l'état actuel de la transition vers l'économie de marché. Le crédit interentreprises est indispensable pour donner un peu de flexibilité aux relations d'échange, mais il doit être volontaire, formalisé et contractuel alors qu'en Russie, aujourd'hui, il possède les caractéristiques inverses.

Le débat central de la politique monétaire — le choix entre gradualisme et thérapie de choc — est un peu éclairé par l'enquête sur la DIE et les procédures de paiement et de règlement en Russie. Avec l'extension du pré-paiement, le risque d'un gonflement brutal de la DIE, comparable à celui du premier semestre de 1992, s'est réduit. Mais, une thérapie de choc aurait aujourd'hui l'inconvénient, vu le manque de flexibilité financière des firmes, de peser presque exclusivement sur les variables réelles (croissance, emploi). La stabilisation monétaire est indispensable en Russie, et aucune réforme structurelle ne peut vraiment s'avérer efficace tant que l'inflation reste au palier actuel. Mais nos rencontres avec des responsables d'entreprises appartenant à des lignes de

production très diverses conforteraient une préférence pour le gradualisme monétaire plutôt que le « big bang ».

La DIE débouche sur la gestion du risque systémique, donc sur des aspects essentiels du pilotage de l'économie russe durant la phase de transition. Plutôt que de se laisser enfermer dans de sempiternels débats sur la hiérarchie à instaurer entre d'une part les politiques de stabilisation, d'autre part les politiques structurelles, il faut les mettre en œuvre en même temps. L'arbitrage entre la stabilité de la monnaie et la stabilité du système – en 1992, il s'agissait du système industriel, mais il s'agit désormais aussi du système bancaire – est au cœur des débats de politique économique. Il le restera, même si les formes du débat vont évoluer au fur et à mesure des réformes, et notamment de la création, forcément progressive, de marchés de capitaux.

L'hyperinflation n'est certainement pas un facteur de stabilité systémique. Une fois qu'elle sera transformée en une inflation beaucoup plus modique et non entretenue, il faudra mieux articuler la politique monétaire et le contrôle prudentiel des établissements financiers, et s'efforcer, grâce à des mesures structurelles, d'atténuer les conflits éventuels entre stabilité monétaire et stabilité systémique.