

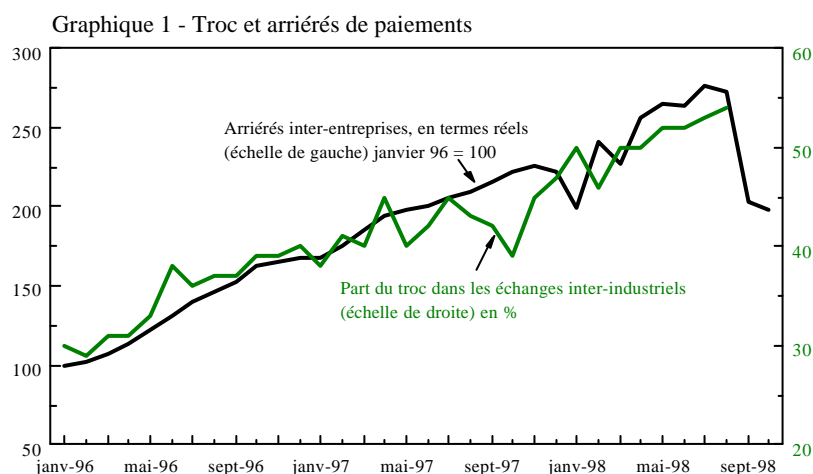
QUELLES RÈGLES DU JEU ÉCONOMIQUE EN RUSSIE ?

Les décisions du 17 août dernier ont marqué une rupture dans l'histoire de la transition russe. D'une part, l'abandon de la politique de "corridor", qui encadrait l'évolution du change depuis plusieurs années, signalait la fin de la relative stabilité des prix obtenue depuis trois ans. De l'autre, le défaut partiel sur la dette de l'Etat et le moratoire unilatéral sur les engagements extérieurs du secteur bancaire indiquaient que ces deux agents étaient devenus insolvables. Parallèlement, les multiples stratégies de résistance à la concurrence et à la discipline financière, adoptées par la majorité des entreprises, ont été de fait validées par la crise financière : logiquement, celle-ci a surtout touché les agents les mieux insérés dans l'économie marchande et les transactions monétaires. C'est pourquoi ces événements auront aussi accentué un trait profond de la transition russe, visible depuis plusieurs années : la conjonction d'une discipline de plus en plus lâche sur le plan micro-économique et de capacités d'action de plus en plus étroites sur le plan de la macro-économie et des réformes de structure.

Alors que les réformes avaient pour objectif de construire une économie décentralisée et concurrentielle, porteuse d'une meilleure valorisation des ressources, l'expérience russe n'a pas réussi à poser les bases d'une telle stratégie de long terme : les difficultés d'accès aux marchés pour les nouveaux producteurs et les stratégies rentières de nombreux intermédiaires constituent aujourd'hui des obstacles majeurs à la concurrence. Par ailleurs, les entreprises insolvables n'ont pas été soumises à des contraintes financières suffisantes pour imposer alternativement l'ajustement ou bien la sortie du marché, c'est-à-dire la liquidation. Année après année, ces firmes ont obtenu des crédits peu contraignants de banques plus ou moins proches, puis elles ont recouru, de manière croissante, à des pratiques plus informelles. L'une est la multiplication des arriérés de paiements, tant envers l'administration fiscale qu'envers les salariés ou les fournisseurs ; une autre est la multiplication des paiements

en nature pour échapper au règlement monétaire des dettes (graphique 1).

Ces deux tendances puissantes reflètent, avant tout, l'incapacité de l'Etat à imposer une discipline de paiements à l'ensemble des agents, tout particulièrement par le respect du droit des créanciers et, en dernier recours, du droit des faillites. Elles se traduisent par une réduction de la capacité, notamment financière, des entreprises à mettre en œuvre des stratégies de développement à moyen



Source : Russian Economic Trends, Russian Economic Barometer.

Note : l'inflation de septembre 1998 a entraîné une réduction du stock des arriérés.

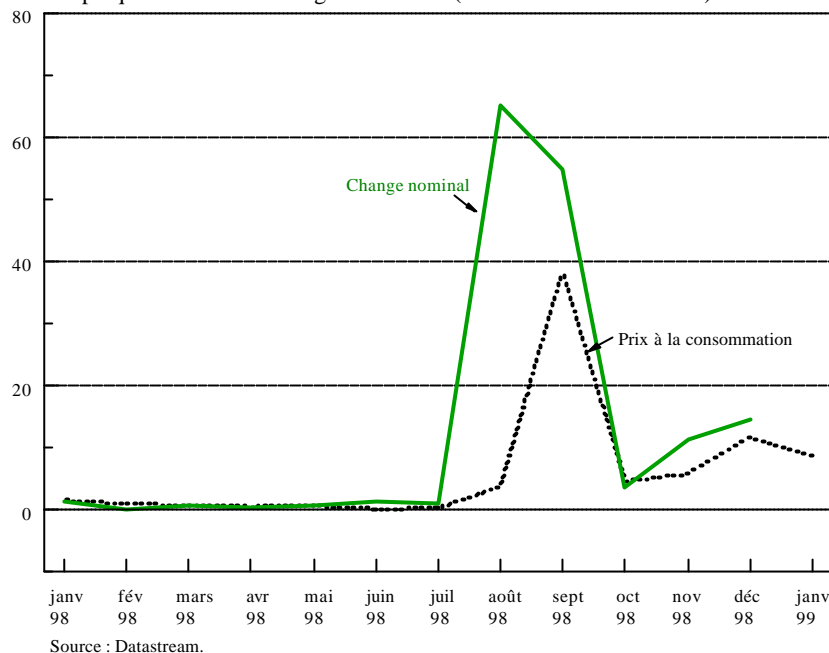
terme. Ainsi, en couvrant aujourd'hui plus de 50% des transactions inter-industrielles, le troc oppose un obstacle de plus en plus grave à la rationalisation des comportements micro-économiques. Ni la structure des prix relatifs, ni les cadres comptables, ni même les flux de trésorerie d'une firme ne peuvent plus donner d'information utile pour guider une stratégie de restructuration. Comment, dans un tel environnement, développer une activité productive orientée par la recherche du profit maximal ? Comment réallouer un **cash-flow** au remboursement de dettes ou bien à l'acquisition de biens d'équipement, si celui-ci n'est pas disponible en liquide ?

Cette démonétisation a aussi été un facteur majeur de l'asphyxie progressive des banques et de l'Etat. Ainsi, les premières ont été rattrapées par leur propre incapacité à s'assurer un flux de revenu régulier : leur portefeuille de prêts et de participations est resté limité et mal géré, tandis que la plus grande partie de leurs ressources étaient engagées dans des activités spéculatives ou dans l'achat d'obligations publiques, gelées à partir d'août 1998. De manière comparable, le déclin de la collecte fiscale et l'accroissement de la part des recettes consacrées au paiement des intérêts sur la dette publique ont aggravé l'insolvabilité de l'Etat. Celui-ci a tenté de répondre par des coupes budgétaires successives ou en acceptant le paiement en nature de certaines dettes fiscales. Toutefois, comme dans le cas des grandes banques, l'émission de nouvelles dettes internes et externes est progressivement devenue la seule réponse à l'illiquidité croissante.

■ La crise d'août

La chute des prix énergétiques et l'accroissement des tensions financières internationales qui ont suivi le krach de Hongkong (octobre 1997) ont précipité la glissade finale : des taux d'intérêt toujours plus élevés ont considérablement alourdi le service de la dette publique et élargi le déficit. Après une dernière tentative de stabilisation budgétaire, au début de juin 1998, puis un ultime programme de renflouement signé avec le FMI en juillet, la sortie en masse des investisseurs est devenue incontrôlable au début du

Graphique 2 - Taux de change et inflation (variation mensuelle en %)



mois d'août. Ceci a entraîné un effondrement des marchés, puis leur blocage progressif : l'Etat ne parvenait plus à refinancer sa dette tandis que les banques devenaient, les unes après les autres, illiquides. Dès lors, le gouvernement n'a plus eu le choix qu'entre la planche à billets et le défaut de paiement¹. Parmi des entreprises les plus faibles et les moins performantes, l'assèchement monétaire de l'économie avait atteint le cœur de l'Etat et du système financier. Depuis lors, les seuls actifs liquides en roubles encore disponibles, sont les billets, une partie des dépôts bancaires et un petit stock d'obligations à court terme émises par la banque centrale.

Mise à part l'élimination politique des réformateurs libéraux, présents dans tous les gouvernements depuis 1992, les conséquences immédiates des décisions du 17 août ont été une dépréciation de près de 60% du taux de change et une forte poussée d'inflation en septembre, suivies d'une relative stabilisation dans les mois suivants (graphique 2). En déclin depuis le printemps, la production industrielle a plongé brutalement en septembre avant de connaître une reprise sensible au quatrième trimestre 1998 (graphique 3) : des gains de compétitivité-prix et des taux d'intérêt réels négatifs à l'automne expliquent ce rebond, mais laissent aussi planer des doutes sur la durée de cette reprise. Ainsi, le retour à un large excédent commercial est davantage le résultat de la chute des importations et du revenu réel des ménages que d'une reprise des exportations. Plus généralement, on peut craindre que des entreprises toujours soumises à des contraintes d'ajustement faibles n'épuisent

1. Voir Jérôme Sgard "Le Brésil et la Russie face à la crise financière", *La Lettre du CEPII*, mars 1998.

rapidement ces nouvelles marges de manœuvre. La remise en fonctionnement du système financier a été, quant à elle, beaucoup plus lente, avec une reprise très limitée du marché inter-bancaire et des progrès lents sur deux enjeux stratégiques : la restructuration des banques et les négociations sur la dette extérieure. Les pertes de réserves que continue d'enregistrer la banque centrale, en dépit du retournement du solde commercial, indiquent aussi que les fuites de capitaux n'ont pas été interrom-

pues (130 millions de dollars en moyenne par semaine, entre le début de janvier et la mi-février). Ces données expliquent que la stabilisation budgétaire observée à la fin de 1998 repose encore sur des bases fragiles qui laissent, notamment, planer de sérieux doutes sur la stabilité monétaire du pays et ses relations avec ses créiteurs internationaux.

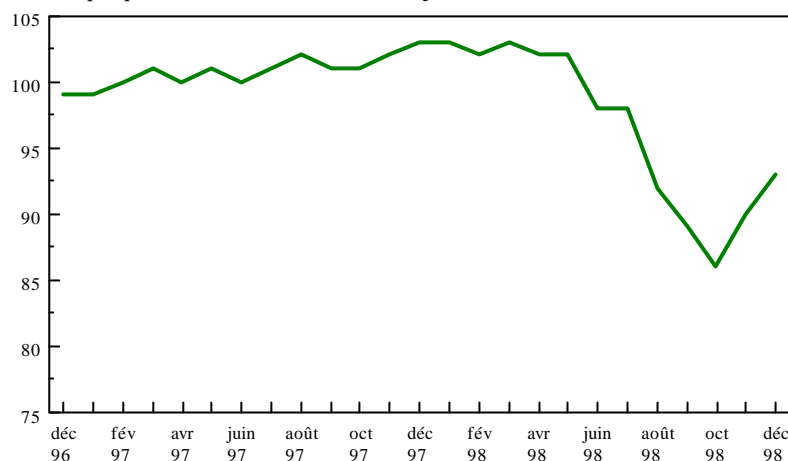
Au-delà de ces évolutions de court terme, la tendance la plus forte de l'après-17 août est surtout un nouvel affaiblissement des institutions et des instruments d'action de l'Etat central, tant du point de vue de la stabilisation macro-économique, que de sa capacité à redéfinir une stratégie cohérente de réformes. On peut, sur cette base, tenter d'identifier les principaux axes d'une politique qui permettrait de protéger la relative stabilisation de la fin de 1998, puis d'orienter une stratégie de moyen terme.

■ Que faire après le désastre ?

POLITIQUE BUDGÉTAIRE.

La principale conséquence du défaut de paiement est que l'Etat russe a perdu pour longtemps toute capacité à financer un déficit public autre que marginal. Exclu des marchés de capitaux internationaux, en conflit avec les organisations multilatérales, incapable de relancer un marché de la dette domestique ou d'emprunter auprès des banques, il ne peut pas non plus recourir à l'émission monétaire, à moins de précipiter une reprise de l'inflation. Cette insolvabilité signifie que l'Etat sera vraisemblablement condamné à une stricte **gestion de caisse**, dans laquelle il ne pourra engager des dépenses qu'au fur et à mesure qu'il recevra des recettes fiscales. La reconstruction financière et institutionnelle de l'Etat doit donc être au

Graphique 3 - Production industrielle (janvier 1996 = 100)



Source : Goskomstat.

centre de toute stratégie de moyen terme. Elle semble devoir reposer, d'une part, sur la définition d'un fédéralisme fiscal, dont la négociation pourrait être facilitée par le relatif accord qui existe actuellement entre le gouvernement et la Douma. De manière comparable, les mesures récentes de lutte contre la corruption pourraient marquer une rupture importante, si elles ouvraient sur un vrai changement des règles du jeu, et non sur un simple renouvellement de personnes dans les positions de pouvoir. D'autre part, la reconquête de marges de manœuvre financières devrait passer par la captation, par l'Etat central, de l'essentiel de la rente énergétique.

LA MONNAIE.

Aujourd'hui, tout nouveau choc sur les prix et le change pourrait conduire à une situation où le reflux vers l'économie non-monétaire d'une part, et la dollarisation de l'autre, réduiraient le rouble à la seule fonction d'unité de compte interne de l'Etat (paiement des impôts et règlement des dépenses). Déjà, les agrégats monétaires en roubles ont atteint les niveaux extrêmement bas qui s'observent dans les situations de type hyper-inflationniste. Entre juin et septembre 1998, la base de dépôts en roubles dans le système bancaire s'est réduite de 21% du fait de retraits massifs, à quoi s'est ajoutée une taxe inflationniste de l'ordre de 24% (graphique 4) : au total, ces encours ne représentaient plus que 4,3% du PIB en fin de période². En plus d'un transfert des fonctions monétaires vers le dollar, comme on l'a observé en Amérique latine au cours des années quatre-vingt, on assiste en Russie à une destruction assez large de ces fonctions elles-mêmes. La poursuite d'une telle évolution rendrait impossible, pour longtemps, une régulation monétaire de l'économie ; elle détruirait

2. Ce niveau est exactement celui atteint en Argentine, à la fin de 1990, après deux années de crise inflationniste aiguë, six mois avant la mise en place d'un **currency board**. En Pologne, en 1990, il était de 21%.

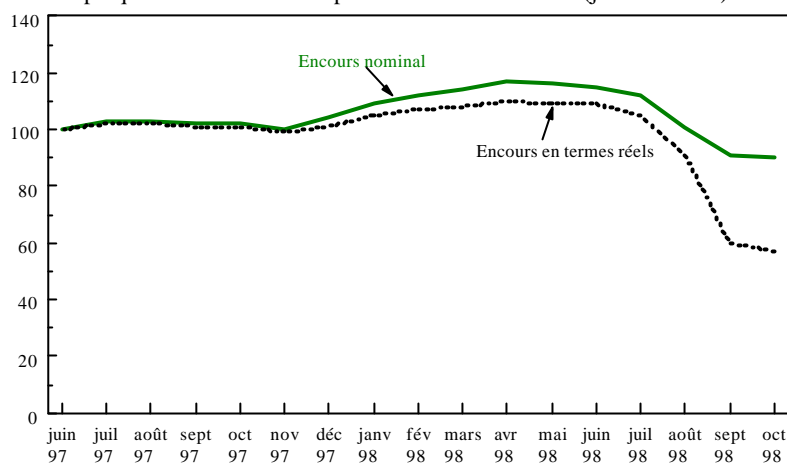
aussi la capacité de l'économie à opérer avec une échelle cohérente de prix relatifs.

Les risques encourus signifient que les autorités russes ne pourront pas s'éloigner durablement d'un cadre monétaire très rigide : le plus probable est qu'elles adoptent **de facto** un régime de type **currency board**, même si celui-ci n'est pas formalisé sur le plan institutionnel. Aucune force politique ne semble en effet prête à entériner, par l'ancre complet du rouble sur une devise externe, un tel passage de la banque centrale "sur pilote automatique". Ceci aurait pourtant comme unique effet d'institutionnaliser des contraintes déjà existantes et rendrait leur gestion plus facile, sans ajouter de limite supplémentaire à l'action de l'Etat. Un tel régime de change n'exclut pas, en outre, la possibilité d'établir un contrôle des mouvements de capitaux à court terme, pour limiter les mouvements les plus spéculatifs et orienter l'utilisation des recettes en devises vers les secteurs ou les agents prioritaires. En revanche, si un **currency board** implique un cadre macro-financier très strict, il ne peut se substituer en aucune mesure à une stratégie de durcissement de la discipline micro-économique.

LE SYSTÈME FINANCIER.

Dans ce domaine, la reconstruction du système financier devrait se faire selon deux priorités : d'abord la stabilisation d'un circuit de paiement cohérent à l'échelle nationale, notamment par la consolidation de la Caisse d'épargne (Sberbank) et le renforcement des fonctions de la banque centrale ; ensuite, la reconstruction des institutions de marché, notamment la supervision bancaire, qui devrait précéder la relance des banques survivantes. Ceci vaut notamment pour les banques régionales, moins touchées par la crise, et qui, depuis l'automne 1998, tendent à construire des "empires régionaux" fondés sur les mêmes relations opaques, avec les pouvoirs locaux, que celles qui ont

Graphique 4 - Encours des dépôts bancaires en roubles (juin 97 = 100)



Source : Banque centrale de Russie.

prévalu jusqu'à présent au niveau national. Une telle évolution ne peut qu'alimenter les tendances déjà fortes au fractionnement de l'espace économique national. De même, on a constaté récemment que les grandes banques moscovites, qui avaient été dépecées par leurs propres dirigeants, en août et septembre derniers, refont surface sous de nouveaux noms : les actifs ont été transférés en toute impunité, et les dettes sont laissées aux déposants ou à l'Etat. Rarement défi à l'autorité publique aura été aussi flagrant.

Au-delà d'une gestion macro-économique qui restera longtemps très rigide, la définition d'une stratégie viable de réformes devra partir du bilan des échecs passés sur le plan micro-économique : l'adoption par les entreprises d'une discipline financière, fiscale et contractuelle forte est une condition préalable à toute évolution vers une économie décentralisée. Ce renforcement des institutions et des normes de marché, sur l'ensemble de l'espace économique national, reposera toujours, en fin de compte, sur la solidité de l'Etat et l'autorité de la loi. A défaut, le risque est que, très vite, la Russie tourne un peu plus le dos aux réformes de marché et que se renforcent encore les tendances à l'affaiblissement des institutions publiques, au déclin des niveaux de vie et à la désintégration lente de l'économie.

**Jérôme Sgard,
Yves Zlotowski**

LA LETTRE DU CEPII

REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Jean-Claude Berthélemy
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Stéphanie Guichard
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser
REALISATION :
Annick Hutteau
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F TTC
Europe 305 F TTC
Autres pays 305 F HT

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947

CCP n° 1462 AD
1^{er} trimestre 1999
Février 1999

Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.