

QUELQUES RÉFLEXIONS SUR LA RÉFORME MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE

CHRISTIAN DE BOISSIEU,
PROFESSEUR, UNIVERSITÉ PARIS I

Le diagnostic sur la situation monétaire et financière dans la CEI fait aujourd'hui l'objet d'un vaste consensus : une surliquidité en roubles doublée d'une pénurie de devises convertibles ; une conception largement « passive » de la monnaie qui explique la résurgence, sur une large échelle, de zones d'économie de troc ; une confusion des rôles entre la Banque centrale et les banques commerciales ; la prégnance de la planification administrative des flux monétaires qui freine le passage à une vraie politique monétaire, etc.

23

L'accord est, logiquement, moins étendu sur les remèdes à mettre en œuvre. L'objet de cet article est d'évoquer certains des défis monétaires et financiers auxquels sont confrontées les républiques de la CEI, autrement dit de situer la question monétaire dans le cadre plus général des débats sur le rythme et la séquence de la transition vers l'économie de marché.

Observations générales sur la surliquidité et les manières de la corriger

Y a-t-il surliquidité en roubles dans l'économie soviétique ? Même cette question continue à susciter des controverses, nourries par la carence de l'appareil statistique. La Gosbank était jusque récemment l'une des rares Banques centrales à ne pas publier son bilan (en vertu d'une législation adoptée dans les années 1930) ; le montant des billets en circulation libellés en roubles faisait l'objet d'estimations indirectes, certaines reposant sur des hypothèses assez lourdes relatives à la vitesse de circulation de ces billets. Le rapport des quatre organisations internationales¹ a cependant fourni des chiffres intéressants relatifs aux taux de liquidité de l'économie soviétique (et

¹ FMI, Banque mondiale, OCDE et BERD, L'Économie de l'URSS, OCDE, Paris, 1991.

à son inverse, la vitesse-revenu de la monnaie). Mesuré par le ratio entre la masse monétaire au sens de M2 et le PIB, ce taux aurait constamment crû de 1986 à 1990 (la vitesse de circulation aurait décélérée), passant de 0,51 à 0,72. On ne peut déduire de telles comparaisons dans le temps, pas plus d'ailleurs que de comparaisons dans l'espace entre la situation de liquidité de l'ex-URSS et celle d'autres pays comparables, d'indications précises sur l'ampleur de la surliquidité. Par exemple, en vertu de quel principe le taux de liquidité, même mesuré à partir d'agrégats monétaires harmonisés au plan international (il s'agit concrètement de l'agrégat étroit M1), devrait être à peu près le même dans des pays ayant des revenus par tête comparables ? Compte tenu des différences dans les habitudes de paiement et dans le comportement de demande de monnaie, la différenciation des taux de liquidité semble devoir être la règle plutôt que l'exception. Faute donc d'une approche quantitative indiscutable, il faut estimer la surliquidité à partir d'éléments qualitatifs. Parmi eux, la pénurie de biens et services, source de déséquilibres structurels entre les liquidités et l'offre de biens synonymes d'épargne « forcée », la dollarisation de l'économie soviétique dont l'intensité reflète les conditions de la concurrence entre le rouble et la devise américaine (avec le jeu de l'anti-loi de Gresham, « la bonne monnaie chasse la mauvaise »), représentent des indices incontournables.

24

Il existe *a priori* plusieurs façons de corriger une situation de surliquidité.

1 - L'accélération de la croissance réelle, qui a pour effet de résorber la pénurie de biens et d'encourager la demande de monnaie, constitue une sortie « par le haut ». Mise en œuvre à partir de 1945-1947 dans plusieurs pays européens, grâce à un effort soutenu de modernisation et à des gains de productivité, elle est, à l'horizon des prochaines années, hors d'atteinte de la CEI. Celle-ci n'est pas prête de sortir de la récession (recul de 13 % pour l'évolution du produit matériel net en volume en 1991).

2 - L'inflation née de la libéralisation des prix (de gros et de détail) réduit l'excès de liquidités en laminant les encaisses réelles. L'analyse économique mais aussi l'expérience récente de pays ayant pratiqué une libéralisation audacieuse des prix (cas spécialement intéressant de la Pologne) amènent à différencier l'inflation transitoire découlant d'une « remise à l'heure des pendules » d'une inflation permanente qui revêt souvent la forme d'une hyperinflation. La première est inévitable durant la phase de transition, et il s'agit d'en gérer, grâce aux outils de la politique économique, les coûts économiques et sociaux. Quant à la seconde, loin d'être une solution au problème de la surliquidité, elle l'accroît en catalysant la fuite devant la monnaie. La libéralisation des prix pratiquée en janvier 1992 en Russie et dans les autres républiques de la CEI n'explique pas, à elle seule, la poussée d'inflation enregistrée depuis (en mars 1992, l'inflation était en Russie d'environ 1 % par jour). N'ayant pas pour l'instant provoqué de réponse

significative du côté de l'offre, cette libéralisation va avoir des répercussions sur l'inflation différentes de celles constatées dans les PECO (Pays d'Europe Centrale et Orientale) les plus avancés (Hongrie, Pologne, Tchécoslovaquie).

3 - La réforme monétaire est, dans certains cas, nécessaire pour corriger la surliquidité. Dans son sens le plus exigeant elle évoque l'assainissement attendu de l'échange de billets et l'éventuel changement de numéraire. Depuis trois ans, le succès de la réforme monétaire allemande de 1948 est souvent sollicité pour souligner son exemplarité et les conditions de sa réussite. Des conditions qui sont loin d'être satisfaites dans le cas de l'URSS. Les débats à partir de 1945 en Europe confirment d'ailleurs la conjugaison dans la réforme monétaire de justifications économiques (corriger la surliquidité) et de considérations morales (pénaliser l'argent « sale » qui répugnera à venir à l'échange).

Compte tenu des difficultés de mise en œuvre d'une véritable réforme monétaire et du risque de désagrégation monétaire de la CEI, le débat s'est déplacé. Aujourd'hui, le thème de la réforme monétaire et financière évoque un ensemble de mesures structurelles qui, au-delà de la nécessaire stabilisation macro-économique, doivent complètement modifier le système bancaire et financier des républiques de la CEI. Parmi ces mesures, figurent la mise en place d'un système bancaire à « deux niveaux », le recours à une politique monétaire digne de ce nom, etc.

25

*Les composantes principales
de la réforme financière et bancaire*

L'assainissement des finances publiques

Sur un point crucial, il existe un quasi consensus : l'assainissement de la situation monétaire et financière dans la CEI requiert un ajustement fondamental des finances publiques. Dans la plupart des républiques, le déficit budgétaire n'est guère « soutenable ». En Russie, il avoisine 20 % du produit national. Les déficits budgétaires viennent alimenter l'excès de roubles car d'une façon ou d'une autre, ils sont complètement monétisés. Il faut donc à la fois réduire leur poids et créer progressivement, *via* la promotion d'un marché des capitaux, des supports d'un financement non monétaire. Cela prendra du temps, dans la CEI comme dans les autres pays exposés à des déséquilibres budgétaires. En toutes circonstances, la rigidité des déficits publics est grande et dans le cas de l'ex-URSS, elle est accentuée par la récession et le rétrécissement de l'assiette fiscale. Un peu partout, dans la plupart des républiques, l'Etat se délite et est dans l'incapacité de collecter les impôts, ce qui bien sûr ne fait qu'aggraver les déficits publics et l'hyperinflation. La réforme fiscale consiste non seulement à mettre en œuvre une structure d'imposition adaptée à la transition vers l'économie de marché,

mais aussi à rétablir la crédibilité de l'Etat et de l'ensemble de l'administration fiscale.

L'assainissement des finances publiques doit aller de pair avec la résorption progressive des arriérés de paiement intérieurs. Dans la CEI comme dans les PECO, les arriérés de paiement se sont gonflés, chaque agent tirant argument du non-règlement par les autres pour ne pas régler ses dettes et pour faire ainsi de la compensation (*netting*) (par exemple, certaines entreprises créancières de l'Etat ou d'entreprises publiques mais non réglées par leurs débiteurs refusent d'acquitter leurs dettes fiscales et sociales). Les arriérés de paiement intérieurs sont en général moins spectaculaires que la dette extérieure, mais ils comportent des implications tout aussi importantes. C'est à l'Etat (et aux entreprises dans sa mouvance) de donner en premier le signal qui permettrait d'amorcer la résorption des encours non réglés.

La réforme bancaire

La réforme bancaire dans la CEI comme dans les PECO a plusieurs composantes.

- Le passage à un système bancaire à « deux niveaux »

La confusion des rôles entre Banque centrale et banques de second rang est un indice significatif du sous-développement financier, dans les pays de l'Est comme dans les pays en développement. Dans un système modernisé, la Banque centrale n'a pas à accorder directement des prêts à l'économie, mais à refinancer les banques de second rang auxquelles incombe cette tâche.

Depuis 1989-1990, des lois bancaires ont été introduites dans les PECO et dans l'ex-URSS, plus ou moins calquées sur les réglementations occidentales. Le passage d'un système à « un niveau » (où les activités de la Banque centrale et des banques ordinaires sont largement confondues) à un système « à deux niveaux » est une condition nécessaire, mais pas suffisante, pour mettre en œuvre une politique monétaire véritable. L'expérience de pays comme la Hongrie, la Tchécoslovaquie, etc., suggère que le passage aux « deux niveaux » prend plus de temps qu'on ne pouvait le penser *a priori*. La contrepartie de cette transition est que les banques de second rang doivent développer leurs méthodes d'évaluation du risque (en particulier du risque de défaut des emprunteurs).

Faut-il aller vers un système bancaire diversifié, plus à même de supporter les crises sectorielles susceptibles de concerner de temps à autre l'agriculture, l'exportation, le logement ? Vaste débat, au moment où les pays européens connaissent, sous l'effet de la déréglementation et du grand marché intérieur, une tendance à l'essor de la banque universelle, et dans un contexte où les pays de l'Est (y compris la CEI) ne pourront guère échapper à certaines des implications de la globalisation financière mondiale.

Durant la phase de transition, il ne faudrait pas démanteler les banques très spécialisées (financement du commerce extérieur, de l'habitat, etc.) mises en place depuis quelques années. La banque « universelle » reste encore une référence prématurée. La diversification des activités bancaires en URSS est indispensable, mais elle doit intervenir graduellement, avec l'appui des banques étrangères.

- La nécessité d'une réglementation et d'une supervision bancaires exigeantes

Au fur et à mesure de l'essor et de la diversification de véritables banques commerciales, la supervision et le contrôle prudentiel des banques doivent être mis en place. L'URSS n'a-t-elle pas, comme d'autres pays, quelques leçons à tirer de la crise des Caisses d'épargne américaines ou de la fragilité actuelle de certaines banques européennes ou japonaises ? Sans doute le système bancaire soviétique mettra-t-il du temps à être complètement immergé dans la concurrence internationale, mais il doit s'y préparer à terme comme il doit se préparer à respecter dans quelques années les nouveaux ratios prudentiels. La réglementation bancaire et le contrôle prudentiel ne doivent pas être seulement perçus comme des contraintes pesant sur les banques ; ils concourent à la crédibilité de ces banques dans le contexte d'une forte instabilité et d'une confiance très fragile.

27

La promotion des marchés de capitaux dans la CEI

Dans la séquence qui doit mener les républiques de la CEI à l'économie de marché, la création d'un marché de capitaux est à envisager dans les premiers stades. Une des raisons, parmi d'autres, tient au fait qu'elle sert la réalisation de deux objectifs cruciaux :

— l'essor de la finance directe, en particulier de marchés de l'argent à moyen et à long terme, devrait permettre d'éponger une partie de la surliquidité, à condition bien sûr que les taux d'intérêt nets d'impôts soient attractifs et que les placements financiers soient dotés d'une liquidité suffisante ;

— il permettrait aussi de couper « le cordon ombilical » entre politique monétaire et politique budgétaire, en fournissant des supports à une gestion plus adaptée de la dette publique et des modes de financement non monétaires de déficits publics qui, de toute façon, vont être lents à se résorber. En particulier, la constitution d'un marché d'obligations du Trésor réduirait l'asservissement de la création monétaire aux contraintes du budget de l'Etat. Ce faisant, elle servirait à promouvoir la crédibilité de la politique macro-économique.

Plusieurs axes devaient guider le développement de la finance directe dans la CEI comme dans de nombreux pays en développement.

1) En ce domaine, comme ailleurs, les problèmes de séquence sont fondamentaux. Il serait par exemple irréaliste de prétendre développer un marché financier sans que le marché monétaire, socle des marchés de l'argent et de la gamme des taux d'intérêt, ait atteint un certain quantum d'activité. De même, pour le marché financier lui-même, il serait sans doute plus pertinent de commencer par un compartiment alimenté par les obligations du Trésor public, dont l'encours potentiel est élevé vu l'ampleur des déficits à financier et leur probable rigidité. En effet, le compartiment d'actions nécessaires pour atteindre la masse critique une progression significative du processus de privatisation des entreprises et une clarification indispensable du droit de propriété (à cet égard, les incertitudes sur le droit de propriété dans l'ex-RDA fournissent des leçons spécialement éclairantes). Le Trésor soviétique avait commencé, avant les événements d'août 1991, une politique modeste d'émission d'obligations, en l'assortissant de nombreuses contraintes. Il faut désormais la mener sur une toute autre échelle, spécialement dans les plus avancées des républiques de la CEI.

2) L'essor d'un marché obligataire suppose que le taux d'intérêt acquiert dans la CEI des rôles qu'il n'y a jamais remplis, à savoir celui d'indicateur de la rareté relative des capitaux et celui d'incitateur des comportements individuels. L'économie soviétique connaît encore une forte « répression financière », avec des taux d'intérêt réels nettement négatifs (même si l'incertitude sur leur niveau exact traduit la méconnaissance de l'inflation véritable). Le passage à des taux réels positifs est nécessaire mais insuffisant. Il doit également s'accompagner d'une hiérarchie des taux d'intérêt favorable à la consolidation de l'épargne et à la promotion du marché financier. Durant la phase d'émergence des marchés de capitaux, il ne faut pas rechercher une fiscalité financière « neutre », mais au contraire recourir au levier fiscal pour favoriser à la fois la réintermédiation de l'épargne informelle et l'essor des marchés de titres.

3) Pendant la phase d'émergence d'un marché des capitaux, il faut veiller à maintenir la confiance des épargnants, sous peine de compromettre pour de nombreuses années les efforts entrepris. Ceci implique d'organiser la liquidité grâce à la promotion de marchés secondaires. Pour donner de la liquidité aux titres financiers, par exemple aux obligations émises par le Trésor, il faudrait pouvoir compter sur les investisseurs institutionnels. Pour l'instant, les compagnies d'assurance et les caisses de retraite font défaut, ou bien pour celles en place nécessitent un assainissement fondamental. Il y a pourtant là un chantier essentiel qui requiert autant d'attention que la réforme bancaire ou le financement des entreprises.

Endiguer les fluctuations de cours dans la phase d'émergence du marché peut sembler contradictoire avec la logique même de l'économie de marché. Pourtant, si l'on veut attirer et consolider l'épargne privée, il faut trouver un

équilibre — c'est l'un des défis auxquels vont être rapidement confrontées les autorités monétaires dans la CEI — entre le maintien de la confiance des épargnants et l'indispensable apprentissage des risques financiers.

La mise en place d'une nouvelle politique monétaire

Dans l'ancien système, le concept de politique monétaire n'avait pas sa place. En fait, était pratiquée une planification des flux monétaires, contrepartie obligée de la planification physique dans une économie où la monnaie sert d'intermédiaire entre les échanges.

Clairement, on ne pourra du jour au lendemain remplacer la planification centralisée des flux monétaires par la régulation de la liquidité bancaire et de la liquidité de l'économie par les taux d'intérêt. Une politique monétaire indirecte reposant sur le maniement des taux d'intérêt directs requiert des techniques et des supports d'intervention de la Banque centrale assez sophistiqués, en particulier d'un marché monétaire déjà développé. Cette condition est loin d'être satisfaite. Durant la phase de transition, il faudra pouvoir compter sur une politique d'encadrement global du crédit, voisine de celle pratiquée en France dans les années soixante-dix et au début des années quatre-vingts. Une telle politique représente sans doute un point de passage obligé, nécessaire à l'incorporation des techniques modernes de la régulation monétaire dans la CEI. Elle n'est aucunement incompatible avec l'application progressive d'un système de réserves obligatoires ni avec le maintien dans certaines limites du degré de sélectivité de la régulation monétaire.

29

L'expérience actuelle des pays de l'Est les plus avancés dans la transition vers l'économie de marché (Hongrie, Tchécoslovaquie...) en matière d'encadrement du crédit est très éclairante. On observe les mêmes conséquences que celles constatées auparavant dans les pays capitalistes : se développent ici ou là des procédures de financement parallèle (« face à face », crédits interentreprises, etc.) dès que le degré de rationnement du crédit dépasse un certain seuil. Ces procédures ont généralement pour effet d'infléchir la vitesse de circulation de la monnaie dans le sens d'une accélération. D'où l'idée, déjà exprimée, qu'il va être crucial de connaître et d'analyser le comportement de la vitesse de circulation durant la transition vers l'économie de marché.

Dans la CEI comme dans de nombreux pays en développement, les instruments directs de la régulation monétaire (plafonds de crédit...) vont rester prépondérants pendant encore plusieurs années. Les procédures indirectes vont, dans un premier temps, être ajoutées, plutôt que vraiment substituées, aux outils directs de contrôle de la création monétaire. Pendant la phase de transition, il faudra donc éviter à la fois l'empilement et les contradictions des instruments de la politique monétaire, et rester sur le « fil

du rasoir » qui sépare deux écueils à éviter : d'abord la situation de « surdétermination » de l'économie par excès de contraintes monétaires et financières, ensuite celle de « sous-détermination » dans laquelle la multiplication et la juxtaposition des leviers n'empêcheraient pas l'inefficacité de l'intervention des autorités monétaires.

*La dimension externe
de la réforme monétaire*

Désintégration monétaire et amorce de nouvelles solidarités

En ce printemps de 1992, la CEI est encore dans la phase de décomposition monétaire. Pour se protéger des errements de ses voisins, pour regagner de la crédibilité, chaque république est tentée d'introduire sa propre monnaie. L'évolution paraît acquise du côté des républiques baltes. L'Ukraine a mis en place un système de coupons, qui prépare la voie à une nouvelle unité monétaire, etc. Va-t-on dans l'espace de la CEI vers quinze monnaies ? Plusieurs arguments amènent à penser que la concurrence monétaire, chère aux disciples de F. Hayek, n'ira sans doute pas jusqu'à son terme.

1) La tentation d'une monnaie par république est claire, et elle découle de la quête des attributs de la souveraineté nationale. Chaque république pourrait avoir le sentiment — un sentiment plus ou moins éloigné de la réalité — que, contrairement à la situation présente, ses performances économiques (en particulier, son taux d'inflation) dépendent surtout de la politique menée par elle. On verrait alors se réaliser un scénario inverse de celui attendu dans la CEE, avec, pour utiliser la terminologie du traité de Maastricht, la volonté dans la CEI d'aller de la phase 3 — celle de la monnaie unique — à la phase 1, voire à une phase 0 (sans coordination monétaire entre les républiques). Cette logique de la désintégration monétaire de la CEI risquerait d'avoir les mêmes implications que la transition inverse menée dans la CEE : de la surenchère et des formes variées de *dumping* entre les républiques, autrement dit un processus de « déréglementation compétitive », chaque république voulant éviter des phénomènes de délocalisation d'activités et d'épargne et souhaitant aborder dans les meilleures conditions la concurrence entre les monnaies.

2) Une monnaie par république impliquerait de renoncer aux avantages en termes d'économies d'échelle et de réduction des coûts de transaction procurés par l'intégration monétaire. Même si les avantages politico-économiques de la concurrence monétaire existent, les coûts de la non-intégration ne doivent pas être négligés. D'autre part, certaines petites républiques n'ont ni la taille critique ni la crédibilité suffisantes pour créer une monnaie qui ne serait pas, d'une manière ou d'une autre, ancrée à une autre plus crédible.

3) Le schéma d'une zone rouble, dans lequel certaines républiques seraient liées à celle de Russie par des accords monétaires voisins, par exemple, de ceux de la zone franc (mise en place d'un régime de changes fixes ; mécanismes de coopération monétaire et de soutien financier en cas de déséquilibres, etc.) peut être envisagé. En feraient partie celles des républiques respectant certains critères de convergence à déterminer *a priori*, qui devraient être à la fois plus larges (intégrant, à côté des critères de convergence nominale, des indicateurs de convergence réelle) et plus souples que ceux définis dans le traité de Maastricht. Dans un tel schéma, le rouble servirait d'ancre monétaire dans le cadre d'un espace économique qui n'aurait bien sûr plus rien à voir avec l'ancien COMECON, mais qui devrait être défini à partir de différents critères : ceux mis en avant dans la littérature des années 1960 sur les zones monétaires optimales, et qui touchent à la mobilité des facteurs de production spécialement celle du travail, mais aussi des critères concernant la division internationale du travail, la spécialisation internationale des différentes républiques et le redéploiement des échanges.

4) De toute façon, la nouvelle organisation monétaire de la CEI devra tenir compte de l'évolution des spécialisations et du commerce international des différentes républiques. Actuellement, la décomposition monétaire accompagne l'effondrement du commerce entre les républiques. Cette phase de remise en cause des axes traditionnels et d'ouverture sur le monde occidental est à la fois inévitable et salutaire. Elle ne devrait pas empêcher, à terme, l'affirmation de nouvelles solidarités régionales, déterminées sur la base du volontariat et non plus, comme dans l'ancien système, imposées. Si c'est le cas, la coopération monétaire entre certaines des républiques de la CEI ne devra pas être trop décalée par rapport à la configuration de la production et des échanges de ces républiques.

31

La politique de change

Deux aspects sont à aborder successivement, le régime de change et le choix des niveaux de taux de change pendant la transition et à l'état final.

Sur le premier point, les républiques de la CEI qui utiliseraient des monnaies différentes pourraient utilement s'inspirer de l'exemple du système monétaire européen pour lier ces monnaies par des taux de change fixes mais ajustables. Un tel régime aurait l'avantage de fournir des points d'ancrage aux politiques internes, tout en conférant la souplesse exigée par la persistance de différentiels d'inflation, de compétitivité, etc., entre les républiques, mais aussi entre elles et le reste du monde (les pays d'Europe centrale et orientale, les pays occidentaux...). La version qui met l'accent sur l'ajustement des changes correspondrait à des parités glissantes (*crawling peg*), modifiées principalement en fonction du différentiel d'inflation

constaté entre chaque république et ses principaux partenaires commerciaux.

Cela implique que la parité des pouvoirs d'achat, quelles que soient ses difficultés d'application concrète compte tenu des incertitudes sur la mesure de l'inflation, serve de référence lors des ajustements des taux de change.

En ce qui concerne le niveau des taux de change, il sera nécessaire, dans la plupart des républiques de la CEI, de remettre les pendules à l'heure grâce à des dévaluations conséquentes. Mais il faut absolument éviter que certaines des républiques ne profitent de l'introduction de leur propre monnaie pour se lancer dans des opérations de dévaluation compétitive qui relèveraient de la surenchère. L'expérience de certains pays d'Amérique latine est, en la matière, éclairante.

Parmi les conditions liées au soutien financier des organismes multilatéraux en faveur des républiques de la CEI, il faudra donc inclure des exigences relatives tant au niveau des taux de change qu'à leur régime.

Union de paiements et passage à la convertibilité

Une union de paiements, plus ou moins inspirée de celle mise en place en Europe de l'Ouest entre 1950 et 1955 en liaison avec le plan Marshall, est susceptible de satisfaire concomitamment trois objectifs :

— elle surmonte les contraintes fortes des relations commerciales et financières bilatérales, en permettant la transférabilité des soldes (l'excédent du pays A sur le pays B peut être utilisé par A pour régler sa dette vis-à-vis du pays C, etc.) et le développement du multilatéralisme. Contrairement à ses ambitions, l'ex-COMECON n'avait jamais réussi à instaurer entre les pays membres de relations vraiment multilatérales. Mais le danger actuel né de l'exacerbation du bilatéralisme doit être pris très au sérieux ;

— l'union de paiements, grâce aux procédures de *clearing* qu'elle incorpore, sert aussi à économiser des devises convertibles ;

— elle prépare également le terrain pour un passage crédible à la convertibilité de monnaies au départ complètement déconnectées de l'économie mondiale (dans les années 1950, l'union européenne des paiements a pavé la voie du retour à la convertibilité externe des devises occidentales en 1958-1959).

Autant le mécanisme d'union de paiements n'est aujourd'hui plus adapté pour des pays comme la Hongrie, la Pologne et la Tchécoslovaquie, trop avancés dans l'établissement de la convertibilité de leur monnaie, autant il pourrait être pertinent pour traiter certains des défis rencontrés par la CEI. A condition bien sûr qu'un nombre suffisant de républiques — dont les plus importantes — accepte de jouer le jeu, car une union de paiements circonscrite à trois ou quatre républiques de second ordre n'aurait guère d'intérêt.

La Russie ne semble pas s'engager dans la voie de l'union de paiements, puisqu'elle a annoncé la convertibilité du rouble d'abord pour juillet 1992, dans un deuxième temps pour septembre 1992. Quitte à prendre ce chemin avant même que les conditions internes de réussite soient satisfaites (mais le seront-elles vraiment avant longtemps ?), il faut, comme il est prévu, assurer la convertibilité des opérations courantes avant d'envisager, à un horizon plus éloigné, celle sur les opérations en capital. La mise en place d'un fonds de stabilisation du rouble doté de 6 Mds crée une ligne de défense nécessaire. Elle risque d'être vite employée si le passage à une convertibilité, même seulement partielle, n'est pas jugé crédible à l'intérieur ni à l'extérieur. Pour la crédibilité de l'ensemble du processus de réforme, il faut éviter des aller et retour dans le régime de convertibilité de la monnaie, et adapter celui-ci à l'évolution de l'organisation monétaire interne.

Dans leur transition vers l'économie de marché, les républiques de la CEI auront besoin d'une ancre monétaire. Pour celles d'entre elles qui feraient partie d'une éventuelle zone rouble, se poserait, comme aux autres, le problème du rattachement à une devise internationale largement employée et crédible. Car le rouble lui-même devra trouver à l'extérieur l'ancrage qu'il ne peut trouver à l'intérieur, compte tenu de la profonde récession économique et de la désagrégation de la CEI. L'ECU, devenu en 1991 la troisième devise sur le marché international des capitaux, devrait d'autant plus naturellement assurer cette fonction d'ancre monétaire que la Commission européenne assure déjà par l'intermédiaire du G24, et devra renforcer, la coordination de l'aide en faveur des républiques de la CEI.

33

*Remarques finales sur la dimension monétaire
et financière de la conditionnalité*

Les transferts en faveur des républiques de la CEI, quelle que soit la clef de répartition exacte entre crédits et dons, doivent être affectés d'une conditionnalité exigeante mais cohérente. Vu la multiplicité des institutions concernées (FMI, Banque mondiale, Communauté européenne, BERD, etc.), il y a un vrai danger d'« empiler » les conditions posées par chacun et d'aboutir à des situations soit de « sous-détermination » (les conditions s'annulant les unes les autres et se révélant, au total, inefficaces), soit de sur-détermination (l'addition des conditions se révélant presque aussi contraignante que l'ancien plan impératif, définitivement rejeté).

La transition des pays de l'Est (y compris la CEI) vers l'économie de marché doit donc être l'occasion d'une réflexion menée en commun sur le contenu et l'horizon temporel de la conditionnalité appliquée aux bénéficiaires de l'aide. Comment pondérer la régulation de la demande et la promotion d'une offre digne de ce nom, qui puisse émerger graduellement sous l'angle de la productivité et de la compétitivité ? Comment articuler

dans le temps, mais aussi dans la hiérarchie des valeurs, les politiques de stabilisation macro-économique et les réformes structurelles ? La liste des interrogations peut s'allonger sans difficulté. Soulignons juste deux aspects :

- pour éviter les risques opposés de sous-détermination et de sur-détermination, il faut assurer une coordination des conditions exigées des républiques de la CEI, donc des institutions et des mécanismes concernés ;
- parce qu'à plus long terme l'objectif est de retrouver une croissance positive et de réhabiliter les activités productives, le contenu monétaire et financier de la conditionnalité doit être, pendant les deux-trois prochaines années, primordial, qu'il s'agisse de la réforme bancaire, de la promotion de marchés de capitaux, de la politique monétaire ou de la politique de change.

(Juin 1992)