

OLIVIER PAQUIER
BRUNO ROUSSELET¹

LE MARCHÉ DES TITRES D'ÉTAT RUSSE ET LA STABILISATION DE L'INFLATION

RÉSUMÉ Après plusieurs années de tergiversations face aux exigences de la stabilisation (1992-1994), les autorités russes se sont engagées à la fin de l'année 1994 dans un programme cohérent de lutte contre l'inflation. A la jonction de la politique budgétaire et de la politique monétaire, les modalités de financement du déficit public ont été profondément modifiées, l'émission de titres de la dette témoignant de la détermination des autorités à suivre une politique économique non inflationniste recommandée par le FMI. Cette politique de stabilisation semble avoir réussi, jusqu'à présent, à réduire l'inflation et à contenir la dépréciation nominale du rouble. Cependant, comme les mesures structurelles nécessaires à la consolidation de ces premiers résultats dans la durée n'ont pas été prises, il est à craindre que la reprise de l'inflation soit inévitable.

Dans un enchaînement vertueux, l'apparition d'un emprunteur relativement moins risqué que les agents privés, conduisant une politique économique orientée et soutenue

par le FMI aurait pu entraîner une profonde révision des comportements des agents non financiers, le retour sur le rouble et la rebancarisation permettant aux banques de financer sans difficultés l'achat de titres. Si on a pu observer au cours du premier semestre de 1995 quelques progrès dans ce sens, ils ont été éphémères, du fait des profondes difficultés du système bancaire, que la stabilisation a, dans un premier temps, mises à nu. Dans ce contexte, la crédibilité des institutions financières russes a été affaiblie par l'absence de restructuration d'envergure. Ainsi les comportements des épargnants ne se sont pas sensiblement modifiés.

De ce fait, le niveau des taux d'intérêt réels a été en moyenne très élevé si bien que, malgré le niveau encore faible en part de PIB de la dette interne, le poids des charges financières tend cependant à créer un effet « boule de neige » dont l'issue est incertaine. Ces tensions sur les taux d'intérêt s'expliquent largement par la faible crédibilité de l'Etat et du secteur bancaire,

1. Olivier Paquier et Bruno Rousselet sont actuellement attachés financiers à l'agence financière de la direction du Trésor à Moscou.
E mail : 106041.1225@compuserve.com.

Les auteurs tiennent à remercier Eric Dubois, chef de division à l'INSEE, et Yves Zlotowski, chargé de mission à l'agence financière de Moscou, pour leurs remarques et critiques constructives, ainsi que Cédric Tchaban, stagiaire à l'agence financière de Moscou, pour sa relecture attentive et un *referee* anonyme aux suggestions stimulantes.

Achévé de rédiger le 30 mai.

même si les grandes variations des rendements observées sur le marché des obligations d'Etat à court terme sont liées d'abord à l'évolution de la liquidité bancaire. Les mouvements observés sur les taux ont été en effet peu sensibles aux événements qui auraient pu conduire à modifier la crédibilité du gouvernement, sauf au cours des derniers mois précédant l'élection présidentielle.

A court terme, pour rendre soutenable l'endettement de l'Etat, il paraît difficile de réunir des sources de financement nouvelles à l'intérieur de la Russie, car les

changements de comportements nécessaires prendront inévitablement du temps. La seule issue possible, sauf défaut de paiement de l'Etat ou réaménagement unilatéral du calendrier de remboursement, consiste à recourir aux financements des non-résidents. Or, on peut légitimement s'interroger quant aux conséquences potentielles de l'entrée de flux de capitaux étrangers substantiels sur l'état du système bancaire, sur la gestion des finances publiques et plus généralement sur la poursuite de la stabilisation dans un contexte de réformes structurelles lentes.

Les progrès de la stabilisation en Russie sont attestés en 1995 par la baisse de l'inflation. Ils ont été obtenus grâce à une politique budgétaire et financière plus rigoureuse qu'auparavant et grâce au succès de l'ancrage par le change. Parmi les moyens utilisés dans le cadre de cette nouvelle politique économique, le recours à l'émission de titres pour financer le déficit public a été spectaculaire, témoignant de la détermination des autorités à suivre les recommandations du FMI. L'émission de titres a débuté au milieu de 1993 à un rythme assez modéré, avant de s'accroître, tout particulièrement en 1995 et au cours des premiers mois de 1996, jouant ainsi, sans conteste, un rôle non négligeable dans la stratégie de stabilisation poursuivie avec constance au cours des 18 derniers mois et pour la première fois depuis le début des réformes en Russie. En outre, l'émission de ces titres par l'Etat a soutenu le secteur bancaire en lui fournissant l'essentiel de ses revenus grâce à des taux d'intérêt réels très élevés dès le second trimestre de 1995.

Le pari de la stabilisation reposait en effet pour le gouvernement sur un financement non inflationniste du déficit public qui permettait de ne pas recourir à la banque centrale de façon excessive. Certes l'émission de titres s'est appuyée, au moins de façon transitoire, sur le système bancaire, alors que, d'un point de vue strict, la progression du stock de titres d'Etat détenus par les banques correspond à un financement monétaire du déficit. Dans les faits, l'adossement de ces titres à l'épargne des ménages s'est rapidement avéré illusoire, la plupart des agents résidents non financiers restant traditionnellement méfiants vis-à-vis des intermédiaires comme des marchés financiers. Quant à l'ouverture aux non-résidents, elle est restée jusqu'à présent limitée.

Face aux difficultés croissantes rencontrées pour financer le déficit de l'Etat et face au risque que font peser ces évolutions, le gouvernement doit, pour conforter les premiers résultats de la stabilisation obtenus depuis un an et demi, rechercher à la fois à :

— réduire le déficit public de façon durable en améliorant les rentrées fiscales, car les marges de manœuvre en matière de dépenses sont sans doute aujourd'hui des plus limitées ;

— accroître la crédibilité des intermédiaires financiers en procédant à une restructuration d'envergure et en fermant les banques non solvables, afin de favoriser un retour dans le système bancaire de la monnaie fiduciaire en circulation hors des banques, ce qui réduirait les tensions sur la liquidité bancaire et amorcerait la baisse des taux d'intérêt ;

— et enfin poursuivre, en l'encadrant, l'ouverture progressive aux capitaux étrangers de façon à faire décroître sensiblement les rendements des titres, sous l'effet d'arbitrages internationaux.

A défaut d'agir conjointement sur ces trois fronts, le gouvernement russe pourrait se retrouver très rapidement confronté à un dilemme : accepter une reprise de l'inflation ou provoquer une crise financière majeure, les deux écueils n'étant pas exclusifs l'un de l'autre.

Cet article montre que si l'émission de titres a pu tout d'abord renforcer la contrainte financière de l'Etat, la dette interne, encore limitée en niveau, connaît aujourd'hui une dynamique incontrôlée du fait du poids des charges financières. En effet, bien que l'offre de titres d'Etat ait initialement participé à la stabilisation et à l'amorce d'un retour vers le rouble, ce marché a en fait été « capturé » par des banques russes fragilisées qui, du fait de l'absence de restructuration au sein du système bancaire, n'ont pas été en mesure d'attirer l'épargne des ménages en quantité suffisante. Au total, c'est donc principalement l'étroitesse des ressources des banques qui a poussé les rendements des titres vers des niveaux exceptionnellement élevés en terme réels, la crédibilité des institutions financières demeurant faible tandis que celle de l'Etat se dégradait à mesure que l'échéance présidentielle approchait. Du fait de l'accumulation trop rapide de cette dette interne, les échéances de l'Etat russe ne pourront plus être longtemps honorées dans des délais conformes aux engagements pris lors de l'émission sans un recours massif aux marchés financiers internationaux.

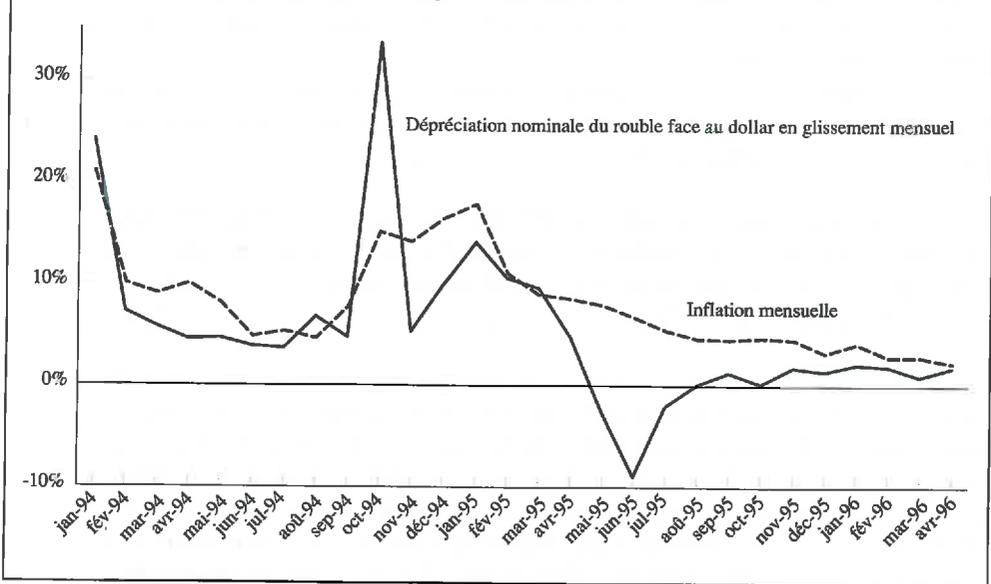
Dans une telle perspective, qui suppose, bien évidemment, le succès du « camp des réformes » aux élections du mois de juillet 1996, on peut légitimement s'interroger sur la stabilité d'une situation dans laquelle la vitesse de réaction quasi instantanée des marchés financiers internationaux contraste avec la lenteur du processus de transformations structurelles en Russie.

L La progression de l'encours de dette publique à court terme

Les changements qui sont intervenus dans le financement du déficit public ont participé à la politique de stabilisation en témoignant de la détermination des autorités à suivre une politique économique non inflationniste. Cette politique de stabilisation a réussi à contenir l'inflation et la dépréciation du rouble (GRAPHIQUE 1). Alors que le niveau de la dette interne reste faible, le poids des charges financières tend cependant à créer un effet « boule de neige ».

GRAPHIQUE 1

Inflation et variation du taux de change en Russie



Sources : Goskomstat et Micex

Un financement du déficit plus sain qu'auparavant

La mise en œuvre d'un financement par émission de titres accroît l'incitation à réduire le déficit puisque le crédit accordé jadis trop généreusement par la banque centrale se raréfie. On peut observer d'ailleurs que le déficit de l'Etat, exprimé en part de PIB, s'est beaucoup contracté jusqu'en 1995 sous l'effet d'une politique rigoureuse, que la discipline imposée par les limites strictes fixées au financement par la Banque centrale de Russie (BCR) a bien entendu renforcée (TABLEAU 1). La persistance d'un déficit important oblige à s'endetter à des taux élevés auprès d'acteurs qu'il n'est plus possible de contraindre a priori à financer l'Etat, sauf à utiliser les banques du secteur public comme la Sberbank. Tout se passe en fait comme si l'Etat russe était passé brusquement d'une contrainte budgétaire souple à une discipline financière stricte. En respectant les règles imposées par le FMI, le règlement des dépenses publiques ne peut être effectué qu'à hauteur de la collecte d'impôts et des sommes levées sur le marché financier russe : c'est seulement dans la mesure où il est finançable que le déficit peut exister. Cette contrainte a été particulièrement visible à la fin de l'année 1995, lorsque le gouvernement a tenté par tous les moyens d'obtenir des financements (émission de titres, quasi-privatisation par le mécanisme des prêts contre actions, voir *infra*) sans pour autant éviter des retards de paiements, y compris des arriérés de salaires substantiels.

La dette intérieure émise sous forme d'obligations d'Etat à court terme (GKO) et d'obligations d'emprunt fédéral (OFZ) augmente rapidement et finance une part croissante du déficit puisqu'en 1995, plus de la moitié du financement est assuré de cette façon (TABLEAU 1); même si le déficit se réduit en 1994 et 1995, l'apport au financement de l'Etat, mesuré en part de PIB, augmente (ENCADRÉ).

TABLEAU 1

Emission de titres* et financement du déficit				
	1993	1994	1995	1996 : 01-04
(1) Financement du déficit par émission de titres (en % du PIB)	0,1	1,0	3,1	5,7
(2) Déficit de l'Etat (en % de PIB)	7,6	9,9	4,9	-
(1)/(2) Part du déficit de l'Etat financé par émission de titres (en%)	1,3	10,5	63,5	-
Dettes totales en fin de période (en % du PIB)	0,1	1,7	4,6	6,1
Part de la dette d'échéance inférieure à 3 mois en fin de période (en %)	95	93	62	37

* Obligations d'Etat à court terme (GKO) et obligations d'emprunt fédéral (OFZ)

Sources : *Russian Economic Trends* et Interfax

Bien entendu, les effets de l'endettement sont à double tranchant, d'autant plus qu'il s'agit d'un endettement à court terme avec des taux élevés : ainsi, en 1995, si l'émission de titres a permis de couvrir des dépenses publiques représentant plus de 3 points de PIB, les intérêts sur ces titres ont par ailleurs accru ces dernières de 1,5 point de PIB, les paiements d'intérêts étant, bien entendu, intégrés ici comme une dépense ordinaire.

ENCADRÉ 1

Les supports de la dette intérieure russe

Hors quelques émissions remontant à la période soviétique, dont les montants ont été laminés par l'inflation, la dette intérieure russe est constituée de cinq parts.

LES OBLIGATIONS DE L'EMPRUNT INTÉRIEUR EN DEVICES DE 1993

Ces obligations, connues sous les noms de MinFin bonds, de Taiga bonds ou de bons de la VEB, résultent de la titrisation en 1993 des comptes débiteurs de la Vnecheconombank vis-à-vis de ses créanciers russes après sa cessation de paiement en 1991. Cette opération a amené la création de titres libellés en dollars, portant un intérêt de 3 % payable annuellement, et divisés en cinq tranches de maturités 1, 3, 6, 10 et 15 ans. Les deux premières tranches ont déjà été remboursées. Plus récemment, l'Etat a soldé ses comptes avec tous ses débiteurs commerciaux privés russes par l'émission de deux nouvelles tranches longues. Après cette opération, l'encours nominal du marché est d'environ 10 milliards de dollars. Les investisseurs non-résidents sont aujourd'hui les principaux animateurs de ce marché bien que les titres qui sont au porteur ne puissent quitter la Russie.

LES OBLIGATIONS D'ÉTAT À COURT TERME ET LEURS DÉRIVÉS

Les premières obligations d'Etat à court terme (GKO) ont été lancées en mai 1993. Ces titres généralement à 3 ou 6 mois, à coupon zéro, sont émis au dessous du pair lors d'enchères ouvertes à des banques agréées, dans la limite d'un volume prévisionnel fixé avant l'émission. Le prix moyen des requêtes servies détermine la rentabilité des titres. Les autorités conduisent par la suite des placements complémentaires directement sur le marché secondaire. Le remboursement de chaque tranche est le plus souvent assuré par les produits d'une nouvelle émission, tenue le même jour, ce qui n'est possible, compte

tenu de la décote, que si le volume nominal est supérieur à celui de la tranche précédente. Si les taux réels sont fortement positifs, le mécanisme d'endettement est explosif, même en valeurs réelles. Le volume nominal de ce marché est aujourd'hui d'environ 120 000 milliards de roubles (24 milliards de dollars, fin mai 1996).

Les obligations d'emprunt fédéral (OFZ) sont des titres émis pour l'instant à 12, 18 ou 24 mois, et portant un intérêt trimestriel fixé par référence aux rentabilités observées sur le marché secondaire des GKO. Lancés à l'été 1995, ils ont contribué à l'allongement de la maturité moyenne d'emprunt observée à la fin de l'année 1995. Hormis les deux premières tranches, amortissables en juin et juillet 1996, ces titres souffrent depuis d'un certain discrédit, compte tenu du risque de signature plus important qu'ils portent, conséquence de leur date de remboursement lointaine. Le volume nominal de ces titres est aujourd'hui d'environ 23 000 milliards de roubles (4,5 milliards de dollars) essentiellement portés par la banque centrale et la Sberbank.

Les obligations d'emprunt d'épargne (OCZ) sont des titres à un an, matérialisés, d'abord destinés aux particuliers. Les coupons sont détachés trimestriellement, et leur valeur est fixée selon la même méthode que pour ceux des OFZ, éventuellement augmentée d'une prime à caractère social. Les 7 tranches émises depuis l'automne dernier ont levé moins que les 7 000 milliards de roubles (1,4 milliard de dollars) escomptés, et les titres sont notablement détenus par les banques, alléchées par leur sécurité et leur rendement, malgré l'obligation qui leur était faite de placer ces titres dans le public.

LES BILLETS À ORDRE DU MINISTÈRE DES FINANCES ET ASSIMILÉS

Ces titres, dont le volume total n'est pas connu, sont le support de diverses opérations financières, en principe à la périphérie de l'exécution du budget fédéral. Ils ont par exemple été retenus pour la reprise en dette d'Etat et la titrisation des arriérés de remboursement des crédits centralisés distribués au secteur agricole entre 1992 et 1994, pour un montant total nominal de 18 000 milliards de roubles (3,6 milliards de dollars) largement réescompté par la banque centrale. Ils ont servi durant toute l'année 1995 et le début de l'année 1996 à assurer des paiements de crédits budgétaires sous forme de titres acceptés en paiement libératoire d'impôt ; l'engagement a cependant été pris envers le FMI de ne plus recourir à des dispositifs de ce genre.

LES EMPRUNTS BANCAIRES

Les différents ministères et organismes qui composent les pouvoirs publics russes sont dotés d'autonomies financières et de gestion assez larges pour que certains d'entre eux, notamment les ministères de la Défense et de l'Intérieur, les agences d'achats de produits alimentaires ou les fonds sociaux, obtiennent de banques commerciales des prêts gagés par des crédits budgétaires à venir. Le ministère des Finances accorde dans certains cas sa garantie à de telles opérations. Selon certaines rumeurs, le ministère des Finances lui-même recourrait parfois, en substitut à de nouvelles émissions de GKO lors de périodes de tension de taux d'intérêt, à des emprunts de trésorerie auprès de banques commerciales.

L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS DANS LES LIVRES DE LA SBERBANK

Selon une loi adoptée en 1995, l'épargne accumulée par les particuliers sur leurs comptes de la Sberbank, et plus marginalement sur des comptes de la compagnie d'assurance de l'URSS, ayant été dépréciée depuis 1992 par l'inflation, doit être rétablie à sa valeur indexée, qui est assimilée à une dette d'Etat. Les modalités de cette revalorisation

ne sont pas arrêtées ; elle pourrait consister en la distribution de titres à très long terme, ou en l'inscription des montants indexés sur des comptes bloqués. Seul le cas des épargnants les plus âgés sera traité à court terme, pour des raisons électorales. Les opérations suivantes débiteraient en 1997, et seraient inscrites au budget fédéral. Le montant total de la dette publique ainsi reconnue est, selon les estimations, de 500 000 à 800 000 milliards de roubles (100 à 160 milliards de dollars).

Une dette interne d'une ampleur encore limitée

Si la progression de la dette émise non échue apparaît vertigineuse au cours des deux dernières années, son encours rapporté au PIB demeure, quant à lui, modeste. La dette en GKO est passée de 200 milliards de roubles fin 1993 à plus de 65 000 milliards de roubles fin 1995, pour atteindre 120 000 milliards de roubles à la fin de mai 1996. La maturité moyenne de la dette reste encore inférieure à 6 mois même si elle s'accroît progressivement, l'Etat ayant commencé à émettre en 1995 des OFZ, d'échéance 12 à 24 mois, dont le montant total atteint 23 000 milliards de roubles à la fin mai 1996. En points de PIB cependant, le niveau de la dette interne n'a rien d'alarmant puisqu'il n'est que légèrement supérieur à 6 %.

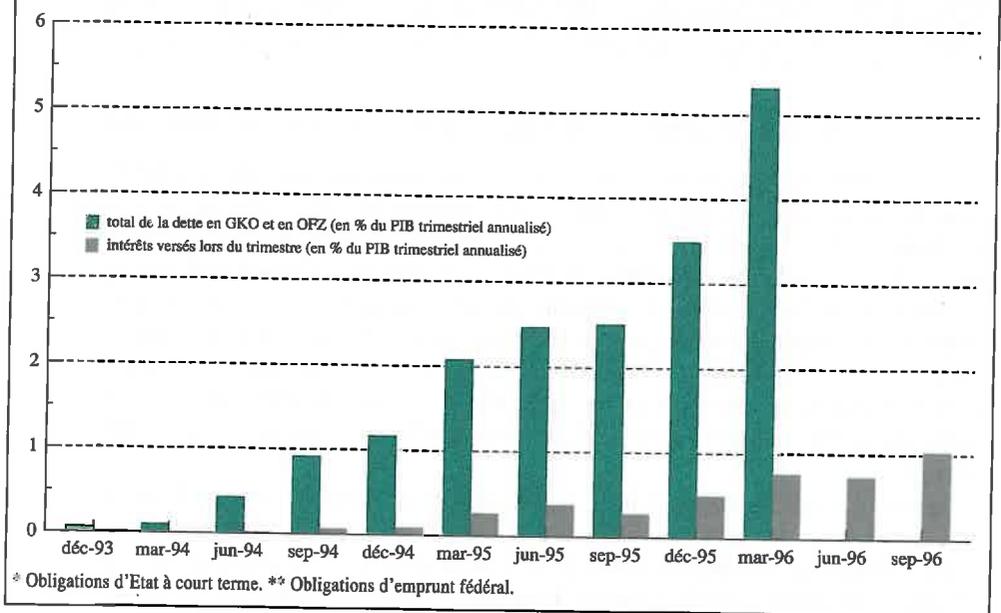
Au total, c'est ainsi l'équivalent de près de 28 milliards de dollars de dettes internes libellées en roubles (jusqu'à présent) que l'Etat russe a accumulés en 18 mois, tandis qu'il stabilisait à peu près sa dette externe à 120 milliards de dollars, avec des calendriers de paiement désormais réaménagés grâce aux rééchelonnements conclus avec le club de Paris et le club de Londres. L'endettement interne et externe de l'Etat russe est ainsi inférieur à 40 % du PIB de 1995, ce qui reste bien en deçà du niveau aujourd'hui atteint par la plupart des pays de l'OCDE.

Mais une dynamique exponentielle des charges d'intérêt

Si le développement de la dette interne, par son ampleur, ne met apparemment pas la solvabilité de l'Etat en péril à court terme, le poids des charges d'intérêt commence à croître sensiblement. Le niveau très élevé des rendements servis fait désormais problème, d'autant que le gouvernement russe semble agir en considérant que l'émission de dettes constitue une source de financement indolore. La comptabilité budgétaire est à cet égard édifiante : puisqu'il s'agit de titres à coupons zéro, tout se passe jusqu'à présent comme s'il ne s'agissait que d'opérations de trésorerie, chaque remboursement étant financé par une nouvelle émission. Ainsi, les charges d'intérêt ne figurent même pas dans les dépenses budgétaires, malgré les demandes du FMI, qui, bien entendu, les réintroduit dans son propre calcul du déficit budgétaire. De cette manière, le gouvernement russe peut masquer la part croissante des intérêts sur GKO dans les dépenses publiques.

Les charges d'intérêt ont déjà atteint l'équivalent de près de 5 milliards de dollars en 1995, ce qui, pour un niveau de déficit donné, évince les autres dépenses publiques, et menace de provoquer un effet boule de neige, la dette tendant à s'auto-alimenter (GRAPHIQUE 2). Comme il s'agit, au moins pour ce qui concerne les GKO, de titres à coupons 0, il est possible de calculer les charges

d'intérêt déjà engagées pour le second semestre par les émissions réalisées à la date de fin mai 1996.

GRAPHIQUE 2
Les charges d'intérêt de la dette en GKO* et en OFZ**


Sources : *Russian Economic Trends* et Interfax

Dans ces conditions, la baisse des taux d'intérêt devient un facteur déterminant de la soutenabilité de cet endettement. Alors que le gouvernement russe se heurte à des difficultés croissantes pour collecter les impôts, le caractère exponentiel des charges d'intérêt peut conduire soit à une réduction plus drastique des autres dépenses publiques, soit à un creusement du déficit public accompagné d'une pression forte en faveur d'une reprise de l'inflation ou d'un report unilatéral de ses échéances par l'Etat. Car, si la progression de la dette interne sous forme de titres a eu initialement un effet favorable sur la stabilisation, les faiblesses endémiques du système bancaire n'ont pas permis d'attirer l'épargne des ménages dans des proportions suffisantes pour assurer le financement du déficit de façon réellement non inflationniste.

U ne esquisse de dédollarisation

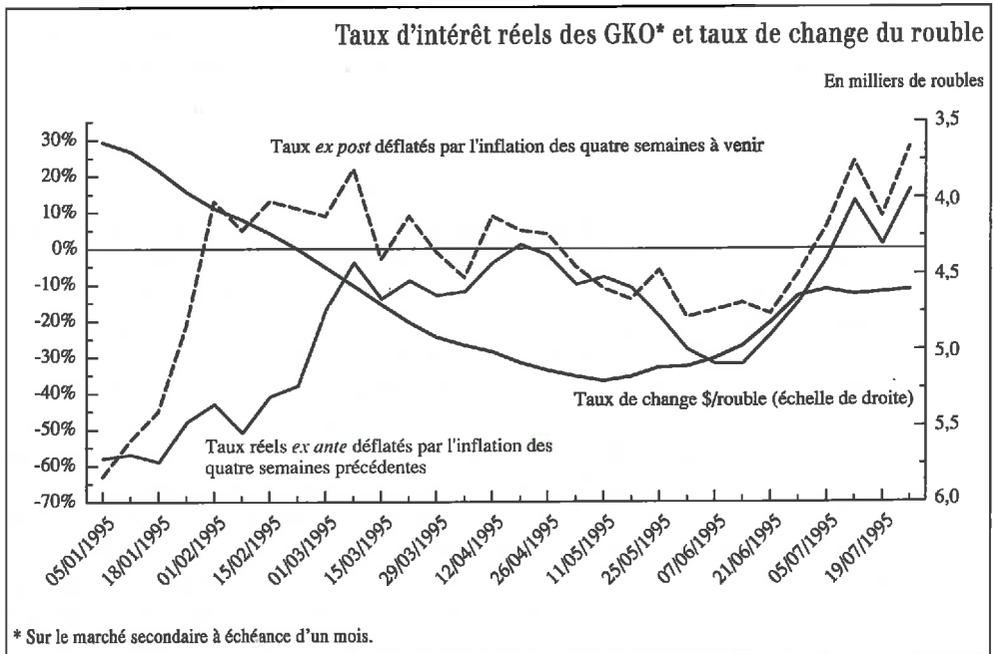
Dans un enchaînement vertueux, l'apparition d'un emprunteur relativement moins risqué que les agents privés, conduisant une politique économique orientée et soutenue par le FMI aurait pu entraîner une profonde révision des comportements des agents non financiers, le retour sur le rouble et la rebancarisation permettant aux banques de financer sans difficultés l'achat de titres. Les quelques progrès observés dans ce sens au cours du premier semestre de 1995, ont été

éphémères du fait des profondes difficultés du système bancaire, que la stabilisation a, dans un premier temps, mises a nu. Dans ce contexte, la crédibilité des institutions financières a été affaiblie par l'absence de restructuration d'envergure. Ainsi les comportements des épargnants ne se sont pas sensiblement modifiés.

L'émission de titres par l'Etat initialement favorable à la dédollarisation

La politique monétaire stricte menée en Russie depuis novembre 1994 a réduit progressivement la liquidité bancaire tandis que l'apparition d'un emprunteur cherchant à lever des montants toujours croissants a fait monter très nettement les rendements, comme en témoigne la chronique des taux d'intérêt réels du marché secondaire des GKO (GRAPHIQUE 3). Les rendements sont progressivement devenus positifs en termes réels au printemps 1995.

GRAPHIQUE 3



Sources : Micex et Interfax

Comme on pouvait s'y attendre, l'apparition de taux réels positifs a effectivement précédé le mouvement de retour vers le rouble. En effet, au cours du premier semestre, la très forte décélération de l'inflation (de 18 % en janvier à moins de 5 % dès août 1995) doit être prise en compte. Les taux réels calculés *ex post* (en déflatant les rendements nominaux par la véritable érosion monétaire subie) sont alors assez sensiblement supérieurs aux taux réels calculés *ex ante*, pour lesquels on retient, à un instant donné, le rendement nominal corrigé par l'inflation observée au cours de la période passée. Sur le GRAPHIQUE 3, on peut observer que les taux réels *ex post* sur les GKO deviennent positifs dès la fin du mois de janvier 1995.

Profitant de la qualité de signature de l'Etat, les banques ont placé une partie de leurs disponibilités en titres de l'Etat avec l'avantage de disposer de placements liquides et très rémunérateurs. Pour augmenter leurs ressources, elles ont cherché à attirer des dépôts en roubles en offrant des taux créditeurs plus intéressants à leurs clients. Les statistiques de taux d'intérêt sur les dépôts à terme offerts par les plus grandes banques de la place deviennent ainsi positifs à la fin mars 1995 (Granville & alii, 1996).

C'est par ce mécanisme qu'une esquisse de dédollarisation de l'économie a eu lieu d'avril à juin 1995, conduisant à la fois à une progression du rouble et à une détente des taux réels sur les GKO (GRAPHIQUE 3). Ces évolutions semblent s'inscrire dans le prolongement des analyses de Ratna Sahay et Carlos A. Vegh (1995). Grâce à une étude détaillée du processus de dollarisation dans 15 économies en transition, ces auteurs mettent en évidence le rôle crucial du taux d'intérêt réel dans les arbitrages entre la détention de l'épargne en monnaies nationales ou en dollars.

C'est donc la conjonction d'une politique monétaire restrictive et l'arrivée sur le marché d'un émetteur peu risqué offrant des rendements élevés qui a permis d'enregistrer les premiers résultats dans la lutte contre l'inflation soutenus par le succès de la stratégie d'ancrage par le change (Barbé & Zlotowski, 1996).

La fragilisation des banques russes

Dans un premier temps, l'essor du marché des titres d'Etat, réservé aux banques russes, leur est apparu comme une aubaine dans un contexte qui, par ailleurs, évoluait de façon plutôt défavorable aux activités auxquelles elles se consacraient au cours de ces dernières années, notamment les opérations de change. Certes, les progrès de la stabilisation – baisse de l'inflation, stabilité accrue du rouble, financement du déficit par émission de titres – créent des conditions favorables à moyen terme à l'activité bancaire, parce qu'ils réduisent les risques et les incertitudes et permettront dans le futur une reprise de l'investissement que les banques pourront financer avec profit. Mais, à court terme, les fortes fluctuations nominales ont engendré une incertitude dont les banques avaient appris à tirer parti, si bien que les premiers acquis de la stabilisation n'ont pas été sans lien avec la mise à nu de leur fragilité intrinsèque. La rentabilité des banques a souffert du ralentissement de la hausse des prix et du glissement du change parce que celles-ci ont profité de la situation pour pratiquer des marges très élevées tant sur les activités de crédit que sur le change, l'ampleur de ces marges étant rendue possible par l'incertitude sur la valeur de la monnaie.

Sur ce point, il est nécessaire de dissiper un malentendu présent dans nombre d'analyses consacrées à la Russie. Pendant la période 1992-1994, les banques ont effectivement tiré profit du glissement du change mais pas parce qu'elles ont spéculé sur son évolution : la spéculation, en l'absence d'un engagement de change fixe défendu par une banque centrale, est, bien évidemment, toujours un jeu à somme nulle pour les participants au marché des changes, pris dans leur ensemble, c'est-à-dire dans le cas présent essentiellement les banques russes. En fait, c'est au détriment des agents non financiers que les banques ont dégagé des recettes nettes sur le marché des changes. Durant la période de fort glissement du cours du rouble, les agents non financiers ont fait, plus encore qu'aujourd'hui, des allers-retours dollars-roubles. Or, la différence entre cours d'achat et cours de

vente a pu être alors plus importante parce que la volonté de se couvrir au plus vite contre l'érosion de la valeur réelle des encaisses en roubles l'emportait largement sur la recherche du meilleur point de change. Quand le cours du rouble s'est stabilisé, les agents ont alors pris le temps de comparer les prix et de faire jouer la concurrence, ce qui a rogné les marges des banques sur cette activité.

Une comparaison a été effectuée, à titre illustratif, entre la première semaine d'octobre 1994 (pendant ce mois la dépréciation du rouble a atteint 35 %) et la première semaine d'octobre 1995 (le change a été pratiquement stable au cours de ce mois). Les cours d'achat et de vente du dollar en roubles pratiqués par une trentaine de banques à Moscou ont été relevés chaque jour². Le calcul de la marge brute s'obtient alors comme la différence entre le cours vendeur et le cours acheteur du dollar contre rouble. Cette marge brute représentait 5 % environ de la valeur du dollar en octobre 1994, contre près de 2 % en octobre 1995. Dans les deux cas, cette marge a été à peu près stable, quel que soit le jour de la semaine considéré. En rouble constant, la marge brute de change réalisée pour un dollar traité a été divisée par 5 entre les deux dates, alors même que la dépréciation du taux de change réel du dollar en roubles a atteint 45 % sur cette période. Quand on sait qu'il existe en outre des coûts incompressibles de gestion des bureaux de change, on mesure alors combien la rentabilité de ces opérations a pu s'effondrer avec la stabilisation du change mise en œuvre au premier semestre 1995.

L'ampleur des créances douteuses est alors apparue au grand jour, puisque l'inflation en baisse n'a plus permis aux banques de bénéficier de taux d'intérêt réels très négatifs sur les dépôts de la clientèle. Ces tensions ont notamment contribué à la montée des risques dont la crise de liquidité survenue en août 1995 a constitué une première manifestation.

Ainsi, les principaux acheteurs de titres d'Etat ont été des banques fragilisées par les premiers résultats de la stabilisation. L'absence de restructuration d'envergure ne leur a pas permis d'élargir leur ressources, alors même que ces difficultés contribuaient à élever le niveau des rendements ce qui en retour a maintenu en survie artificielle une partie importante du secteur bancaire.

La stabilité des comportements monétaires des agents non financiers

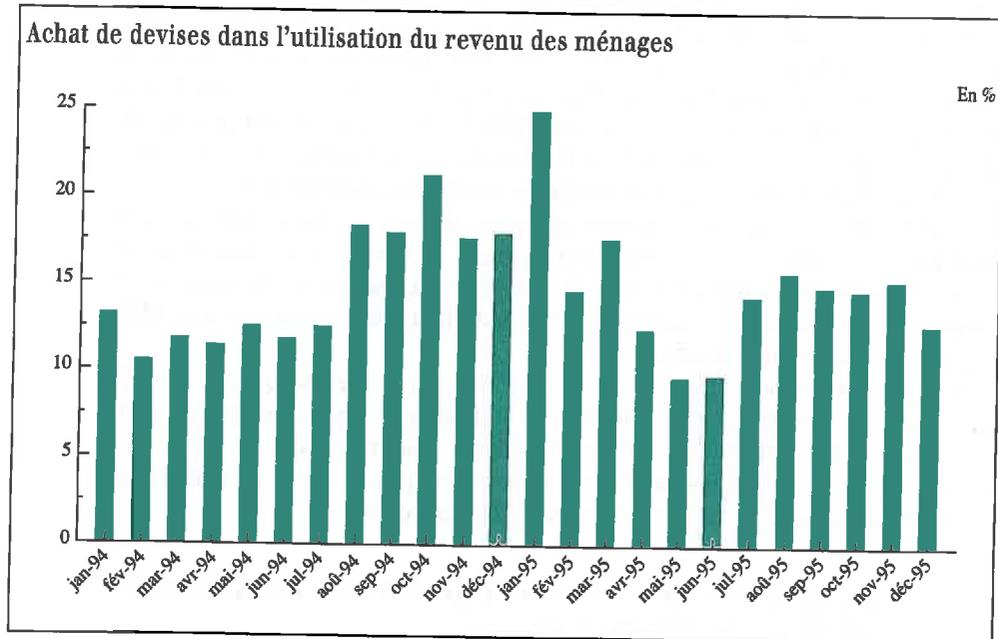
La progression du stock de dette publique intérieure a été rapide puisqu'elle est passée de moins de 1 point de PIB en septembre 1994 à plus de 6 points de PIB en avril 1996, les taux d'intérêt réels sur les GKO devenant positifs dès le début de l'année 1995. Dans ce contexte, même si les banques n'ont repercuté que très partiellement le niveau des taux réels du marché des titres, la rémunération qu'elles ont offerte aux agents non financiers sur les dépôts à terme en roubles a été également positive à partir de la fin du premier trimestre de 1995 (*supra*). De ce fait, l'absence d'érosion des dépôts bancaires en roubles dans les banques et l'appréciation continue du taux de change réel du rouble en dollar auraient dû conduire les agents non financiers et notamment les ménages à abandonner leurs habitudes d'épargne en dollars cash, au profit de dépôts en roubles.

2. Ils sont publiés dans le journal *Kommersant daily*.

Or, alors que le stock de dollars détenus sous forme de billet circulant hors du système bancaire est évalué entre 20 et 25 milliards de dollars, plusieurs indications permettent de penser que la substitution au profit du rouble a été limitée en ampleur et très circonscrite dans le temps.

L'évolution des réserves nettes de change de la BCR en 1995 montre en effet que c'est seulement entre fin mars et fin juin que celles-ci ont progressé de 5 milliards de dollars environ, leur niveau restant par la suite stable jusqu'au début du printemps 1996. Par ailleurs, les dépôts en rouble dans le système bancaire n'ont pas sensiblement augmenté en données réelles tandis que la part de la monnaie fiduciaire dans M2 s'est accrue en 1995. Enfin, les statistiques mensuelles disponibles sur les dépenses des ménages montrent que la part du revenu consacré à l'achat de devises a été depuis le début de 1994 voisine de 15 % et toujours supérieure à 10 % sauf en mai et juin 1995 (GRAPHIQUE 4).

GRAPHIQUE 4



Tout se passe comme si les ménages russes n'avaient arbitré en faveur du rouble contre dollar que lorsque le taux de change nominal du rouble s'était apprécié soit entre avril et juillet 1995 (GRAPHIQUE 3). La crainte de la spoliation par un retour de l'inflation et par la faillite des institutions financières a perpétué des comportements trop prudents face à la devise nationale et *a fortiori* face aux dépôts à terme dans le système bancaire. Il faut reconnaître que le temps n'est pas loin où les maigres économies constituées par une vie de travail et déposées à la Sberbank se sont évaporées sous l'effet d'une inflation mensuelle à deux chiffres (voire à trois chiffres en janvier 1992 lors de la libération des prix).

En définitive, la faiblesse de la demande de titres par les agents non financiers n'a pas entraîné de rebancarisation. L'étroitesse des ressources des banques est donc à l'origine des niveaux historiques atteints par les taux d'intérêt réels.

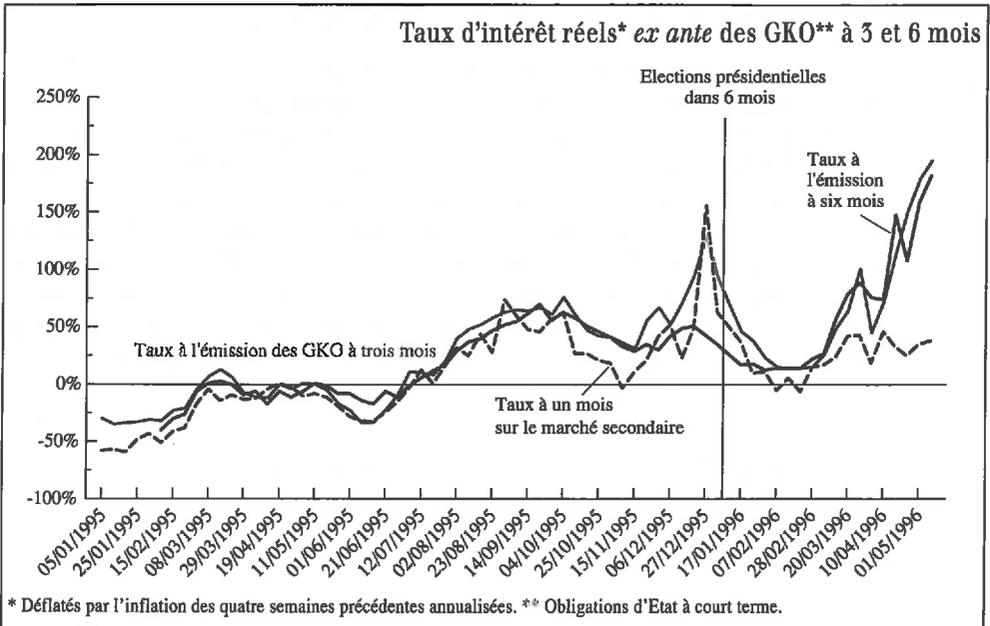
L'évolution récente des taux d'intérêt sur les GKO

Si le niveau en moyenne élevé des taux d'intérêt réels s'explique largement par la crédibilité globalement faible de l'Etat et du secteur bancaire, les fortes variations des rendements observées sur le marché des GKO sont restées peu sensibles aux événements qui auraient pu conduire à modifier cette crédibilité, sauf au cours des derniers mois précédant l'élection présidentielle.

Des variations de taux d'intérêt peu sensibles aux évolutions de la crédibilité

Au cours de l'année 1995, on peut montrer par l'absurde que les modifications de la crédibilité du gouvernement n'ont pas eu d'effets sensibles sur le rendement des titres de la dette. Si ce facteur avait joué un rôle important, la signature de l'accord de confirmation avec le FMI en avril 1995 aurait dû entraîner une baisse des taux qui se serait poursuivie tout au long de l'année à mesure que les bonnes nouvelles sur l'inflation se seraient confirmées. A l'été notamment, l'introduction du corridor de fluctuations pour le rouble aurait renforcé la crédibilité anti-inflationniste du gouvernement et fait baisser les taux d'intérêt réels à court terme. En fin d'année, il eût été logique d'observer une hausse des rendements réels exigés à l'approche du résultat des élections législatives du 17 décembre 1995.

GRAPHIQUE 5



Sources : Interfax et Goskomstat.

Cette évolution théorique est loin de correspondre à la réalité observée (GRAPHIQUE 5). Certes on peut remarquer une baisse des rendements nominaux de la mi-avril à la mi-juin correspondant aux conséquences de l'accord de confirmation. Mais par la suite les taux nominaux se tendent alors qu'en parallèle l'inflation se ralentit.

A la suite de la première annonce du corridor³, en juillet 1995, les taux augmentent très fortement pour culminer à fin août. Certains pourraient objecter que la mise en place d'une bande de fluctuation du change en Russie a justement fait monter les taux pour des raisons liées au manque de crédibilité de cette stratégie. Mais cet argument ne peut être retenu parce qu'à cette époque la hausse des taux s'est accompagnée, au moins jusqu'à la fin juillet, d'une pression à la hausse du rouble qui a traduit la confiance générale des marchés financiers dans la bonne tenue du rouble.

Enfin, à l'approche des élections législatives, le facteur crédibilité est imperceptible, les taux augmentant après les élections alors que le résultat est grosso modo conforme aux anticipations. Sans doute les marchés financiers avaient-ils anticipé largement le fait que la Douma ne remettrait pas en question la politique économique à court terme. Même au cours du premier trimestre de 1996, les émissions de GKO à six mois ne reflètent pas de comportements spécifiques des marchés financiers, l'évolution des taux jusqu'à la fin du mois de février étant comparable pour les titres de maturité postérieure aux élections présidentielles et pour ceux à l'échéance antérieure (GRAPHIQUE 5).

Invoquer la crédibilité anti-inflationniste du gouvernement pour expliquer les mouvements de taux du marché des GKO, au moins jusqu'à la période récente, n'est donc guère convaincant.

La chronique des taux d'intérêt, reflet des tensions sur la liquidité bancaire

Jusqu'au mois de mars 1996, l'évolution des taux⁴ sur le marché des GKO est bien le reflet de la situation de liquidité des banques.

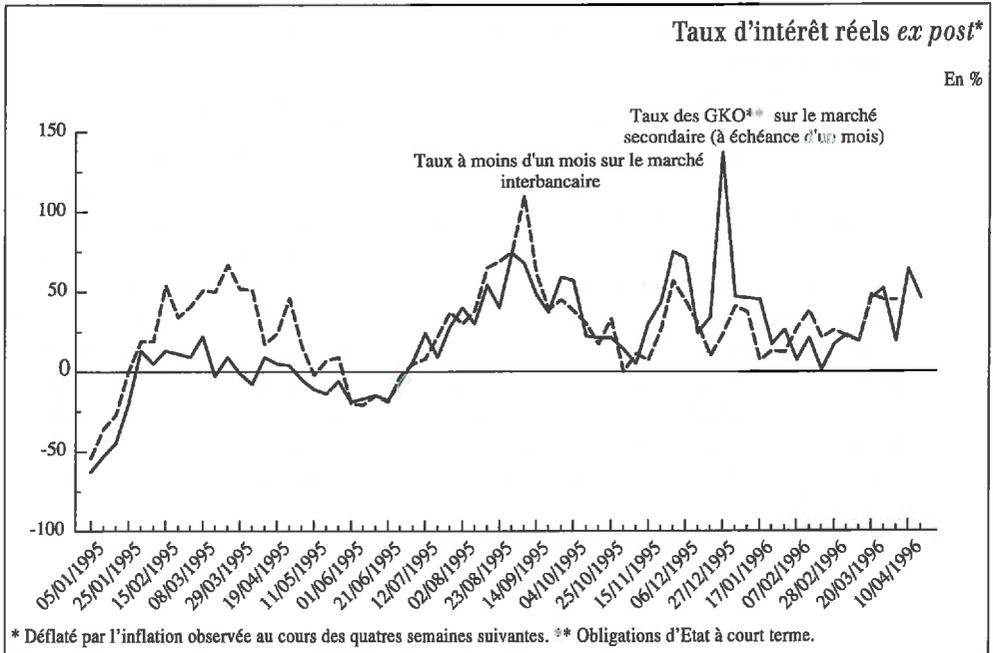
Soutenue par le timide retour vers le rouble, la liquidité bancaire a été relativement abondante au cours du second trimestre de l'année 1995. Mais à partir de début juillet, l'annonce du corridor pour les trois mois ultérieurs a renforcé la perception, au sein du système bancaire, d'une montée des risques. Les banques fragiles n'ont plus compté dorénavant sur l'inflation et la dépréciation du change pour tirer des profits faciles. Cette prise de conscience générale s'est accompagnée d'une contraction du marché interbancaire, les banques créditrices nettes du fait de l'abondance de leurs dépôts, cherchant à se désengager progressivement d'un marché jugé désormais trop risqué.

3. Le 6 juillet 1995 les autorités russes ont annoncé la mise en place d'une bande de fluctuation du taux de change du rouble contre dollar (entre 4300 et 4900) pour trois mois, dont la prolongation à l'identique jusqu'à la fin de 1995 a été annoncée le 23 août 1995 ; en décembre 1995, la bande pour le premier semestre de 1996 a été fixée à 4550-5150 ; en mai 1996, de nouvelles modalités ont été annoncées pour le second semestre avec un « corridor incliné » dont la pente est de 1,5 % par mois, la dépréciation du rouble pouvant varier de 1,2 % à 3 % par mois en moyenne de fin juin à fin décembre 1996.

4. Tous les taux d'intérêt mentionnés dans cet article sont, bien entendu, des taux actuariels composés annuellement, selon la pratique habituelle dans les pays occidentaux, et non le taux d'intérêt mensuel multiplié par 12, selon la méthode sou-
venant utilisée dans les présentations en langue russe.

S'observe alors un phénomène tout à fait significatif sur le marché interbancaire et sur le marché des GKO. Alors que la mise en place du corridor aurait dû accroître la crédibilité des engagements du gouvernement à court terme et contribuer à détendre les rendements, c'est en fait exactement l'inverse qui se produit (GRAPHIQUE 6). Tout se passe comme si le retrait des prêteurs principaux du marché interbancaire avait raréfié la liquidité et contraint les autres banques ainsi fragilisées à vendre leurs titres. Par ailleurs le sentiment croissant de la très grande précarité de beaucoup de banques a dû pousser ces principaux créditeurs du marché interbancaire à ne pas utiliser aussitôt les fonds rendus disponibles par la contraction des prêts effectués aux autres banques pour souscrire les titres d'Etat offerts sur le marché. La tendance à la vente étant très forte, il était rationnel en effet pour les banques liquides d'attendre que le prix des titres baissent sensiblement avant de se porter acquéreur de ce papier. C'est ainsi que les taux sur le marché des GKO se sont tendus progressivement de la fin juin à la fin août 1995.

GRAPHIQUE 6



Sources : Bulletin de la Banque centrale de Russie et Interfax.

Un peu avant, dans le courant du mois de juin, est apparue une convergence entre les taux pratiqués sur le marché interbancaire et les taux du marché secondaire des GKO. A partir de cette date, les deux courbes ont été pratiquement identiques car le resserrement des crédits sur le marché interbancaire a commencé probablement dès le mois de juin, ainsi que le montrent des données de bilan de quelques grandes banques créditrices de la place comme la VneshtorgBank. Ce phénomène correspond à un mécanisme clairement identifié de montée des risques de défaut de paiement. Dans un tel cas, la peur de la banque créditrice ne conduit pas à une hausse des taux mais à une plus grande sélectivité dans l'octroi

des prêts. On en arrive au paradoxe que sur le marché du crédit, une montée des risques se traduit par une baisse des taux moyens observés, sous l'effet d'un phénomène bien documenté dans la littérature économique américaine nommé « flight to quality » (Bernanke & alii, 1994) : le refus de prêter aux emprunteurs les plus risqués tire le taux moyen vers le bas puisqu'il ne reste plus que les meilleures signatures. C'est pourquoi les taux sur le marché interbancaire deviennent à partir de la mi-1995 quasiment identiques aux taux de rendement des titres de l'Etat, emprunteur réputé en général le moins risqué.

Après la crise de liquidité sur le marché interbancaire qui culmine le 24 août 1995, soit le lendemain de l'annonce par le gouvernement de sa décision de prolonger le corridor du rouble jusqu'à la fin de l'année, les taux réels se détendent progressivement grâce à des interventions substantielles de la BCR pour empêcher un effondrement du système. L'enrayement des paiements interbancaires a poussé la banque centrale à acheter aux banques l'équivalent de 2 000 milliards roubles de GKO et à prêter 500 milliards de roubles à trois banques parmi les plus touchées. Le mouvement de baisse des rendements se poursuit jusqu'au début du mois de novembre 1995.

A partir du début novembre, le démarrage de l'opération de prêts contre actions a de nouveau pompé de fortes liquidités bancaires – le total des prêts au gouvernement atteignant près d'un milliard de dollars – contribuant à la hausse des rendements sur le marché des GKO. Cette procédure visait à proposer aux banques le nantissement de blocs de parts dans de grandes sociétés contre un crédit accordé au gouvernement selon des conditions de durée et de taux prédéfinis.

En fin d'année, les besoins en roubles pour solder les bilans ont créé des conditions particulièrement difficiles au placement des dernières émissions. En outre, l'utilisation de la BCR et de la Sberbank comme souscripteurs de GKO ayant pu être abusive au cours du second semestre⁵, ces deux institutions ont été contraintes de céder l'excès de titres détenus et n'ont pas été en mesure d'acheter des titres pour enrayer la montée des taux d'intérêt. C'est ainsi que leur niveau a atteint près de 150 % en terme réel au cours de la seconde quinzaine de décembre.

L'accroissement de la prime de risque depuis mars 1996

Plus l'échéance de l'élection présidentielle s'est rapprochée, plus l'incertitude a pesé sur les taux d'intérêt des GKO, comme l'indiquent les tendances enregistrées sur ce marché (GRAPHIQUE 6).

Depuis le mois de mars 1996, la tension observée sur les titres de la dette concerne particulièrement les émissions primaires, dont les échéances sont désormais toutes postérieures aux élections présidentielles, y compris pour les titres à trois mois. En revanche, on enregistre un net décrochage des rendements sur le marché secondaire des titres qui arrivent à échéance avant l'élection. Contrairement aux périodes de tensions passées, qui concernaient alors tous les

5. Selon *Segodnia Business* du 19 décembre 1995, la Sberbank possédait, en effet, déjà à cette date 20 000 milliards de roubles de GKO et la banque centrale 17 000 milliards de roubles. A elles deux, ces banques publiques très particulières totalisaient donc plus de 50 % de l'encours total de GKO en circulation.

compartiments du marché mais particulièrement le marché secondaire, l'évolution des taux sur le marché secondaire à moins d'un mois montre aujourd'hui que les tensions sur les taux des titres à maturité postérieure à l'élection ne s'expliquent plus par la faiblesse de la liquidité bancaire.

En revanche, c'est bien la dégradation de la crédibilité du gouvernement qui rend compte de la montée des rendements à l'approche de l'élection présidentielle. L'éventualité d'un changement de politique économique fait planer la menace d'une spoliation, au moins partielle, des détenteurs de titres de la dette qui pourrait prendre, par exemple, la forme d'un allongement autoritaire des maturités dans des conditions de rémunérations fixées alors unilatéralement.

Quelle que soit l'issue du scrutin, la montée du déficit public au premier semestre de 1996 fait planer le risque d'une reprise de l'inflation dans la seconde moitié de l'année. Le déficit budgétaire serait au moins égal à 6 % du PIB au premier semestre, puisque les émissions de titres ont permis au budget d'obtenir pour le financement du déficit l'équivalent de 5,7 % du PIB au cours des quatre premiers mois de l'année (TABLEAU 1).

Les marchés financiers semblent avoir intégré l'idée que cette menace inflationniste est en partie indépendante du résultat des élections. En effet, depuis avril, une montée du cours des actions s'observe à Moscou, parallèlement aux progrès du Président sortant dans les sondages, tandis que les taux des GKO continuent à se tendre. Tout se passe comme si les acteurs des marchés financiers croyaient à une victoire du Président mais préféreraient acquérir des actions dont la valeur est beaucoup moins sensible à l'érosion monétaire.

Il reste que, dans tous les cas, l'ampleur des échéances à venir rend désormais inévitable une plus grande ouverture du marché des titres d'Etat aux non-résidents.

Les marchés financiers internationaux, ultime recours pour éviter la crise ?

Il est patent que l'émission de titres peut s'avérer malsaine si elle ne prend pas appui sur un système bancaire solide permettant à une véritable intermédiation de se développer. Pour financer durablement de façon non inflationniste le déficit, il faudrait en effet soit que les banques puissent attirer plus d'épargne en provenance des ménages en l'adossant à leur portefeuille de titres d'Etat, soit que des titres soient émis directement auprès des agents non financiers. A court terme, il paraît difficile de progresser dans cette voie à l'intérieur de la Russie car les changements de comportements nécessaires prendront inévitablement du temps. La seule issue possible consiste soit à réchelonner unilatéralement la dette, soit à recourir aux financements des non-résidents.

Un financement interne insuffisant à court terme

Plusieurs raisons expliquent la défiance persistante des agents économiques russes vis-à-vis de l'Etat et des institutions financières russes.

Vis-à-vis du gouvernement russe, la faible confiance s'explique d'abord par les cycles précédents durant lesquels les tentatives faites pour imposer une politique financière cohérente n'ont pas résisté à la pression en faveur de l'émission monétaire (1992-1994). En 1995, la réduction du déficit, atteinte en partie grâce à une hausse des séquestrations de dépenses et notamment des arriérés de salaires, a en outre renforcé le scepticisme quant au caractère politiquement durable d'une telle rigueur.

De leur côté, les banques ont surtout vu les GKO comme une manne provisoire à récolter et n'en ont pas profité pour se restructurer⁶. Les autorités monétaires, quant à elles, commencent seulement depuis la signature de l'accord élargi avec le FMI, le 26 mars 1996, à prendre les mesures nécessaires à l'assainissement du secteur bancaire, pourtant indispensable pour y attirer l'épargne russe en quantité suffisante. Enfin les tentatives du gouvernement pour émettre directement des titres à plus long terme destinés aux agents non financiers se sont jusqu'ici soldées par un quasi-échec (ENCADRÉ).

Dans ces conditions, pour pouvoir honorer sa dette vis-à-vis des banques russes, l'Etat doit emprunter toujours davantage. Or, les ressources de ces dernières s'épuisent, le total de la dette interne sous forme de GKO et d'OFZ représentant aujourd'hui un encours d'un montant comparable à la totalité des dépôts des ménages et des entreprises dans le système bancaire russe. Ainsi le risque d'émissions trop abondantes pour les capacités du secteur bancaire pourrait conduire prochainement à des achats massifs de titres de la dette par la BCR, et donc à un financement purement monétaire du déficit de l'Etat qui serait de nature à entraîner un regain d'inflation.

L'ouverture aux non-résidents facteur d'instabilité supplémentaire ?

Jusqu'à présent, les autorités russes ont cherché à atténuer cette pression inflationniste en ouvrant, avec prudence, leurs marchés financiers aux non-résidents, qui ont manifesté un certain intérêt pour les taux élevés offerts aux investisseurs. Il est vrai qu'avec la forte appréciation réelle du taux de change du rouble, le rendement virtuel en dollars constant aurait atteint 100 % en moyenne sur l'année 1995 pour les non-résidents, s'ils avaient pu participer à ce marché sans faire baisser les taux. Jusqu'au mois de février néanmoins, les intérêts reçus sur les titres de la dette de l'Etat à court terme ne pouvaient pas sortir de Russie : ils étaient bloqués sur un compte spécial qui devait être réinvesti localement. Bien entendu, l'imagination des financiers a permis de contourner en partie ce dispositif, mais le risque de se voir sanctionné par la banque centrale a sans doute freiné les ardeurs.

Depuis la fin du mois de février, quelques aménagements particuliers ont permis une ouverture timide de ce marché aux non-résidents. Selon ce schéma, une frontière étanche sépare le compartiment résident, qui constitue toujours la part prédominante, et le compartiment non-résident. Sur ce dernier en effet les souscriptions sont effectuées en dollars et la rémunération servie également en dollars est fixée avant l'émission à un niveau aujourd'hui de 19 % (initialement c'était 25 % mais la rémunération proposée a ensuite baissé), la banque centrale se por-

6. Il est d'ailleurs frappant de constater combien la recherche de rentes pervertit le fonctionnement d'une économie qui cumule 70 ans de communisme et une abondance de matières premières (voir Aslund, 1995 ; Sachs & Warner, 1995).

tant garante du swap de devises sous-jacent. Si le risque de change sur le rouble est ainsi éliminé pour l'investisseur, la faiblesse de la rémunération en dollars par rapport au risque de signature n'a pas convaincu les marchés financiers internationaux qui auraient tout au plus souscrit 2 milliards de dollars.

Des modifications dans cette procédure pourraient intervenir après l'élection présidentielle. Cependant une arrivée substantielle de financements internationaux ne pourra avoir lieu réellement que dans la mesure où la crédibilité de la nouvelle équipe sera jugée suffisante. Ainsi, pour pouvoir refinancer une part de la dette interne auprès d'agents non-résidents dans des conditions de taux avantageuses, il sera nécessaire de poursuivre la politique d'ancrage par le change, indépendamment des turbulences qui pourraient survenir à l'approche du scrutin présidentiel. Or cette stratégie soulève au moins trois questions.

Si cette voie s'avère fructueuse, la réduction des taux d'intérêt sera favorable pour les finances publiques mais fragilisera de nombreuses banques, tant que le secteur n'aura pas été assaini. La survie de beaucoup de banques passe aujourd'hui par le maintien de taux d'intérêt très élevés ; en cas de crise systémique, l'injection de liquidités serait politiquement difficile à éviter avec des conséquences inflationnistes inévitables.

L'irruption d'un flux important de capitaux étrangers peut créer à court terme de fortes pressions à l'appréciation nominale du rouble qui ne seront contenues que par une émission massive de roubles. Or, ce processus ne résultera pas, dans ce cas, d'une augmentation véritable de la demande de monnaie des résidents comme on a pu l'observer au second trimestre de 1995 et ravivera les tensions inflationnistes.

Enfin, à moyen terme, le maintien de la stabilité du change pourrait constituer l'un des ingrédients d'un cocktail aux effets bien connus (Frankel & Rose, 1996) : appréciation réelle du change excessive, endettement à court terme de l'Etat auprès des marchés financiers internationaux, poursuite de la quasi-fermeture du marché russe aux investissements directs de taille conséquente (si aucune entreprise importante n'est privatisée grâce à des enchères ouvertes aux étrangers). Dans ce cas, l'apparition des anticipations négatives (liées soit à la santé du secteur bancaire, soit à la soutenabilité du taux de change, soit à la faiblesse persistante des recettes publiques), déclencherait la fuite des capitaux qui précipiterait l'illiquidité de l'Etat russe et qui ferait apparaître, toutes proportions gardées, une situation à la « mexicaine ».

CONCLUSION

Alors que la stabilisation est largement reconnue aujourd'hui comme une condition préalable à la croissance (Easterly 1996 ; Bruno 1995), l'exemple russe montre que si une politique monétaire restrictive est évidemment nécessaire, elle ne saurait être suffisante pour réussir la stabilisation. La crédibilité de l'ensemble de la politique économique, et notamment de la politique budgétaire, comme de l'assainissement du secteur bancaire apparaît indispensable pour fonder sur des bases durables la désinflation. Ces exigences sont sans doute encore plus prégnantes lorsque les premières années de la transition ont été « perdues », la lutte contre l'inflation n'ayant pas été conduite avec une constance et une détermination suffisante.

O. P. et B. R.

RÉFÉRENCES

- Aslund A. (1995), *How Russia Became a Market Economy?*, The Brookings Institution, Washington DC.
- Barbé S. & Y. Zlotowski, (1996), « La stabilisation russe en 1995 : le pari de l'ancrage par le change », *Revue d'Etudes Comparatives Est-Ouest*, n° 2, juin, Paris.
- Bernanke B., M. Gertler & S. Gilchrist (1994), *The Financial Accelerator and the Flight to Quality*, NBER Working Paper n° 4789 juillet.
- Bruno M. (1995), « L'inflation freine-t-elle vraiment la croissance ? », *Finances et développement*, septembre.
- Easterly W. (1996), « When Is Stabilization Expansionary? », *Economic Policy*, avril.
- Frankel J. & A. Rose, (1996), *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*, Discussion paper CEPR n° 1349 février, Londres.
- Granville B., O. Dynnikova & O. Larichev (1996), *Monetary And Financial Report*, rapport préparé dans le cadre du programme Tacis, Commission européenne, mars.
- Interfax, émissions et cotations des titres de la dette russe.
- Sachs J. & A. Warner (1995), *Natural Ressource, Abundance and Economic Growth*, NBER Working Paper n° 5398, décembre.
- Sahay R. & C. Vegh (1995), *Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications*, IMF Working paper WP/95/96, Washington DC, septembre.