

La convertibilité du rouble

*Michel Aglietta**

Si la nécessité du passage à la convertibilité du rouble est admise, les modalités de la transition sont encore largement débattues. Par rapport aux différents projets qui ont été avancés, la thèse exposée ici soutient que la convertibilité fait partie intégrante de la restructuration économique, car elle est indispensable à l'ouverture commerciale de l'URSS aux échanges internationaux et permettra le développement d'une spécialisation de l'économie soviétique. Le défi que le gouvernement et les experts doivent par conséquent relever est de parvenir à définir les modalités qui assureront cette progression parallèle de la réforme monétaire et de la restructuration du système productif : quel degré de convertibilité choisir au départ, comment aménager le contrôle des changes qui accompagne cette convertibilité limitée, quels sont aussi les pièges à éviter ? La réflexion peut en cela s'enrichir tant des expériences négatives qu'ont menées certains pays latino-américains, que de l'apport positif que l'union européenne des paiements avait en son temps représenté pour aider au redémarrage des économies ouest-européennes.

Dans les réflexions des économistes soviétiques sur la Réforme Economique, la convertibilité du rouble est souvent tenue pour une question périphérique ou lointaine. C'est la thèse bien connue du couronnement. Cette opinion n'est pas propre aux soviétiques puisqu'un groupe d'experts occidentaux a récemment proposé un plan fort complexe qui vise à établir la convertibilité limitée au compte courant... pour l'année 2005 ! Si, comme les auteurs le disent, le succès de la Perestroïka et la convertibilité du rouble

* Michel Aglietta est professeur à l'Université de Paris X - Nanterre et conseiller scientifique au CEPPI. Cet article a fait l'objet d'une communication au colloque de l'IRSES (Institutions et régulation dans les systèmes économiques socialistes), Paris, 15 juin 1990.

sont inextricablement liés, on peut être inquiet pour le destin de la Perestroïka. Il existe, à l'opposé, quelques esprits minoritaires qui perçoivent la convertibilité comme une catharsis. Puisque la réforme économique s'enlise au milieu des résistances passives de la population, de l'hostilité ouverte des conservateurs, des velleités gouvernementales, il faut instaurer immédiatement la convertibilité comme une pédagogie brutale de la concurrence. Si l'économie survit aux contraintes financières drastiques qui se manifesteront subitement, aux fluctuations gigantesques des prix relatifs, aux fermetures d'activités et au chômage de masse, alors elle sortira régénérée de cette révolution monétaire.

La thèse qui sera défendue dans ce texte rejette à la fois l'image du couronnement et celle de la catharsis. La convertibilité est partie intégrante de la Réforme Economique ; ce n'est donc ni une condition préalable pour avancer, ni une finalité en elle-même. C'est un processus qui a ses étapes et ses degrés. Pour faire des recommandations concrètes sur les modalités de ce processus, encore faut-il avoir une doctrine claire sur ce que la convertibilité monétaire signifie et sur ses conséquences pour une économie qui en est dépourvue jusqu'ici. Nous défendrons une fermeté de principe sur les questions théoriques et une grande prudence dans la mise en œuvre. La convertibilité est une démarche graduelle. Cependant, dans la méconnaissance des intentions soviétiques, il ne saurait être question de dresser un échéancier. Les propositions concrètes consistent à identifier les transformations dans le système financier de l'URSS qui sont requises pour faire fonctionner un degré de convertibilité qui soit à la fois viable et utile.

Quant aux idées directrices, elles sont simples :

- L'ouverture sur l'extérieur est une dimension essentielle de la libéralisation de l'économie.
- L'ouverture commerciale est décisive et doit précéder l'ouverture financière.

Cependant pour les étayer, il faut s'engager dans une analyse assez serrée.

La logique de l'inconvertibilité dans une économie de commandement

Il saute aux yeux que l'inconvertibilité monétaire dans les pays à planification centralisée est d'une nature différente de la convertibilité souvent fort restreinte que l'on rencontre dans les pays en voie de développement ou qu'a connue l'Europe dans les années quarante et cinquante. Ni dans les pays en voie de développement, ni dans l'Europe de l'après-guerre, il ne s'agit d'une intention délibérée. L'inconvertibilité prend la forme d'un contrôle de change qui peut être très rigoureux, mais qui est la

conséquence des circonstances adverses et un moyen de protéger les pays qui subissent ces circonstances. C'est généralement la pénurie des réserves en devises, le manque de confiance dans la signature du pays ou la volonté de ne pas aliéner son indépendance, qui motivent le recours à cet expédient.

En URSS, l'inconvertibilité du change est une partie d'une doctrine délibérée qui s'étend à l'ensemble des échanges économiques car le principe fonctionnel des échanges dans l'économie de commandement (la garantie de vente) s'oppose du tout au tout à celui d'une économie marchande monétisée (la contrainte monétaire). Il s'ensuit une segmentation des transactions à l'intérieur du pays, dont le monopole du commerce extérieur est le prolongement nécessaire dans les échanges avec l'étranger.

L'organisation très surprenante de la monnaie pour un économiste occidental, n'est que l'autre face de l'économie de commandement dans l'agencement des transactions car la garantie de vente lève toute sanction économique sur les entreprises sous la forme de contraintes financières passant par le système des prix. C'est pourquoi l'organisation monétaire tend vers la forme limite du *système homogène* : un système entièrement centralisé où la Banque valide tous les déficits de l'économie, directement ou par la médiation du budget de l'Etat. Or, un système monétaire qui est asservi à fournir une offre de monnaie parfaitement élastique aux besoins des débiteurs ne peut ni contrôler directement la quantité de monnaie, ni exercer un contrôle indirect par le taux d'intérêt nominal. C'est un système wicksellien pur qui exerce une tendance inflationniste permanente. Il est donc menacé d'une fuite généralisée devant la monnaie et de la paralysie des échanges qui est au bout du processus. Il n'est qu'une manière de s'y opposer : *lorsqu'un émetteur central de monnaie ne peut instaurer des règles acceptables qui délimitent la rareté du passif qu'il émet, il est contraint d'en restreindre l'usage*. Segmenter les échanges, en transmettant directement aux biens réels les distorsions entre les plans de production et les plans de dépense des agents économiques, est la seule manière de sauvegarder l'économie de commandement. La contrepartie en est évidemment l'excès de liquidités inemployables (créances forcées).

C'est pourquoi l'URSS présente une limitation de la convertibilité interne de la monnaie sur les biens. Cela veut dire *une fongibilité imparfaite de la monnaie* qui se manifeste de plusieurs manières : la dualité entre monnaie scripturale et monnaie fiduciaire, les types de transactions (opérations d'Etat, opérations privées légales, opérations privées illégales), les accès privilégiés de catégories d'agents privés à des catégories de biens (clientélisme).

Dans les transactions internationales, la non-convertibilité de la monnaie sur les biens prend la forme de *l'inconvertibilité sur les opérations commerciales courantes* qu'il faut soigneusement distinguer de l'inconvertibilité sur les changes :

— L'inconvertibilité sur les opérations commerciales courantes est l'impossibilité pour les non-résidents d'acheter en roubles les biens et services produits en URSS aux prix pratiqués dans les échanges intérieurs. Ils ne peuvent donc dépenser librement les encaisses en roubles, qu'ils ont obtenues préalablement de transactions autorisées, pour acheter en URSS des biens exportables. Il s'ensuit que les résidents

ne peuvent librement arbitrer les destinations de leurs produits entre la vente à l'exportation ou la vente dans les échanges intérieurs. Corrélativement l'achat des biens produits à l'intérieur pour être exportés ne peut que passer par une *centrale d'achat*. Les centrales d'achat gérées par l'Etat peuvent ainsi dissocier les prix extérieurs des prix intérieurs, ce qui est une modalité essentielle de la segmentation des transactions.

— L'inconvertibilité des changes pour les non-résidents est l'impossibilité pour ces derniers de convertir en devises étrangères à un cours connu d'avance les encaisses en roubles issues de transactions autorisées, que ce soit auprès des autorités monétaires nationales ou sur un marché de change externe.

— L'inconvertibilité de change pour les résidents interdit à ces derniers l'utilisation de leur propre monnaie pour acheter librement des devises étrangères en vue de quelque transaction avec l'étranger que ce soit (courante ou en capital).

Il est clair, d'après ce qui précède, que l'inconvertibilité radicale qui sévit en URSS tient à la garantie de vente, le principe fonctionnel de l'économie de commandement, pas à la nature de la propriété. L'absence de propriété privée n'interdit que les transactions sur droits de propriété, donc restreint étroitement les opérations en capital avec l'étranger. Mais cette absence n'empêche nullement par elle-même la convertibilité sur les opérations courantes. Des entreprises publiques pourraient très bien, dans une économie marchande, partager librement leurs ventes entre marché intérieur et marché extérieur. Elles pourraient aussi vendre des encaisses de trésorerie disponibles contre devises à des non-résidents pour permettre à ces derniers d'acquérir des biens et services en URSS. *C'est pourquoi la convertibilité sur opérations courantes et la convertibilité sur les changes pour les non-résidents sont deux principes joints d'une économie de concurrence à décision décentralisée.* Mais ces deux principes prolongent nécessairement la fongibilité de la monnaie quant à son pouvoir d'achat sur les biens et services nationaux. La convertibilité est donc l'opérateur économique qui permet aux utilisateurs de monnaie de faire connaître aux producteurs des biens la rareté économique de leurs produits en déterminant leur demande sociale. Cette demande s'exerçant à la fois sur les produits nationaux et les produits étrangers, les prix intérieurs ont leur rationalité économique vérifiée en permanence par leur confrontation avec les prix internationaux.

A contrario, il est inconcevable que la garantie de vente à l'intérieur et la convertibilité externe puissent coexister. Cela reviendrait à donner aux étrangers une libre utilisation de leurs encaisses monétaires en roubles qui est interdite aux agents économiques nationaux. Ils pourraient jouer de la séparation entre prix intérieurs et prix étrangers pour faire des arbitrages favorables qui entraîneraient une désorganisation de l'approvisionnement planifié des entreprises nationales. De tels détournements se produiraient nécessairement si l'on veut favoriser l'usage à l'intérieur du pays d'une monnaie parallèle convertible. Parmi d'autres arguments sur lesquels nous reviendrons ultérieurement, l'incompatibilité entre l'économie de commandement et les marchés parallèles conduit à recommander de *proscrire absolument l'usage d'une monnaie parallèle*, qui laisserait à des catégories privilégiées de résidents la licence de faire les profits sans risque que l'inconvertibilité interdit aux non-résidents.

La place de la convertibilité dans la Réforme Economique

Il découle de ce qui précède que la convertibilité monétaire est un opérateur économique permettant à des agents décentralisés de choisir la spécialisation productive d'un pays en poursuivant leur intérêt propre à travers la concurrence. La convertibilité est donc directement rattachée au principe fondamental des avantages comparatifs.

Dans une économie décentralisée, les producteurs ne sauraient avoir en tête toute la structure des prix relatifs pour déterminer la liste des biens qu'il y a intérêt à exporter et de ceux qu'il y a intérêt à ne pas produire. La convertibilité leur permet de calculer en unités de compte, grâce à des taux de change connus à l'avance, le prix de chaque marchandise séparément et de confronter directement ce prix à celui des concurrents étrangers. C'est la concurrence qui ajuste la structure des prix relatifs, découlant de la formation des prix nominaux, à celle des productivités relatives sous-jacentes. C'est pourquoi la mise en correspondance d'un système de prix national et du système des prix internationaux dépend fondamentalement du taux de change. L'existence d'un taux de change unifié, le même pour tous les producteurs, est une condition préalable pour qu'un ensemble multilatéral d'échanges décentralisés révèle des avantages comparatifs. Précisons ce lien théorique avant d'indiquer les bienfaits que la convertibilité peut apporter au développement d'une économie de marché.

Le taux de change d'équilibre et la contrainte macroéconomique externe

Supposons que dans un état donné de la division du travail dans un pays les échanges inter-branches sont décrits par des coefficients $A = (a_{ij})$ et par le vecteur l des quantités de travail l_i par unité de produit i c'est-à-dire le produit du temps de travail requis et de l'effort appliqué à chaque unité de temps de travail. La norme internationale correspondante est (A^*, l^*) . Les entreprises forment les prix en appliquant un taux de marge au coût de production. Les taux de salaire sont w et w^* , exprimés respectivement dans la monnaie du pays considéré et dans une unité de compte internationale.

La formation des prix est donc :

$$p_i = (1 + m_i) (\sum_j a_{ij} p_j + w l_i)$$

Soit en appelant \hat{M} la matrice diagonale des taux de marge :

$$p = (pA + wl) (I + \hat{M})$$

qui se résoud en p :

$$p = w l [(I + \hat{M})^{-1} - A]^{-1}$$

de même pour les prix internationaux :

$$p^* = w^* l^* [(I + \hat{M}^*)^{-1} - A^*]^{-1}$$

Les échanges internationaux mettent en correspondance le pays et l'étranger selon la loi des coûts comparatifs inhérents aux éléments constitutifs des vecteurs de prix p et p*. Pour des conditions de valorisation données (A, l, \hat{M}) et leurs correspondants à l'étranger, la spécialisation effective dépend du niveau du taux de change e (prix en unités de compte internationale de la monnaie nationale). Le pays exporte un vecteur \bar{x} et importe un vecteur \bar{x}^* .

Pour un pays lié commercialement à l'économie internationale mais isolé financièrement, le taux de change d'équilibre associé au schéma de spécialisation (\bar{x} , \bar{x}^*) est tel que la balance commerciale est en équilibre.

$$e p \bar{x} = p^* \bar{x}^*$$

On en déduit l'expression du taux de change nominal d'équilibre :

$$e = \frac{w^* l^* [(I + \hat{M}^*)^{-1} - A^*]^{-1} \bar{x}^*}{w l [(I + \hat{M})^{-1} - A]^{-1} \bar{x}}$$

Et le taux de change réel d'équilibre en termes de coût salarial, que l'on peut appeler *termes de l'échange du travail social* :

$$\frac{e w}{w^*} = \frac{l^* [(I + \hat{M}^*)^{-1} - A^*]^{-1} \bar{x}^*}{l [(I + \hat{M})^{-1} - A]^{-1} \bar{x}}$$

Cette expression, qui explicite les déterminants structurels du rapport des salaires en monnaie commune, est la véritable mesure synthétique de la compétitivité globale d'un pays ouvert sur l'extérieur selon la convertibilité monétaire limitée aux opérations commerciales. Plus ce rapport est élevé, plus la compétitivité est forte puisque le pouvoir d'achat international du salaire s'améliore, alors que la balance commerciale demeure équilibrée.

A contrario, on observe sur la relation ci-dessus que le taux de change réel d'équilibre est d'autant plus faible que :

— Les quantités de travail nécessaires pour produire les marchandises exportables sont grandes (l_i élevés) relativement aux quantités de travail nécessaires pour produire les marchandises importées (l_i^* petits).

— Les consommations de biens et services pour produire les marchandises exportables sont fortes (inefficacité des processus de production) relativement aux normes internationales.

— Les taux de marge des entreprises sont élevés par rapport à ceux qui sont pratiqués à l'étranger.

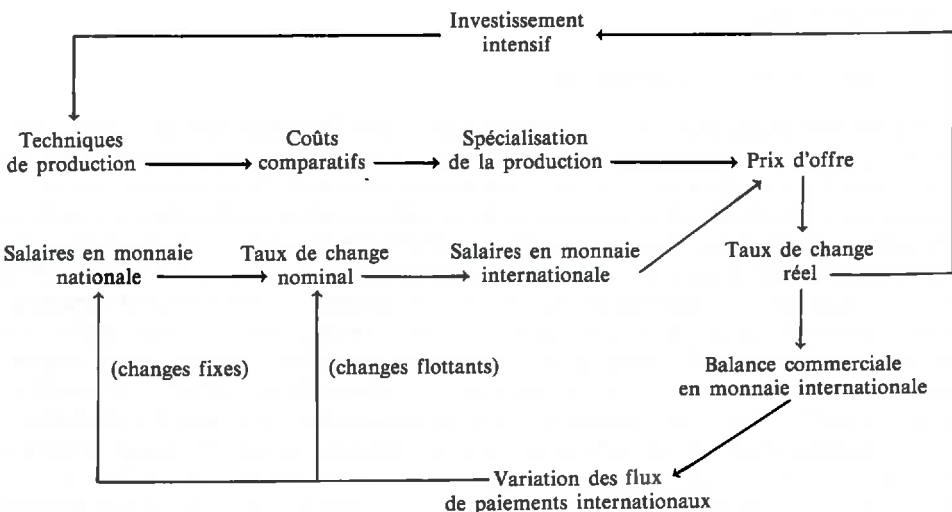
C'est pourquoi on observe toujours que les pays amorçant un processus d'insertion internationale en acceptant les règles de concurrence doivent *choisir un taux de change nominal et une politique salariale tels que les taux de change réels soient bas*. Ils ont, en effet, des techniques de production peu efficaces ; ils doivent rechercher une accumulation intensive, donc augmenter leur taux d'investissement productif et favoriser, par conséquent, des profits élevés pour les entreprises. L'URSS n'échappe pas à ces enseignements.

Les perspectives dynamiques de la convertibilité

L'analyse précédente a eu le mérite d'articuler rigoureusement la définition du taux de change et les contraintes de la concurrence internationale dans un système d'échanges compétitifs. C'est pourquoi nous avons choisi de formuler ces relations dans un cadre statique. Cependant les termes des relations mises en évidence évoluent au cours du développement économique du pays qui améliore son insertion dans la division internationale du travail. Le schéma général de ces interactions peut être décrit selon les enchaînements du graphique 1,

GRAPHIQUE 1

Les interactions entre la transformation des structures productives et la politique macroéconomique



De ce schéma on peut dégager trois conséquences de la convertibilité sur l'économie qui adopte cette règle fondamentale.

— *Sur la structure de la production*

L'investissement productif intensif, découlant d'un taux de change réel suffisamment bas pour garantir des marges d'autofinancement aux entreprises productrices de marchandises exportables et concurrentes des importations, a trois types d'effets dynamiques sur la structure productive :

. *Vers l'aval*, les gains de productivité font bénéficier les acheteurs des marchandises de baisses de prix. Ces gains de productivité sont dûs eux-mêmes à l'extension des débouchés qui entraîne une baisse des coûts fixes unitaires, et à l'accumulation d'un savoir technique incorporant des procédés de production plus performants.

. *Vers l'amont*, les entreprises compétitives procurent à leurs fournisseurs des marchés réguliers et élèvent l'exigence sur la qualité des fabrications de ces derniers. Les fournisseurs sont ainsi incités à se spécialiser à leur tour, même s'ils ne sont pas directement au contact des marchés internationaux.

. *Latéralement*, l'investissement intensif suscite une diversification de la production. Le changement des lignes de produits est étroitement lié à l'assimilation de l'innovation technique d'un côté, au développement de la consommation de masse des salariés de l'autre. La structure fine de la production étant évolutive, la spécialisation se modifie et réagit sur le taux de change réel. L'accroissement du pouvoir d'achat des salaires compatible avec la contrainte extérieure en résulte.

Ces effets dynamiques sont donc des effets de propagation (spill over) à partir de *pôles de compétitivité*. Ils permettent de concevoir une ouverture commerciale graduelle à partir de fenêtres initiales soigneusement choisies, à condition que ces fenêtres ne soient pas des zones enclavées (importer et produire pour réexporter) mais des foyers d'intégration (acheter à l'intérieur pour exporter et fournir la demande interne).

— *Sur la gestion des entreprises*

La convertibilité confronte en permanence les prix intérieurs aux prix internationaux des biens échangeables. La rationalité décentralisée des entreprises en est améliorée. La libération des prix peut avancer au rythme de l'extension du domaine ouvert à la concurrence internationale et de la diffusion de ses effets dans la structure productive du pays. La réforme des prix pourra être un processus continu d'augmentation du poids de la zone des prix libres dans l'économie nationale. Corrélativement les domaines où des subventions, des protections et des contrôles de prix demeureront nécessaires, pourront être délimités. La concurrence internationale, réglée par un taux de change réel approprié, évitera que les secteurs libérés ne soient responsables d'explosions des prix par distorsion de la demande et de l'offre. L'équilibre de ces marchés libérés sera couvert par une augmentation transitoire d'importations dont l'ampleur doit être un indicateur pour la fixation du taux de change nominal, pour le contrôle interne de l'offre de monnaie et pour la détermination des salaires. Si les explosions de prix sont évitées, les entreprises opérant dans un environnement

concurrentiel n'auront pas à craindre un retour brutal de l'administration centrale des prix.

— *Sur la contrainte monétaire externe*

La convertibilité permet un développement libre des échanges économiques avec l'étranger, comptabilisés à un taux de change unique. Les échanges enregistrés pendant une période de temps donnée peuvent donc être totalisés. L'ensemble des inter-relations économiques entre la nation et l'étranger s'exprime dans la balance des paiements. Si le pays privilégie son ouverture commerciale, *la balance courante* est un indicateur essentiel de l'insertion internationale du pays et un objectif de la politique économique. L'opposition entre l'économie de commandement et l'économie sous convertibilité monétaire peut être dressée terme à terme (tableau 1).

TABEAU 1

Caractéristiques des régimes de convertibilité et d'inconvertibilité

Économie de commandement (inconvertibilité totale)	Ouverture commerciale (convertibilité sur opérations courantes)
Bilatéralisme	Multilatéralisme
Quotas et licences	Libre accès aux devises pour opérations courantes
Multiplicité des taux de change	Unicité du taux de change
Séparation des prix internes et des prix externes	Confrontation des prix internes et des prix externes
Centralisation du commerce extérieur	Contrainte de balance courante en monnaie

Dans l'économie monétaire convertible, il devient possible et nécessaire de mener une politique macroéconomique tournée vers la compétitivité. La quantité de monnaie interne devient cruciale parce qu'elle agit sur les prix intérieurs, la balance courante et (ou) le taux de change. Il ne peut plus être question de couvrir automatiquement les déficits des entreprises et de financer le budget de l'Etat par l'émission de monnaie. La contrainte financière imposée aux agents économiques internes et le contrôle central indirect par la monnaie sont les conséquences fonctionnelles conjointes de la convertibilité. Nous verrons plus loin par quels procédés cette tâche peut être accomplie. Il faut auparavant préciser techniquement le degré de convertibilité qu'il serait raisonnable d'appliquer au rouble.

Quel degré de convertibilité appliquer au rouble ?

Le degré de convertibilité découle de l'analyse précédente. C'est l'ouverture commerciale qui est possible et nécessaire à la Réforme Economique. Rappelons que le choix d'un degré limité de convertibilité n'empêcherait pas une éventuelle adhésion de l'URSS au FMI. Selon l'article 14 section 2 du Fonds, un nouveau membre peut maintenir les restrictions de paiements telles qu'elles sont à la date d'adhésion.

Les différents types de convertibilité sont les contre-points des définitions déjà données de l'inconvertibilité. Il est cependant nécessaire d'apporter des précisions complémentaires et surtout d'indiquer la manière de gérer pratiquement un degré limité et éventuellement variable de convertibilité : *le contrôle de change*.

Selon l'OCDE la définition générale de la convertibilité est la suivante : la convertibilité d'une monnaie est la possibilité légale et pratique, pour un résident ou un non-résident, d'échanger à un taux unique sur un marché des changes, sa monnaie nationale contre une autre devise ou contre un actif commercial ou financier.

Les précisions apportées sur la gamme des actifs échangeables, sur les conditions de cet échange, sur les catégories d'agents bénéficiaires ou exclus de ces définitions, sur les monnaies étrangères concernées, contribuent à définir le degré de convertibilité. Rappelons les précisions techniques suivantes :

— *Convertibilité sur les biens* (pour les résidents) *et sur les opérations commerciales courantes* (pour les non-résidents) : c'est la faculté d'un détenteur de monnaie d'utiliser ses encaisses dans cette monnaie pour acheter les biens et services internes à des prix publiquement affichés et transparents (qui reflètent la demande sociale). On a montré plus haut que ce type de convertibilité revient à fonder le pouvoir d'achat général de la monnaie et qu'il est le socle rationnel d'une économie de concurrence. On ne saurait donc transiger sur l'objectif de doter le rouble de cette convertibilité-là si la libéralisation de l'économie doit avoir un sens.

— *Convertibilité financière* : c'est la capacité d'utiliser librement une monnaie pour acquérir des devises étrangères ou des actifs financiers libellés en devises étrangères. C'est aussi la capacité pour les étrangers d'acquérir cette monnaie ou des actifs financiers domestiques, c'est-à-dire des actifs financiers négociables rapportant des taux de rendement compétitifs par rapport à leurs substituts étrangers de caractéristiques comparables. C'est dans ce domaine que la convertibilité du rouble doit être sévèrement limitée par l'absence d'actifs financiers domestiques qui pourraient être offerts aux non-résidents contre leur propre monnaie. *Pratiquement cela veut dire que la convertibilité du rouble doit être limitée à l'acquisition et à la cession de devises étrangères en tant que supports des moyens de paiements des opérations courantes.* D'ailleurs le FMI considère qu'une monnaie qui obéit à ce critère est convertible. L'avantage de ce critère (qui pourrait être ponctuellement étendu par des arrange-

ments spéciaux concernant les joint ventures) est de dresser un clivage clair et non discriminatoire. Il pourrait cependant s'avérer nécessaire, compte tenu de la pénurie prévisible de devises étrangères, de faire une distinction par catégories d'agents. Les opérations commerciales et les services liés des entreprises donneraient lieu au libre accès aux devises étrangères. Les opérations courantes des ménages, essentiellement le tourisme, resteraient strictement contrôlées pour les résidents.

— *Convertibilité résidents et non-résidents*

La convertibilité des non-résidents (capacité des non-résidents d'acquérir la monnaie nationale avec les devises étrangères) pour le règlement de toute transaction courante et la convertibilité des résidents (capacité d'acquérir les devises étrangères avec la monnaie nationale pour régler la même classe de transactions) peuvent être des supports de spéculation par le termaillage. Cette convertibilité ne doit pas être prohibée puisqu'elle prolonge la convertibilité sur les biens dès qu'elle s'étend aux transactions avec l'étranger. Mais ses conditions d'exercice doivent être strictement définies par le contrôle de change.

— *Convertibilité globale ou limitée*

La convertibilité du rouble vis-à-vis des devises occidentales, dans les conditions sus-définies, concernera l'ensemble des devises qui sont convertibles entre elles en un sens plus étendu. Le problème particulier qui se pose est de savoir s'il y a lieu d'établir une convertibilité et en quel sens entre les pays du CAEM. Nous traiterons cette question dans le dernier point du texte.

Le contrôle de change est un dispositif indispensable pour une économie à convertibilité limitée. Il permet d'économiser l'usage des devises étrangères, de le canaliser vers les emplois socialement utiles sans altérer le processus de libéralisation de l'économie. Pour accomplir cette fonction économique, le contrôle de change doit respecter des principes clairs :

— *L'universalité.* Le contrôle de change doit concerner toutes les entrées et toutes les sorties de devises. Les usages de devises doivent être libres pour les motifs de paiements jugés légitimes dans la classe des opérations courantes. Mais il doit être prohibé pour toutes les autres opérations quels que soient les agents concernés (pas de passe-droit, pas de discrimination).

— *La réciprocité.* Elle est obtenue par l'obligation faite aux résidents de céder les devises gagnées contre monnaie nationale et par la limitation des crédits à l'exportation. La contrepartie est la liberté des importateurs d'acquérir les devises dans la classe des opérations légitimes. Il revient à la politique économique de trouver un équilibre global du marché des changes en fonction des réserves de change dont les autorités monétaires disposent et en raison de la prise en compte d'un équilibre tendanciel de balance courante dans les objectifs de l'Etat. L'obligation de céder les devises gagnées à l'exportation est une règle essentielle du contrôle de change. Elle permet la redistribution des devises rares vers les emplois socialement utiles ; elle alimente la formation d'un marché des changes et accroît sa profondeur, elle étouffe la prolifération d'une monnaie parallèle dans les échanges intérieurs, qui est la plus grave menace pour la monnaie, donc pour l'économie d'un pays.

— *La flexibilité.* Le contrôle de change peut être resserré ou desserré dans une continuité temporelle, selon l'intensité de la contrainte extérieure et sans changer ses règles constitutives, grâce à la réglementation du termaillage. En modifiant les délais au bout desquels les exportateurs doivent convertir leurs recettes en devises (éventuellement en les obligeant à les convertir à l'avance) et les avances accordées aux importateurs pour acheter les devises nécessaires à leurs paiements, on influence les positions de change des agents économiques et, par conséquent, les pressions sur le taux de change.

— *L'opérationnalité.* Le contrôle de change n'est pas une administration bureaucratique lourde. Il est mis en pratique par les intermédiaires financiers agréés, chez lesquels les agents économiques doivent avoir des comptes pour leurs opérations avec l'étranger. Il a pour support les documents produits par les agents eux-mêmes sur leurs transactions commerciales qui déclenchent les conversions entre la monnaie nationale et les devises étrangères.

■ Les changements nécessaires dans le système financier

On a vu que l'objectif à atteindre en matière de convertibilité est de parvenir à un taux de change unique pour le calcul des prix et suffisamment stable dans le temps pour permettre de libéraliser graduellement les prix. Le contrôle de change est une aide puissante pour parvenir à cet objectif. Mais il ne saurait dispenser l'URSS d'une réforme financière très profonde. Certes cette réforme a des objectifs plus généraux. Elle est le moyen de changer de logique économique, de passer de la garantie de vente à la validation des activités privées par la concurrence. Nous ne considérons ici que les aspects de cette réforme plus particulièrement liés à la convertibilité. En tout état de cause, l'ampleur des changements à accomplir est un obstacle sérieux à l'établissement rapide de la convertibilité. Selon les dernières informations dont nous disposons (exposé de Rijkov devant le Soviet Suprême), le « socle du changement » serait établi en 1991 et 1992 avec le début de la libération des prix, la diversification des formes de propriété, la restructuration du système financier. Selon nous, la convertibilité de la monnaie, conformément aux principes exposés plus haut, devrait être établie avec le même tempo.

Rappelons d'abord que la réforme financière concerne au premier chef les agents non financiers et pas seulement le système financier. Car la convertibilité a, comme on l'a vu, partie liée avec la décentralisation effective des décisions des entreprises. Ces dernières doivent pouvoir choisir les marchés de leurs produits en fonction de la rentabilité anticipée, s'approvisionner au moindre coût, disposer de leurs profits pour les allouer aux investissements qu'elles ont sélectionnés. Il s'ensuit que les entreprises doivent être jugées selon le critère de la solvabilité. Cela implique une autonomie comptable, donc *la séparation du budget de l'Etat et des comptes des entreprises*. Cette séparation n'est pas assimilable à la propriété privée. Elle est la condition essentielle de la distinction entre *contrôle de gestion et contrôle de propriété*.

Pour l'établir, il doit y avoir une délimitation des droits de propriété. Une entreprise, fût-elle publique, ne doit pas se confondre avec l'Etat. Ce dernier exerce un contrôle de propriété a posteriori, au vu de comptes authentifiés par des audits indépendants (dont le corps est à créer), en aucun cas un droit de regard sur la gestion.

L'autre direction fondamentale de la réforme financière concerne la maîtrise de la liquidité de l'économie qui devient décisive sous la convertibilité monétaire. *Le principe essentiel est la séparation de la banque centrale et des banques commerciales.* Joint à la délimitation des droits de propriété évoquée ci-dessus, ce principe donnera sens à la notion de contreparties de l'offre de monnaie, en distinguant le crédit à l'Etat et le crédit à l'économie. Des banques commerciales doivent être créées par transformation d'organismes financiers qui sont actuellement des appendices de la Banque d'Etat. Elles doivent être dotées de l'autonomie comptable qui définit l'identité de tout agent dans une économie marchande. Elles doivent être des agents économiques recherchant le profit et soumis au critère de la solvabilité. La Banque centrale, au contraire, en laquelle doit se métamorphoser la Banque d'Etat, est l'institution de la rationalité collective par excellence. Sa mission est d'établir, de préserver et de conforter un bien public : *la confiance dans la monnaie.* Elle l'accomplit à l'aide des moyens pour maîtriser la création monétaire, qui sont l'apanage de cette institution dans un système bancaire hiérarchisé.

Le système bancaire qui sortira des réformes de 1991-1992 devrait être simple et robuste. L'essentiel est de pouvoir limiter effectivement le crédit de manière à contrôler par le financement les projets d'investissements nouveaux. Il s'agit d'abord de mettre un terme au gaspillage insensé de ressources que sont les constructions inachevées. Les expériences de la croissance rapide en Europe occidentale dans les années cinquante, comme celles de l'Asie orientale dans les années soixante et soixante-dix, font état de la robustesse de l'organisation bancaire dite de *l'économie d'endettement.* Les marchés de titres étant peu développés, le contrôle monétaire s'exerce en exploitant une double dépendance structurelle : celle des agents non financiers à l'égard des banques pour leurs crédits ; celle des banques commerciales à l'égard de la banque centrale pour leurs refinancements.

Sous la forme la plus simple, l'endettement des entreprises est limité par *l'es-compte.* Mais l'absence de véritable marché monétaire permet de contrôler le crédit à la fois par les prix et par les quantités (réserves obligatoires sur les crédits ou sur les dépôts, encadrement direct du crédit). Cette redondance des moyens de contrôle est sans doute indispensable dans la transition pour sortir d'une structure qui lègue les habitudes du crédit automatique et la pression d'une inflation réprimée. Cependant, quels que soient les mérites des contrôles quantitatifs, ils doivent absolument laisser un rôle important au taux d'intérêt par la voie de l'escompte.

L'existence d'un taux d'intérêt à court terme, qui reflète correctement l'état de tension globale du crédit intérieur, est une condition sine qua non pour faire fonctionner un marché des changes. En effet, pour que le marché des changes remplisse son rôle, d'établir un taux de change unifié et de permettre la couverture à terme des opérations commerciales dans des conditions peu onéreuses, il doit exister des *arbitragistes.* Ce sont des banques commerciales qui regroupent les ordres

d'achats et de ventes de devises de leur clientèle à tous les termes et qui transmettent ces ordres sur le marché au comptant, déterminant ainsi une offre et une demande globale de devises contre monnaie nationale. En tant qu'arbitragistes, les banques commerciales couvrent systématiquement le risque de change qui résulte pour elles des ordres de leur clientèle. Mais elles déchargent leurs clients du réaménagement de trésorerie auquel ils auraient dû procéder s'ils avaient dû eux-mêmes acheter dès maintenant les devises dont ils auront besoin plus tard, ou vendre dès maintenant les devises dont ils prendront possession plus tard. Pour faire efficacement ce travail, les banques commerciales doivent pouvoir placer et emprunter des liquidités sur deux marchés monétaires : le marché de la devise étrangère d'une part, le marché de la monnaie nationale d'autre part. Même s'il n'existe pas de marché monétaire ouvert pour le rouble, il doit exister un marché interbancaire des effets réescomptables à la banque centrale pour pouvoir y adosser un marché des changes. Sous cette condition, le marché des changes peut être un marché interbancaire en continu, suffisamment profond, avec transparence des prix et fixing quotidien, c'est-à-dire un marché qui donne toutes les garanties requises aux exportateurs et aux importateurs.

Les mauvaises solutions : rouble-or et monnaie parallèle

A l'opposé de la perspective que nous avons développée jusqu'ici, il existe des propositions qui recherchent des raccourcis vers la convertibilité. Il est difficile de juger ces propositions car elles sont allusives, jamais articulées analytiquement dans le détail. On peut toutefois en souligner les périls pour la conduite de la politique monétaire et les inconvénients pour atteindre la véritable finalité de la convertibilité : construire un système productif compétitif.

Le rouble-or

Cette expression a été utilisée dans le passé pour désigner une suggestion qui n'a jamais été prise en considération par les gouvernements des pays du CAEM : rendre convertible le rouble transférable des échanges du Comecon pour les multilatéraliser. L'expression « rouble-or » n'est ici qu'une manière de désigner la possibilité pour le rouble d'être échangé contre des devises convertibles. Grâce à la garantie de pouvoir obtenir des devises à un taux de change connu à l'avance, un pays à surplus avec un partenaire pourrait dépenser son excédent dans un pays tiers. Les échanges multilatéraux seraient réglés sans qu'il y ait besoin de recourir directement aux devises convertibles. Nous indiquerons comment un schéma de ce type peut être réalisé pratiquement dans la dernière partie de cette étude. Relevons simplement ici que ce « rouble-or » n'a rien à voir avec l'or ! Sa définition ne contient pas d'or ; il ne donne pas accès direct à de l'or monnayé à un prix connu à l'avance.

Toute autre est la proposition récemment faite par un gouverneur de la Réserve Fédérale, W. Angell. Il s'agit cette fois d'une véritable convertibilité-or. Le rouble serait rattaché explicitement à l'or à un prix fixe. L'idée est de mobiliser les réserves stratégiques de l'URSS pour conforter son système monétaire. Mais cela peut être fait de plusieurs manières. On peut envisager la mise en gage de réserves en or pour garantir des emprunts internationaux ; voire, bien que cela ne soit guère recommandable, des emprunts indexés sur l'or. La mémoire historique des emprunts russes devrait rendre les marchés financiers internationaux méfiants. Chacun sait de nos jours que la convertibilité-or peut être abandonnée unilatéralement, surtout si elle est pratiquée par un seul pays plongé dans un environnement monétaire international qui, de fait, a démonétisé l'or.

Cependant, la proposition de Angell semble surtout viser les effets internes d'un véritable rouble-or : redonner confiance à la population soviétique dans la monnaie grâce à son acceptabilité immédiate sur les marchés internationaux. L'épargne forcée disparaîtrait avec le retour à la confiance. La création monétaire pourrait être contrôlée automatiquement.

Comme toutes les solutions miracles appliquées à des problèmes économiques complexes, celle-ci présente de sérieux dangers :

— *Elle introduit instantanément la convertibilité financière*, avant que les marchés de biens et services n'aient été effectivement déségmentés par les processus nécessairement progressifs de la réforme financière et de l'extension de la concurrence. Les pays latino-américains du Cône Sud ont tenté l'expérience de faire précéder l'ouverture commerciale par l'ouverture financière à la fin des années soixante-dix. Ils l'avaient fait sous la forme d'une convertibilité à taux fixe contre le dollar qui avait été atteinte après une période où les dévaluations étaient de plus en plus petites. Le résultat fut un chaos financier et un désastre économique. La contrainte de la convertibilité ne modifie pas magiquement les structures non concurrentielles de l'économie. La rigidité des prix intérieurs demeurant intacte, la surévaluation de la monnaie nationale est vite devenue insupportable. Les taux d'intérêt intérieurs ont dû s'élever pour attirer les capitaux étrangers à très court terme en dépit de l'anticipation d'un effondrement futur de la monnaie nationale. Sous l'effet de la surévaluation du taux de change et de la charge écrasante des taux d'intérêt, l'investissement productif a cessé. Les entreprises sont devenues des spéculateurs, empruntant à des taux très élevés pour acheter des dollars dans l'espoir de gains en capital bien supérieurs à la charge financière des emprunts. *La convertibilité financière n'a donc pas du tout régulé la création monétaire.* Le processus s'est achevé par une crise de la balance des paiements. Lorsque l'endettement externe a atteint des niveaux qui faisaient douter de la solvabilité des pays, d'autant plus que la balance courante devenait fortement déficitaire, les entrées de capitaux étrangers se sont tariées. Alors la spéculation des résidents sur le dollar n'a plus connu de bornes, asséchant immédiatement les réserves de change. La monnaie nationale s'est donc effondrée déclenchant l'hyperinflation (sauf au Chili), la dépression économique, la crise de l'endettement externe.

— *Le fait de rattacher le rouble à l'or plutôt qu'au dollar serait un facteur aggravant.* Angell ne nous dit pas explicitement quel devrait être le champ de la convertibi-

lité-or : les résidents et (ou) les non-résidents ? Les banques centrales et (ou) les agents privés ? Cependant, lorsqu'il avance l'argument du contrôle automatique de la création monétaire, il a certainement à l'esprit l'étalon-or classique. C'est la convertibilité intégrale qui s'applique. On peut savourer ce qu'a de fantastique ce vertigineux retour au passé plongé dans un univers qui, sur le plan des systèmes monétaires nationaux, a totalement démonétisé l'or depuis fort longtemps ! On doit plus sérieusement penser que la convertibilité est limitée aux non-résidents ; mais que c'est une convertibilité dans le marché, c'est-à-dire qu'elle s'étend aux agents privés. Se posent alors des questions épineuses : quel cours retenir ? quelles incidences sur les changes entre le rouble et les principales devises occidentales lorsque le prix international de l'or varie ? On sait que le prix de l'or en dollars n'a plus aucune signification économique ; l'or n'a pas de « valeur fondamentale » qui puisse équilibrer son marché. Sa seule signification monétaire est d'être un refuge contre la perte généralisée du pouvoir d'achat des grandes monnaies. Enfin cette absence d'ancrage rend la spéculation sur l'or très sensible aux processus d'auto-validation des anticipations. Il s'ensuit que le calme constaté sur le marché de l'or depuis plusieurs années n'est en rien une garantie de stabilité. La présence de l'URSS sur le marché de l'or avec une obligation de convertibilité relancerait sans nul doute la spéculation. *Le contrôle par ce biais du cours rouble/dollar serait soit impossible, soit très coûteux pour l'URSS.* Car l'arbitrage entre l'or et les devises est particulièrement inefficace par rapport à l'arbitrage interbancaire entre les devises, étant donné la volatilité des cours de l'or. Surtout il n'existe aucun moyen de fixer une parité rationnelle pour le rouble-or. Si le prix de l'or est fixé trop haut le risque d'inflation est grand. S'il est fixé trop bas, le rouble sera surévalué avec les conséquences décrites plus haut dans le cas de l'Amérique latine.

La monnaie parallèle

C'est une autre panacée qui a les faveurs de certains économistes soviétiques comme Aganbeguian, Bogomolov ou Primakov. Ce serait une monnaie convertible, rattachée à un panier de devises fortes et liée à l'établissement de zones franches. On trouve une référence théorique à ces propositions dans les thèses ultra-libérales. La monnaie étant conçue exclusivement comme un bien privé, il y a une vertu à la concurrence des monnaies comme pour tout autre marchandise. La bonne monnaie finirait par chasser la mauvaise. Lorsque ce processus serait accompli, la convertibilité interne et externe d'un rouble réunifié serait rétablie.

On trouve dans cette proposition une surprenante référence à l'expérience historique du Tchervonetz. C'était une monnaie définie par une parité-or. Elle était garantie par la Banque d'Etat qui détenait en contrepartie des billets émis, 25 % de leur valeur en or et devises fortes, 75 % en effets aisément négociables. La Banque défendait la parité-or du Tchervonetz par des interventions à l'aide de son portefeuille d'effets. Mais le Tchervonetz ne donnait pas pouvoir à la Banque de contraindre les dépenses de l'Etat. L'inflation s'est développée en monnaie intérieure. Comme le Tchervonetz n'était pas une monnaie privée, la Banque centrale ne

pouvait pas laisser la monnaie officielle se dévaloriser vis-à-vis du Tchernovetz au rythme de l'inflation. Aussi l'inflation a-t-elle contaminé le pouvoir d'achat du Tchernovetz. Le décalage entre sa parité externe et son pouvoir d'achat interne a incité les résidents à l'exporter, vidant les réserves de la Banque d'Etat. C'est pourquoi son exportation fut interdite en 1926, mettant ipso-facto un terme à l'expérience de convertibilité.

On saisit une ambiguïté de la monnaie parallèle. Supposons, comme le veulent certaines propositions, qu'on crée un rouble spécial circulant dans des zones franches. Ou bien ces zones sont des enclaves comme en Chine : on y produit à partir de marchandises importées pour réexporter ; le travail n'est pas payé avec cette monnaie. Dans ce cas, la monnaie parallèle n'exerce pas d'influence directe sur le système monétaire. Elle permet seulement de gonfler les revenus monétaires en suscitant des activités qui n'auraient peut-être pas vu le jour autrement. Ou bien les zones franches sont intégrationnistes parce qu'elles travaillent pour le marché intérieur. Il se développe alors un *dualisme monétaire*.

Or les inconvénients du dualisme monétaire sont considérables. Si la Banque centrale tente de maintenir un rapport fixe entre cette monnaie et la monnaie officielle, comme s'il s'agissait d'un substitut à la réforme financière, la triste histoire du Tchernovetz se répètera. Si le cours de la monnaie parallèle en rouble officiel est laissé aux forces de l'offre et de la demande privée, elle deviendra l'objet de spéculation par excellence pour les détenteurs de liquidités excédentaires. Le résultat ne peut qu'être désastreux par combinaison des processus suivants :

— Les agents économiques qui auront accès à la monnaie parallèle par les transactions extérieures ne la convertiront en monnaie intérieure que dans la stricte limite de leurs besoins de trésorerie. Il deviendra impossible à la Banque centrale de faire respecter un contrôle de change et de gérer le niveau d'un taux de change.

— L'épargne sera détournée du système financier et désintermédiée. Soit la monnaie parallèle devient un canal d'exportation d'épargne liquide et il faudra rapidement l'interdire. Soit le coût pour fixer l'épargne au sein du système financier sera très élevé : indexation des créances ou augmentation drastique des taux d'intérêt. On voit mal comment un tel cercle vicieux, bien connu des pays latino-américains, peut aider à assainir les finances dans le pays.

— Si la spéculation prend de l'ampleur et qu'une part significative de la valeur des marchandises ne devient accessible que par paiement en monnaie parallèle, *elle deviendra une unité de compte de substitution*. Alors l'élan inflationniste se renforcera d'une manière endogène. Peut-être la « bonne » monnaie finira-t-elle par chasser la « mauvaise ». Mais ce sera après l'hyper-inflation et la destruction du système financier. La réforme financière devra se faire, mais dans des conditions chaotiques bien pire que si on s'y consacre courageusement sans faire la politique du pire.

La monnaie parallèle est en effet un défi mortel à la souveraineté monétaire. Elle détruit ce qui est le plus fondamental dans la monnaie : son unicité, condition première de la confiance. En URSS, la monnaie parallèle ne ferait qu'aggraver un éclatement des usages de la monnaie, dont on a vu que c'était la pire forme de l'inconvertibilité.

L'établissement d'un marché des changes

L'objectif recherché selon les analyses ci-dessus est : la fongibilité de la monnaie pour les résidents, la convertibilité sur opérations courantes pour les non-résidents, un degré limité (dans un sens précisé plus haut) de convertibilité sur les changes pour les résidents et les non-résidents. Aucun expédient miracle n'accomplira cet objectif. Au contraire, les propositions originales ont toutes les chances d'aggraver les problèmes en ces matières financières qui sont fort délicates. Il n'y a pas d'autre dispositif efficace qu'un marché des changes interbancaire associé à un contrôle de change. Parvenir à faire fonctionner un tel marché pré-suppose des transformations importantes dans le système financier qui doivent être lancées en 1991 et 1992 par les autorités de l'URSS. Dans le même temps, sans attendre l'effet de ces transformations, il faut déjà agir de manière à réduire l'in vraisemblable disparité des taux de change.

Le tableau 2 donne une idée de cette disparité.

TABLEAU 2

La disparité des taux de change

Type de Conversion de change	Nombre de roubles par dollar	Nombre de roubles par rouble officiel
Rouble officiel	0,64	1
Rouble touristique	6,4	10
Marché des enchères	9 à 14	14 à 22
Marché noir	20	31

A cela s'ajoutent les coefficients de conversion par lesquels les prix intérieurs sont isolés des prix extérieurs. Ils s'apparentent à des taux de change multiples dont la gamme va de 0,2 à 6,6. Ainsi les marchandises officiellement échangées avec l'étranger font-elles ressortir une disparité des taux de change qui va de 0,128 à 4,22 roubles pour un dollar. Néanmoins la plupart des marchandises sont échangées officiellement à des taux qui vont implicitement de 1,28 à 4,22 roubles pour un dollar. La suppression la plus rapide possible de ces coefficients de conversion est évidemment un premier pas dans la remise en ordre des prix. Mais cela est loin de suffir. Indépendamment des disparités par produits, le tableau montre qu'il y a quatre types de taux de change dont les rapports vont de 1 à 30 ! L'unification du marché des changes et la détermination d'un taux de change réaliste sont des tâches redoutables qui ne sauraient attendre la restructuration du système financier. Concernant directement le change lui-même, il faut créer des pratiques nouvelles qui préparent le fonctionnement ultérieur d'un marché des changes¹.

1. Un premier pas a été franchi au mois d'octobre 1990 avec la dévaluation du rouble officiel, réduisant à trois le nombre de cours du rouble grâce à l'abolition simultanée des coefficients de conversion. Mais la marche à accomplir pour aboutir à un cours commercial du rouble, unique et réaliste, est encore longue.

La solution praticable est de partir de ce qui commence à exister, *le marché aux enchères des devises* et de le faire évoluer pour qu'il devienne le pivot d'une unification ultérieure des taux de change. Il est possible de donner quelques indications sur cette évolution souhaitable.

On ne doit pas oublier que l'amorce de convertibilité va se faire dans un contexte de pénurie de devises. Il faudra donc *faire coexister un compartiment administratif* pour allouer les devises prioritaires *et un marché libre*. Le premier est indispensable pour acquérir les biens de consommation de première nécessité, les biens dits stratégiques, et pour reconstituer un niveau de réserves de change de sécurité. Le second doit être l'embryon du futur marché des changes. Il doit pouvoir unifier les taux de change disparates, actuellement appliqués aux transactions non officielles et absorber le taux de change touristique. La première étape consiste donc à n'avoir plus que deux taux de change. Il faut pour cela que le marché libre soit suffisamment profond pour attirer toutes les transactions non officielles, notamment englober ce qui est aujourd'hui le marché noir, et déterminer un taux de change qui acquiert une signification économique. Ensuite le dynamisme de ce marché doit permettre de circonscrire, puis de réduire progressivement, l'allocation administrative des devises. Le marché des changes sera établi lorsque l'allocation administrative aura disparu.

Les enchères, organisées par adjudications, sont des techniques éprouvées. La procédure à la hollandaise est utilisée : on épuise l'allocation offerte aux enchères à des cours descendants à partir du plus élevé proposé, la dernière tranche étant répartie au prorata des soumissions qui demeurent à ce niveau. Pour que ces adjudications deviennent le pôle d'attraction des transactions non prioritaires sur les devises étrangères, plusieurs conditions doivent être réalisées qui ne sont pas présentes dans les premières adjudications effectuées.

— *Il faut mobiliser les opérateurs pour accroître l'offre de devises à céder.* Une première solution est possible qui préfigure le futur contrôle de change. C'est l'obligation pour les entreprises exportatrices qui ont acquis des devises de les céder sur ce marché aux enchères. La deuxième solution est de les y inciter par un cours du rouble suffisamment rémunérateur, donc pas trop haut eu égard au cours du marché noir. Ce cours remontera ensuite lorsque le marché s'approfondira, que l'offre s'élargira et que les enchères deviendront plus fréquentes. Une incitation complémentaire sera une répercussion de la transformation du système financier. Lorsque les entreprises commenceront à ressentir des contraintes de trésorerie, elles auront intérêt à vendre leurs devises pour se procurer des liquidités en roubles.

— *Il faut légaliser le marché noir des devises et le libre accès des agents privés aux adjudications.* Ce sera un puissant facteur d'unification, de plus grande continuité et d'accroissement du volume des transactions. C'est la condition pour que ce marché commence à former un prix significatif. Ce prix serait alors le taux de change de référence pour les ventes et achats de devises entre agents privés, qui se feront entre deux dates d'enchères. Plus ces dates se rapprocheront, plus on convergera vers un marché des changes en continu.

— *Il faut que la banque centrale surveille et régule les adjudications.* Un marché des changes doit absolument être transparent avec un prix public, sans possibilité

d'établir des positions de pouvoir pour manipuler les cours. Il doit être suffisamment liquide pour apporter la sécurité aux opérateurs, en amortissant la volatilité intrajournalière des cours. Le marché aux enchères doit préfigurer ces caractéristiques pour attirer les opérateurs et gagner ainsi un dynamisme endogène. C'est une question d'organisation technique, mais surtout de « market maker ». Seule la banque centrale aura des réserves suffisantes en devises pour accomplir cette fonction, du moins dans la première phase du développement du marché.

— *Il faut introduire dès que possible des intermédiaires financiers agréés.* C'est à ce stade que les enchères se transformeront en véritable marché des changes car les transactions sur les changes sont complémentaires de paiements internationaux qui passent par eux. Les agents non financiers s'apercevront très vite que les coûts de transaction sont bien inférieurs pour eux s'ils passent des ordres d'achat et de vente de devises à leurs banquiers, plutôt que d'intervenir eux-mêmes sur le marché des enchères. Ce dernier se métamorphosera en marché interbancaire des changes. Les intermédiaires pourront alors jouer la fonction d'arbitragiste sur un marché en continu. La couverture à terme deviendra possible.

Régimes de change

Il n'est pas question, car bien trop prématuré, d'entrer ici dans les arcanes de la stabilisation macroéconomique à court terme. Mais il est possible de prolonger l'analyse des parties 2, 3, 4 ci-dessus. On a montré que la convertibilité, au sens où elle a été proposée, permettait de définir un taux de change d'équilibre associé à une contrainte de balance courante. On a ensuite indiqué que la construction d'un système bancaire hiérarchisé devait rendre possible le contrôle de la monnaie dans le cadre de la réforme économique. Il reste à montrer que ces deux parties de la réforme se rejoignent dans la gestion par la banque centrale de la contrainte macroéconomique externe. *Plus précisément le contrôle de l'offre de monnaie suffit pour atteindre un taux de change d'équilibre associé à la condition d'équilibre de la balance courante.* Par conséquent, si la création monétaire peut être effectivement maîtrisée par la banque centrale, un régime de flottement géré est envisageable.

Comme on ne cherche à établir ici qu'une condition de compatibilité macroéconomique entre les différents éléments constitutifs de la convertibilité, qui ont été analysés plus haut, on se contentera d'un modèle statique. L'important est que ce modèle incorpore les traits caractéristiques de la convertibilité limitée que nous avons identifiés. Pour ce faire, on généralise une démarche déjà suivie par Mac Kinnon.

L'offre et la demande de devises sont gérées par les banques commerciales. Il n'y a pas de variation des réserves de change de la banque centrale, parce qu'on se place sur une période assez longue pour laquelle la balance courante est en équilibre. Ces deux conditions d'équilibre n'en font qu'une puisque le contrôle de change empêche

qu'il y ait des flux nets de capitaux. La demande de devises est dérivée des importations J et l'offre de devises est issue des exportations X . Les anticipations de change sont supposées statiques.

Les prix des biens exportables et des biens concurrents des importations s'alignent sur les prix internationaux exprimés en roubles de ces marchandises :

$$p_x = e\bar{p}_x \text{ pour les marchandises exportables}$$

$$p_T = e\bar{p}_T \text{ pour les marchandises concurrentes des importations.}$$

e est le taux de change (prix du dollar en roubles) \bar{p}_x et \bar{p}_T sont les internationaux en dollars des deux catégories de marchandises.

On appelle q le prix relatif des biens non échangeables en termes des marchandises concurrentes des importations.

On suppose que l'offre de chaque type de marchandises en volume est donné : \bar{Y}_x, \bar{Y}_T et \bar{Y}_{NT} (volume des biens non échangeables).

La valeur internationale de la production totale est :

$$Y = \bar{p}_x \bar{Y}_x + \bar{p}_T \bar{Y}_T + q \bar{p}_T \bar{Y}_{NT} = Y(q)$$

Et sa valeur nominale en roubles :

$$pY = p_x \bar{Y}_x + p_T \bar{Y}_T + q p_T \bar{Y}_{NT} = eY$$

Sous l'hypothèse conforme à la manière dont la réforme financière a été envisagée dans la partie 4, les dépôts sont les seuls actifs financiers disponibles. Il existe donc une définition suffisamment large de la masse monétaire pour laquelle la demande réelle de monnaie ($M/p = M/e$) est identique à la richesse financière réelle des agents privés.

Les demandes internes des trois catégories de marchandises sont des fonctions de e et de q dont les sens de variation par rapport à ces variables sont les suivants :

$$D_x = D_x \left(\frac{M}{e}, q, Y(q) \right)$$

$$D_T = D_T \left(\frac{M}{e}, q, Y(q) \right)$$

$$D_{NT} = D_{NT} \left(\frac{M}{e}, q, Y(q) \right)$$

Pour cette dernière fonction on fera l'hypothèse usuelle que l'effet de substitution l'emporte sur l'effet de revenu. Le commerce extérieur est :

$$X = \bar{Y}_x - D_x \text{ et } J = D_T - \bar{Y}_T$$

Avec la balance commerciale en valeur internationale :

$$\bar{p}_x X - \bar{p}_T J$$

L'équilibre de la balance commerciale est équivalent à l'équilibre sur les marchés des biens échangeables :

$$\bar{p}_T D_T + \bar{p}_x D_x = \bar{p}_T \bar{Y}_T + \bar{p}_x \bar{Y}_x$$

L'équilibre sur le marché des biens non échangeables est :

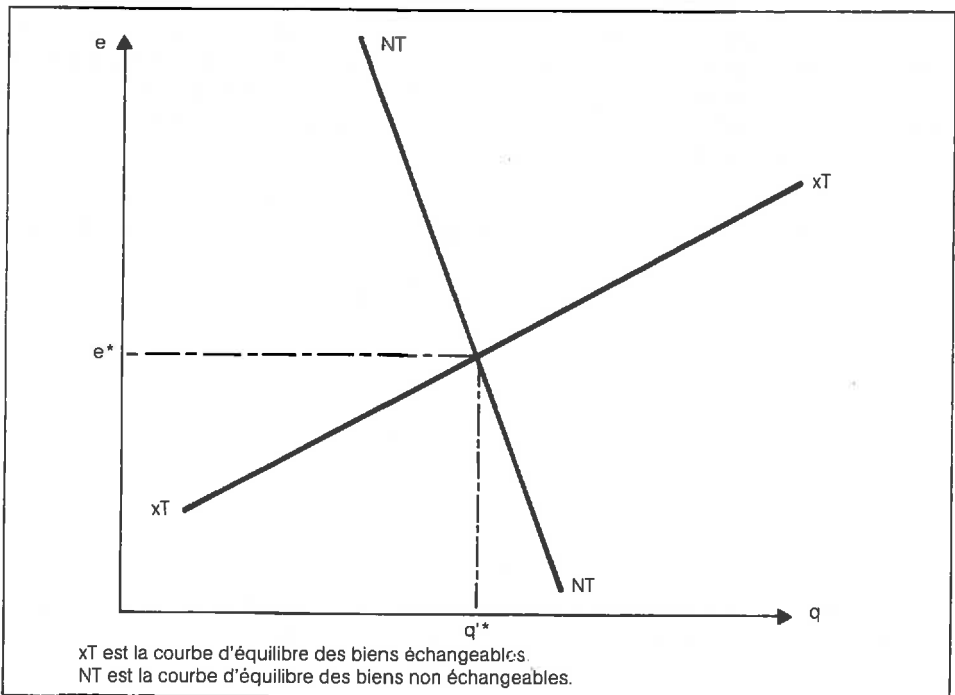
$$D_{NT} = \bar{Y}_{NT}$$

On remarque que le marché des changes est la résultante des tensions sur l'ensemble des marchés dans cette économie car l'offre excédentaire nette de devises est une fonction croissante du prix en roubles de la devise étrangère. Cela garantit la stabilité du marché des changes, à condition que la masse monétaire (au sens large) soit contrôlée.

Pour M donné, les deux équilibres de marché des biens et services qui incorporent l'équilibre du marché des changes, déterminent deux relations, l'une croissante, l'autre décroissante entre e et q (graphique 2).

GRAPHIQUE 2

L'équilibre du marché des biens et services



Cependant on peut douter de la capacité de la banque centrale de contrôler la masse monétaire directement, étant donné les conditions dans lesquelles la réforme financière va s'accomplir : déficit de l'Etat et des entreprises, liquidités excédentaires et manque de confiance dans la solidité de la monnaie. Si la masse monétaire ne peut pas être contrôlée, il n'est pas possible de stabiliser le taux de change à un niveau réaliste en longue période, en dépit du contrôle des changes. Or il est extrêmement difficile pour une banque centrale nouvellement établie d'estimer la demande globale de monnaie. Les réactions des ménages et des entreprises à l'introduction de la convertibilité de la monnaie sur les biens sont, en effet, largement imprévisibles.

C'est pourquoi, *il paraît préférable d'accrocher le rouble à une monnaie internationale ou à un panier de devises convertibles* car les pays de la CEE ou même de l'OCDE ont recouvré une stabilité raisonnable des prix. Dans ce cas, c'est la demande intérieure de monnaie qui est déterminée, conjointement au prix relatif q , par les équilibres des marchés des biens échangeables et non échangeables sous la condition de la fixité du taux de change. La masse monétaire sera déterminée indirectement à travers le marché des changes. Elle est tendanciellement en équilibre lorsque, au taux de change fixe établi, la banque centrale n'a pas à accumuler ou décumuler systématiquement de réserves de change.

Le marché des changes guide la recherche de cet équilibre à condition que la banque centrale en répercute les tensions sur les variations de la masse monétaire interne. Un surplus de la balance courante, qui correspond à un excès d'offre de devises, veut dire que la demande pour le rouble est supérieure à l'offre. En achetant des devises et en créant des roubles en contrepartie, pour maintenir le taux de change fixe, la banque centrale résorbe la demande excédentaire. En sens contraire, un déficit de la balance des paiements signale des liquidités excédentaires qui peuvent être résorbées, *à condition que la banque centrale soit pourvue de réserves suffisantes.*

Sauvegarder les échanges du COMECON

La libéralisation des échanges à l'intérieur du Comecon pose un problème particulièrement délicat. En dépit des apparences, la Banque Internationale de Coopération Economique (BICE) n'a pas fourni le moyen de multilatéraliser les échanges. Il n'est guère possible de dépenser une créance sur un pays pour régler un déficit à l'égard d'un troisième pays. L'inconvertibilité sur les opérations commerciales courantes s'y oppose. Il faut négocier en détail avec la centrale d'achat du troisième pays pour déterminer quels biens peuvent être achetés. Il faut aussi négocier avec le second pays pour pouvoir dégager le surplus bilatéral que l'on désire transférer. La complexité et le coût de tels processus sont exorbitants. C'est pourquoi les échanges bilatéraux équilibrés sont prépondérants. A leur tour ces

procédures administratives pour déterminer les biens à échanger sont particulièrement lourdes et potentiellement conflictuelles parce qu'il n'existe pas de prix de marché reconnus par tous en situation d'inconvertibilité totale. Les références aux prix internationaux ne sont praticables que pour les prix des produits de base homogènes. Pour tous les autres biens, les prix de l'échange doivent être négociés au coup par coup et bilatéralement.

Aussi la révision radicale des principes appliqués par le CAEM est-elle inévitable avec l'avancée des pays membres dans la voie de la réforme économique. Encore faut-il que cette révision n'entraîne pas un effondrement du commerce à l'intérieur du Comecon. Ce serait désastreux parce que, dans l'état délabré des systèmes productifs des pays de l'Est, il n'y aurait aucune chance qu'un effondrement de ce côté soit compensé par une augmentation des échanges avec l'occident. Une dissolution du Comecon, étant donné les fortes complémentarités productives entre ses membres, se traduirait certainement par une aggravation de la crise économique pour chacun. Il faudrait, au contraire, développer et diversifier les échanges à l'intérieur du Comecon, en les soumettant à la concurrence au rythme où ce principe progresse à l'intérieur de chaque pays. Ces échanges doivent pouvoir bénéficier d'un système multilatéral de paiements grâce à la convertibilité. Mais ce système doit être conçu de manière à économiser l'usage des devises rares.

Les pays de l'Europe occidentale se sont trouvés dans une situation similaire après la seconde guerre mondiale. Leurs monnaies étaient inconvertibles ; la pénurie de dollars était aiguë. Dès 1948, on percevait que le commerce intra-européen, sur une base strictement bilatérale, était entravé par les restrictions quantitatives. Cette paralysie du commerce, en retour, était le principal obstacle à la diversification des systèmes productifs et au développement de la productivité. Pour préserver leurs échanges réciproques, les pays de l'Europe occidentale ont créé l'Union Européenne des Paiements (UEP) en 1950. Ce système de transition qui permettait le règlement multilatéral des échanges sans impliquer une convertibilité prématurée des monnaies nationales contre le dollar, fut un succès considérable. Des enseignements clairs peuvent être tirés pour la situation actuelle des pays de l'Est.

Les leçons de l'UEP

L'UEP fut une contribution, aussi décisive qu'elle est aujourd'hui inconnue ou incomprise des économistes, au rétablissement rapide de l'Europe occidentale dans les années cinquante. Ce fut une transition vers la convertibilité des monnaies européennes car l'UEP a créé un système multilatéral de paiements en Europe, apporté la stabilité monétaire qui a permis aux facteurs de croissance de se renforcer, alors que la convertibilité était hors d'atteinte. Ce système a favorisé le développement des échanges commerciaux entre pays semblables, qui souffraient du même handicap de productivité vis-à-vis de la zone dollar. Le développement des échanges réciproques, au-delà du carcan bilatéral, a approfondi la spécialisation industrielle des pays européens, diversifié les productions et donné une impulsion spectaculaire aux progrès de productivité. En peu d'années, la compétitivité de la plupart des pays

européens vis-à-vis de la zone dollar était rétablie, les échanges commerciaux progressivement libérés et les réserves de change reconstituées. La convertibilité pouvait être instaurée dans l'ordre, sans que les pays qui avaient décidé de l'assumer n'aient à supporter des contraintes externes écrasantes.

La multilatéralisation des paiements était fondée sur le principe de la compensation : chaque pays sommait algébriquement les transactions acceptables à la compensation et calculait un solde net vis-à-vis de l'ensemble de ses partenaires. Ce solde s'inscrivait sous la forme d'une position créditrice ou débitrice de la banque centrale à l'égard d'une institution supranationale. Cette dernière émettait une monnaie en contrepartie des dettes nettes des pays déficitaires à l'égard de l'Union. On pouvait parler d'une zone monétaire UEP qui coexistait avec le dollar et qui enregistrait les transactions intra-européennes.

Les enseignements généralisables que l'on peut retenir de cette expérience sont les suivants :

— *Maintien de changes fixes et accès de tous les pays au crédit.* Ce sont deux atouts essentiels pour résoudre les problèmes structurels de pays qui souffrent de déséquilibres structurels de grande ampleur. A contrario, les exemples de l'Amérique latine nous renseignent sur les effets catastrophiques des dévaluations vertigineuses et de l'étranglement du crédit.

— *Maintien d'un type particulier de convertibilité en dollars.* Comme la monnaie émise par l'UEP n'était pas directement convertible en dollars sur un marché des changes, un dilemme entre crédit et règlement se posait, qui aurait pu menacer l'existence de l'Union, en exacerbant les conflits d'intérêts entre créanciers structurels et débiteurs structurels. Pour tenir ce conflit potentiel dans les limites viables, des quotas de crédits furent instaurés pour chaque pays. Le dépassement des quotas entraînait un règlement des déficits supplémentaires en monnaies convertibles extérieures au système. Le rattachement aux mécanismes des paiements internationaux était donc satisfaisant, tout en réalisant une économie très considérable de monnaies convertibles.

— *Le mécanisme multilatéral de paiements a été décisif; il a été beaucoup plus important que le crédit.* Cela veut dire que les soldes se compensaient d'eux-mêmes, soit dans les périodes comptables mensuelles, soit par réversibilité dans le temps, dès lors qu'un dispositif monétaire avait permis à la flexibilité des économies de jouer.

— *La multilatéralisation des paiements a permis de transformer des restrictions multiples sur les importations en contrainte extérieure s'exprimant au plan macroéconomique.* En conséquence les réponses des gouvernements furent elles-mêmes transformées. Au lieu de se traduire par une contraction du commerce extérieur chaque fois que les rapports bilatéraux ne permettaient pas d'exporter suffisamment vers un pays particulier, la contrainte extérieure globale permit de faire jouer une réponse macroéconomique par les instruments de la politique économique.

— Comme l'UEP ne gérait que les opérations entre les pays membres et que la monnaie de règlement UEP n'était pas convertible en dollars, *le système monétaire international était dualiste.* Cette dualité le rendait peu efficace pour réduire les déficits qui résultaient de la disparité des positions monétaires des pays européens vis-à-vis de la zone dollar. C'est pourquoi l'UEP devait nécessairement évoluer. Il

fut envisagé et il eût été possible de transformer l'UEP en véritable zone monétaire européenne, dont la monnaie commune aurait été convertible en dollars. Il fut préféré de dissoudre l'UEP et de rétablir la convertibilité externe des monnaies nationales.

L'adaptation au Comecon

Il n'y a pas d'obstacle infranchissable à l'établissement d'un mécanisme de compensation multilatérale à l'intérieur du Comecon, si la convertibilité sur les opérations courantes est en vigueur dans les pays membres. Comme l'UEP, ce système ne doit pas dépendre *directement* de l'utilisation des devises occidentales comme moyen de paiement. La BICE peut jouer le rôle de chambre de compensation pour assurer la transférabilité des soldes bilatéraux. Elle émet une monnaie qui est le moyen commun de règlement. Elle est détenue par les pays dont le solde cumulé net vis-à-vis de l'ensemble de leurs partenaires est excédentaire, en contrepartie des dettes à l'égard de la BICE contractées par les pays qui ont un déficit cumulé net vis-à-vis de l'ensemble de leurs partenaires.

Toutefois, les conditions monétaires générales en Europe étant bien différentes de ce qu'elles étaient il y a 40 ans, une amélioration sensible du dispositif pourrait être apportée par rapport à l'UEP. Le système peu satisfaisant des quotas avec la discontinuité entre crédit en monnaie UEP et règlement en dollars qui se produisait au moment du franchissement des quotas peut être éliminé. *La monnaie commune émise par la BICE pourrait être rendue convertible à l'égard des monnaies occidentales par un rattachement à l'écu à taux de change fixe.* Cela aurait l'immense mérite de relier monétairement les deux parties de l'Europe et de préserver une cohérence pour faire progresser l'insertion des pays de l'Est dans l'économie mondiale. Le chacun pour soi serait évité. L'économie des devises rares serait réalisée comme dans l'UEP. Mais les conflits entre créanciers et débiteurs seraient évités, parce que les pays à surplus, détenteurs de monnaie-BICE en excédent par rapport à leurs besoins, auraient latitude de convertir cet excédent en écus et, par là, en n'importe quelle monnaie occidentale. *Puisque la convertibilité à taux fixe en écus serait assurée, l'écu serait l'unité de compte des échanges du Comecon.*

Pour que cette convertibilité soit crédible, la BICE devrait disposer de réserves suffisantes en écus en contrepartie des dépôts qu'elle émet. Ce serait pour la Communauté la manière la plus efficace d'aider financièrement l'ensemble des pays de l'Est car l'effet multiplicateur sur le développement des échanges d'un mécanisme multilatéral de paiements entre les pays de l'Est rendrait chaque écu apporté en capital beaucoup plus rentable que s'il était apporté à chaque pays séparément. Une part marginale des dollars du plan Marshall a été allouée à la constitution du capital initial de l'UEP. Un apport substantiel en capital par la Communauté pour établir le système multilatéral de paiements des pays de l'Est, serait la forme la plus efficace de solidarité financière entre les deux parties de l'Europe.

Bibliographie

- Aglietta M. : « De l'UEP à l'écu », *Cahiers du Cernea*, n°8, avril 1985.
- Aglietta M., Brender A., de Boissieu C., Renversez F., Ullmo Y : « Les problèmes économiques et monétaires de l'URSS », *Revue de la MSH*, n°62, 1990.
- Allen M. : « The structure and reform of the external payments system of some East European countries », *IMF Staff Papers*, novembre 1976.
- Altman O. : « Russian gold and the rouble », *IMF Staff Papers*, avril 1960.
- Andreff W. et Lavigne M. : « La contrainte extérieure dans les économies du CAEM », *Économies et sociétés*, 1985.
- Angell W. : « Monetary policy in a centrally planned economy : restructuring toward a market-oriented socialist system », Conference at the Institute of USA and Canada, Moscou, septembre 1989.
- Asselain J.Ch. : « Conditions et perspectives du rétablissement de la convertibilité des monnaies en Europe de l'Est », université de Bordeaux I, mai 1990.
- Bogomolov O. : *Socialisme et compétitivité*, Presses de la FNSP, Paris, 1989.
- Brada J. et alii : *A phased plan for making the rouble convertible*, Geoeconomics Institute, Middlebury, Vermont, août 1989.
- Committee for Radical Economic Reform, *Top priority and long term measures*, novembre 1989.
- Kaser M. : « The transferable rouble », *International Currency Review*, vol.8, n°6, 1976.
- Lavigne M. : *Convertibility in eastern Europe, realistic possibilities for internal and external adjustments*, Université de Paris I, novembre 1989.
- Mac Kinnon R.I. : *Monnaie et finance dans l'échange international*, Bonnel, 1982.
- Nuti D. : « Remonetization and capital markets in the reform of centrally planned economies », *European economic review*, vol.33, mars 1989.
- Ricœur N. : « La convertibilité du rouble », *Courrier des pays de l'Est*, n°346, janvier 1990.
- Sapir J. : *Monnaie et réformes en Union soviétique*, Centre d'analyse et de prévision, Ministère des affaires étrangères, septembre 1989.
- Sapir J. : *L'économie mobilisée*, Agalma, La Découverte, 1990.

