

Réformes financières et convertibilité des monnaies dans les économies de l'Est

Jacques Le Cacheux,

Département des études de l'OFCE

La réforme des institutions et mécanismes monétaires et financiers, et le passage à la convertibilité des monnaies constituent des éléments essentiels du processus de transition engagé dans les économies de l'Est et de leur ouverture sur les marchés mondiaux des biens et des capitaux. Ces économies étaient en effet caractérisées, jusqu'à récemment, par des régimes monétaires internes dans lesquels la monnaie n'avait qu'un rôle passif de validation des décisions, planifiées centralement, concernant les flux réels, et par un bilatéralisme des paiements extérieurs dû à l'inconvertibilité des monnaies. Ces modes de régulation monétaire ont engendré de profonds déséquilibres internes et constituent un obstacle majeur au développement des échanges extérieurs.

Un bref examen des fonctions essentielles que doit remplir un système monétaire et financier satisfaisant suggère que la réforme monétaire ne peut être menée indépendamment de modifications institutionnelles profondes dans d'autres domaines. L'échec des tentatives de réformes partielles observées dans plusieurs pays de l'Est au cours des deux dernières décennies tend à conforter ce diagnostic. Parmi les enseignements à tirer de ces échecs, l'instauration d'une contrainte budgétaire « dure » pour les principaux acteurs — entreprises et État — apparaît comme un élément déterminant de la réussite du processus de transition. Mais il n'est pas forcément indispensable de mettre en place d'emblée un système complet de marchés financiers.

De même, en matière de paiements extérieurs, le passage immédiat à la convertibilité n'est pas toujours souhaitable et pourrait se révéler impraticable pour certains pays. La structure particulière des échanges et paiements extérieurs héritée du Conseil d'assistance économique mutuelle (CAEM, ou COMECON) et les déséquilibres qui pourraient en résulter semblent plaider en faveur de l'institution d'un système régional de paiements. L'usage d'une devise convertible dans les opérations de compensation multilatérale entre pays apparaît souhaitable et l'Ecu européen aurait, pour tenir ce rôle, des atouts évidents.

Tous les pays de l'Europe de l'Est — URSS et pays européens membres du Conseil assistance économique mutuelle (CAEM) ⁽¹⁾ — sont, depuis plusieurs mois, engagés dans un processus de réforme radicale de leur système économique. Contrairement aux nombreuses tentatives précédentes, la vague actuelle de réformes vise moins l'amélioration du fonctionnement du système économique existant, tout en préservant ses caractéristiques essentielles, que la transition vers un système autre. S'il apparaît, à l'examen des discours et des actes, que la nature exacte du mode d'organisation économique vers lequel tendent ces pays n'est pas toujours clairement définie et que les conceptions du but à atteindre sont diverses, il existe, à l'évidence, une tendance commune à la décentralisation effective des décisions économiques et l'autonomisation des différents acteurs, c'est-à-dire à l'introduction de mécanismes de marché, selon un dosage qui, apparemment, varie considérablement d'un pays à l'autre.

L'expérience historique commune à tous les pays du CAEM est celle d'un système économique à planification centralisée, — parfois appelée économie de commandement, ou économie administrée — dans lequel la monnaie et le crédit jouaient un rôle subalterne et largement passif, tandis que le secteur financier — étatisé, uniquement — était sous-développé. Leur héritage commun est un système monétaire et financier impropre à la coordination de décisions économiques décentralisées à l'intérieur des pays et, à l'extérieur, un régime d'inconvertibilité qui oblige, dans les échanges avec l'étranger, à un bilatéralisme proche des rapports de troc, tant avec les pays tiers — les économies de marché — qu'entre membres de la zone d'intégration régionale qu'était censée être le CAEM. Les mal-fonctionnements des mécanismes monétaires de ces économies ont engendré de profonds déséquilibres qui sont apparus au grand jour dans les années quatre-vingt : l'inflation — rampante ou réprimée dans certains pays, galopante en d'autres — et les difficultés de balance des paiements, avec la montée de l'endettement extérieur qui en est le corollaire.

Dans le domaine monétaire et financier, certains pays — Yougoslavie, Hongrie et Pologne, notamment — ont entamé depuis quelque temps des réformes majeures. L'étude de ces expériences et de leurs premiers effets permet de souligner la diversité des options possibles, en même temps que les difficultés auxquelles se heurte toute réforme de ce type. De plus, les impératifs de l'ouverture sur les marchés mondiaux exigent que ces pays s'orientent vers l'instauration d'une plus grande convertibilité externe de leurs monnaies. Dans ce domaine aussi, il existe des degrés et une palette de choix possibles. Etant donné la part prépondérante des partenaires du CAEM dans le commerce de chacun des pays considérés et la relative similitude des difficultés qu'ils

(1) Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie et Tchécoslovaquie. Le cas de l'Allemagne de l'Est n'est pas pris en compte ici, en raison de la singularité de l'unification monétaire allemande (Burda, 1990 ; Passet, 1990). En revanche, la Yougoslavie, qui n'est pas membre du CAEM, est incluse dans l'échantillon.

sont amenés à résoudre, une attention particulière devra sans doute être accordée aux arrangements monétaires régionaux — intra-CAEM —, l'expérience historique de l'Union européenne des paiements (UEP) suggérant qu'une telle étape pourrait grandement faciliter l'ouverture sur les marchés mondiaux et la transition vers un système économique décentralisé.

Monnaie et finance dans les économies à planification centrale

Sous l'empire de la pensée marxiste, selon laquelle le rapport marchand et les échanges monétaires qui caractérisent les économies de marché sont l'une des sources de toutes les « perversions » des systèmes capitalistes — exploitation de l'homme par l'homme, aliénation ... —, les concepteurs de l'organisation économique des « pays socialistes » s'étaient efforcés d'éliminer de leur système les deux piliers des économies de marché : la propriété privée et la monnaie. Dans un cas comme dans l'autre, l'élimination complète s'est avérée impraticable : des poches — souvent très réduites — de propriété individuelle ont dû être tolérées, dans l'agriculture, le logement ... ; un système monétaire formel a été instauré, devant l'impossibilité de procéder à des allocations détaillées de tous les biens à tous les échelons du système, en particulier pour la consommation des ménages. Mais la monnaie ne jouait, en pratique, qu'un rôle extrêmement limité et le secteur financier établi pour gérer les flux monétaires était — est encore, dans certains pays — très rudimentaire, fortement centralisé et entièrement soumis aux impératifs de la planification quantitative des flux réels.

Le rôle restreint de la monnaie

Dans les économies planifiées traditionnelles, la monnaie ne remplit, en pratique, que deux fonctions bien spécifiques : elle permet la définition d'un système de prix et elle est utilisée pour rémunérer le seul facteur de production reconnu — le travail —, la rémunération intégralement en nature n'étant pas techniquement possible. En tant qu'unité de compte, la monnaie facilite l'expression des rapports d'échange entre les biens, en réduisant considérablement, comme l'avait montré Walras, le nombre de données — prix relatifs — nécessaires à la prise de décisions économiques ; elle autorise également l'agrégation, pour les besoins du contrôle, des données exprimées en quantités physiques des différents biens.

Percevant une rémunération monétaire, le travailleur-consommateur est, quant à lui, théoriquement en mesure de faire remplir à la monnaie ses trois fonctions classiques : unité de compte, intermédiaire des échanges et réserve de valeur. Il peut, en principe, décider librement de

la répartition de son revenu monétaire entre consommation et épargne, et de l'affectation de son budget de consommation entre les différents biens offerts, en fonction de ses préférences et des prix affichés, selon des processus apparemment identiques à ceux qui régissent les choix individuels dans les économies de marché. Toutefois, le travail étant un droit et un devoir, la seule marge de choix disponible en ce domaine concerne l'intensité de l'effort et la qualité de la prestation ; or, la rémunération n'étant pas — ou peu — liée à la performance au travail, le « salaire monétaire » n'a pas le caractère de prix de l'effort et ne peut jouer pleinement son rôle incitatif. Celui-ci est encore amoindri par l'existence de pénuries sur les marchés des biens de consommation, le rationnement des consommateurs restreignant le pouvoir libérateur de la monnaie sur les biens et donnant naissance à une épargne forcée.

Un système financier rudimentaire et centralisé

L'organisation générale du système financier dans les économies à planification centrale est d'une extrême simplicité. L'absence de propriété privée des entreprises implique qu'il n'existe pas de marché des titres de propriété — marché boursier. De même, le financement obligatoire des besoins des entreprises et de l'État est inexistant, le crédit bancaire assurant seul la satisfaction des besoins de financement. Le système bancaire interne est fortement centralisé — généralement quelques banques spécialisées, contrôlées par la banque centrale — et entièrement soumis aux impératifs du financement qui résultent des décisions de planification et des réactions des entreprises à ces décisions. L'activité bancaire se réduit donc à l'émission passive de monnaie — billets et comptes de dépôts — en contrepartie de demandes de crédit automatiquement satisfaites, sans sélection par la banque des projets à financer. En outre, la banque n'est pas motivée par des conditions de profit et les taux d'intérêt perçus sur les crédits sont fixés administrativement à des niveaux arbitraires, généralement faibles ou nuls en termes nominaux.

Les taux d'intérêt servis sur les dépôts d'épargne des ménages sont également bas, en vertu des conceptions marxistes de la valeur, qui, ne reconnaissant qu'au travail le statut de facteur de production, excluent la rémunération du capital et présentent le paiement d'un intérêt sur l'épargne comme une ponction injuste des « rentiers » sur le produit du travail. Les épargnants n'ont le choix qu'entre la détention de monnaie et le placement sur un compte d'épargne auprès du système bancaire, en l'absence d'instruments financiers négociables et de systèmes privés d'assurance et de retraite, fonctions intégralement prises en charge par l'État et ses entreprises. La motivation de l'épargne est donc essentiellement l'acquisition future de biens durables et, dans certains cas, de logement.

La monnaie dans les échanges extérieurs : l'inconvertibilité

Les échanges internationaux sont également organisés selon les principes du contrôle administratif centralisé. Pour l'essentiel, il s'agit d'échanges commerciaux — marchandises —, les échanges de services — tourisme surtout — étant peu développés et les flux financiers limités, jusqu'aux années récentes, à des accords bilatéraux de crédit entre l'État ou ses organes bancaires et des entités non-résidentes — États étrangers, organisations internationales ou banques. Le principe d'organisation est le monopole d'État sur le commerce extérieur, qui permet d'isoler le marché intérieur des marchés mondiaux, autorisant l'existence d'importantes disparités de prix entre les deux. Dans le domaine financier, cette séparation est assurée par le monopole de la banque d'État — souvent un organisme spécialisé dans les transactions avec les non résidents — sur les transactions en devises. L'obligation faite aux agents résidents en relation avec l'étranger — ou avec les touristes — de céder à la banque d'État l'intégralité de leurs avoirs en devises, à un taux de change administré, assure à l'État la possibilité de pratiquer des taux de change multiples et spécifiques à chaque type de transaction ⁽²⁾. Cette forme extrême de contrôle des changes instaure une inconvertibilité de fait de la monnaie nationale en devises étrangères et contraint à une forme de bilatéralisme dans les échanges extérieurs, dont les modalités diffèrent selon qu'il s'agit du commerce avec les pays membres du CAEM ou du commerce avec des pays tiers ⁽³⁾.

Les relations commerciales avec les pays à économie de marché sont régies par les mécanismes des marchés mondiaux en ce qui concerne les produits de base, dont l'exportation constitue la principale source de devises convertibles pour l'URSS et quelques autres pays de l'Est. Pour les autres marchandises, dont la part dans le commerce extérieur de ces pays et, plus encore, dans le total du commerce mondial est généralement réduite, les rapports d'échange sont, le plus souvent, négociés bilatéralement pour les exportations, les prix mondiaux s'appliquant parfois — mais pas toujours — aux importations. Jusqu'à la fin des années soixante-dix, les pays membres du CAEM avaient généralement des balances commerciales équilibrées avec le reste du monde ⁽⁴⁾.

A l'intérieur de la zone CAEM, les liens économiques entre pays sont nettement plus étroits, même si le degré d'intégration effective de ces économies est demeuré bien en-deçà des ambitions affichées lors de sa création. Les échanges y sont, pour l'essentiel, commerciaux, tandis que les mouvements de capitaux et l'« intégration socialiste » des appa-

(2) Ce qui encourage le développement d'un marché noir des devises, sur lequel les taux de change ont, ces dernières années, atteint des niveaux sans commune mesure avec les taux officiels. Voir ci-après.

(3) La distinction entre les deux catégories de pays est plus floue dans le cas des PED, dont bon nombre bénéficient de clauses d'association dans le CAEM.

(4) La dégradation des soldes commerciaux et courants de certains pays, notamment la Hongrie et la Pologne, est une des causes des difficultés actuelles.

reils productifs sont demeurés très embryonnaires (von Brabant, 1989). Les flux commerciaux entre pays du CAEM représentent, quant à eux, une part prépondérante des échanges extérieurs de ces pays (voir les articles pays). S'effectuant entre des économies planifiées dont les prix et le taux de change sont administrés et le commerce extérieur géré par un monopole d'État, ils sont régis par des prix négociés de manière bilatérale, sans rapport nécessaire avec les prix intérieurs. En dépit de l'existence de la banque de compensation du CAEM, d'une banque d'investissement et d'une unité compte communes, le « rouble transférable », les paiements internationaux intra-CAEM n'ont pas évolué vers le multilatéralisme qui caractérise les flux financiers sur les marchés mondiaux. Les pays ont généralement cherché à équilibrer les balances bilatérales, même si, en pratique, l'URSS a jusqu'à récemment, presque toujours enregistré des surplus dans ses échanges avec ses partenaires du CAEM. La cause première de cet état de fait tient à l'inconvertibilité — et même la non transférabilité — du « rouble transférable », tant en devises des pays tiers qu'en monnaie des pays membres. Les déséquilibres extérieurs doivent, en effet, être résolus par des variations des flux bilatéraux planifiés de marchandises, l'accumulation par un pays d'encaisses en « roubles transférables » ne lui ouvrant pas l'accès aux marchés des autres pays membres (von Brabant, 1989). En dépit des apparences de multilatéralisme, l'organisation des échanges intra-CAEM est donc, de fait, régi par des rapports de troc.

Les mal-fonctionnements du système et les déséquilibres monétaires actuels

La subordination totale du système monétaire et financier aux impératifs de la planification quantitative, alliée aux exigences du maintien de la solvabilité des entreprises quelle que soit leur gestion, a fait que les incohérences des décisions microéconomiques se sont traduites, au cours des années récentes, par des déséquilibres monétaires profonds. Utilisée de manière discrétionnaire pour résoudre, à l'échelle microéconomique, les tensions et contradictions naissant dans la sphère réelle de l'économie, la gestion monétaire accommodante a, en effet, créé les conditions d'une inflation que ne reflètent pas toujours fidèlement des statistiques officielles souvent peu fiables, mais qui a dégénéré dans plusieurs pays — Yougoslavie et Pologne notamment — en épisodes d'hyperinflation, accompagnée de dévaluations spectaculaires de la monnaie et de graves difficultés de paiements extérieurs.

Les distorsions du système de prix intérieurs

Les principes de fonctionnement du système de prix intérieurs administrés — c'est-à-dire la quasi-totalité des prix, en dehors du marché noir — sont, à quelques variantes près, les mêmes dans toutes les

économies centralement planifiées. Tous ces prix — c'est-à-dire plusieurs millions, dans les économies contemporaines ⁽⁵⁾ — sont fixés par les entreprises et les ministères selon des règles établies par les autorités — généralement un organisme supra-ministériel spécialisé et, dans le cas de l'URSS, ses équivalents dans les républiques pour les produits dont les prix sont « décentralisés » — pour une durée assez longue et révisés périodiquement sans référence à la nécessité d'équilibrer l'offre et la demande des produits, même si le souci d'orienter la demande peut, dans certains cas, inspirer les variations de prix relatifs.

En réalité deux systèmes de prix intérieurs coexistent : celui des prix de gros et des coûts des facteurs de production, qui régit les échanges inter-entreprises et la rémunération de la main-d'œuvre, et celui des prix de détail. Ces deux ensembles sont, a priori, sans rapport entre eux et les critères qui président à leur détermination sont distincts. Les salaires sont généralement fixés, selon des normes nationales, de manière relativement égalitaire, les écarts tenant davantage compte de la pénibilité de l'emploi que de sa productivité. Cependant, les recours aux « incitations matérielles » s'est beaucoup développé au cours des dernières décennies et une part, variable mais souvent substantielle, de la rémunération du travail prend la forme de primes monétaires et de fourniture de biens et services par l'entreprise employeuse — qui alimente les « fonds sociaux » finançant le logement notamment — ; cette partie plus variable de la rémunération est le plus souvent liée aux résultats de l'entreprise — chiffre d'affaires ou valeur ajoutée et degré de réalisation des objectifs du plan de production, qui peuvent être purement quantitatifs ou inclure des critères de productivité, de coûts de production, de qualité des produits ... Globalement, les entreprises, n'étant pas soumises à une contrainte de rentabilité, ont intérêt, pour conserver de bonnes relations de travail, à verser des rémunérations aussi élevées que possible et, pour ce faire, à sous-évaluer leurs capacités de production, à surestimer la qualité de leurs produits et à rechercher des hausses de leurs prix de vente. En l'absence de contrainte de demande, la fixation des prix de gros est essentiellement inspirée par le souci d'assurer l'équilibre des comptes de fonctionnement de l'entreprise. Théoriquement fondé sur une norme de coûts moyens de production dans la branche, le prix de vente est, en fait, le résultat d'un double marchandage entre, d'une part, l'entreprise et son ministère technique et, d'autre part, celui-ci et l'autorité centrale de contrôle des prix, marchandage dans lequel les informations, quantitatives et qualitatives, sur la production et sur les inputs — pseudo innovations et mise en vente de « produits nouveaux », pour lesquels des hausses de prix sont autorisées, gonflement artificiel des besoins d'approvisionnement et d'investissement... — sont manipulées par l'entreprise afin d'obtenir le prix de vente le plus élevé possible.

Les prix de vente au détail et les prix des services aux ménages — logement, transport, santé... — sont, en revanche, fixés sans référence aux coûts de production. Leur hiérarchie reflète celle des priorités politiques et sociales du système : bas prix pour les denrées, les

(5) Hewett (1988) cite le chiffre de 24 millions de produits distincts en URSS.

services vitaux et les produits de consommation courantes ; prix élevés pour les biens « de luxe », qui comprennent généralement la plupart des biens de consommation durables, mais dont la liste peut varier selon les périodes et les pays, en fonction des biens effectivement disponibles. La totale autonomie des prix de détail par rapport aux prix de gros est assurée par un mécanisme budgétaire de subventions et de prélèvements — taxes sur les produits — qui permet d'isoler les prix à la consommation des conditions de coûts dans la production.

Les excès de création monétaire : la validation des déficits

Les mécanismes de détermination des prix de gros et les incitations qu'ils font naître pour les dirigeants d'entreprises et leurs autorités de tutelle tendent au gonflement des coûts de production et des prix de vente, les augmentations de ces derniers étant, de plus en plus, déguisées en « améliorations qualitatives » qui conduisent, au niveau agrégé, à une exagération de la croissance en volume de la production et à une sous-estimation systématique de l'inflation. Celle-ci n'apparaît pas davantage dans l'évolution globale des prix à la consommation, déconnectés des prix de gros et presque complètement contrôlés administrativement. Au stade de la demande finale, les symptômes de cette inflation rampante et masquée sont ceux du rationnement quantitatif du pouvoir d'achat des encaisses monétaires des ménages : pénuries et files d'attente, accumulation « forcée » d'épargne liquide ⁽⁶⁾ et développement du marché noir.

L'inflation, qui n'est apparue ouvertement que dans les pays où les prix de détail ont été effectivement libérés, soit par décision politique, soit par généralisation du marché noir, est alimentée par une création monétaire incontrôlée et « accommodante ». L'organisation bancaire est en effet conçue pour satisfaire systématiquement les besoins de financement des entreprises et de l'État, la distinction formelle entre la « monobanque », les entreprises et l'État étant largement artificielle et comptable.

Les investissements des entreprises sont financés, dans des proportions variables, par l'autofinancement, les subventions publiques et le crédit bancaire. Celui-ci est accordé automatiquement, selon les directives du plan, et assorti de taux d'intérêt généralement très bas, souvent inférieurs au taux d'inflation effectif. La banque n'exerce aucun contrôle sur la rentabilité du projet, ni sur la situation financière de l'entreprise. Dans la mesure où les dirigeants sont incités à exprimer une demande « boulimique » d'investissements, quitte, souvent, à ne réaliser ensuite le projet que très lentement, voire à laisser inutilisés les équipements installés, l'expansion du crédit bancaire tend à être plus rapide que celle de la production. Une telle tendance est encore renforcée par le fait que les entreprises ne peuvent être déclarées en faillite, ce qui conduit souvent la banque à accorder des crédits pour couvrir

(6) Sur les mesures de l'épargne « forcée » et de l'excès de pouvoir d'achat distribué aux ménages, voir : ONU, 1990, repris dans les différents articles-pays de cette étude.

les coûts de fonctionnement des entreprises en difficulté et des moratoires sur leurs dettes passées. Ainsi, le phénomène de la « contrainte budgétaire molle » (Kornai, 1980) des entreprises joue-t-il, à plusieurs niveaux, un rôle majeur dans l'expansion excessive du crédit bancaire, donc de la masse monétaire.

Le financement par subventions publiques ne diffère du précédent qu'en apparence. Les recettes fiscales sont, pour une bonne part, prélevées sur les bénéfices des entreprises d'État à des taux variables, résultant souvent d'une négociation entre l'entreprise et les autorités publiques : le partage du financement de l'investissement entre autofinancement et subvention d'État est, de ce fait, assez discrétionnaire et arbitraire, sans réelle signification économique. Pour le reste, les prélèvements fiscaux sont essentiellement des taxes sur les produits « de luxe » ou importés ; et, du côté des dépenses publiques courantes, une part substantielle du budget est consacrée à des subvention permettant de maintenir les prix de vente de nombreux produits courants bien en-deçà de leurs coûts de production — tels qu'ils résultent de la fixation des prix de gros et des salaires. Le résultat net, en termes budgétaires, de ces interventions dans le système des prix de détail dépend donc des objectifs de la tarification des biens de consommation, mais tend à faire apparaître un déficit courant du budget qui, lui aussi, est presque entièrement financé par création monétaire ⁽⁷⁾.

La tendance à une création monétaire excessive par le système bancaire est donc le résultat de la validation automatique par celui-ci des déficits enregistrés dans le secteur d'État (Grossman, 1989), les déficits étant eux-mêmes engendrés par l'existence d'une « contrainte budgétaire molle » pour les entreprises comme pour l'État, par le maintien d'un système de prix de détail artificiellement déconnectés des coûts de production et par les profondes déficiences du système fiscal. Le résultat de ces processus est un état de « surliquidité » permanente et qui va s'aggravant (Aglietta *et al*, 1990). Dans un système de prix administrés, il s'ensuit nécessairement un rationnement des consommateurs, qui limite le pouvoir libératoire de la monnaie — attribut essentiel sur lequel se fonde le désir de sa détention par les agents économiques —, en la rendant partiellement inconvertible en termes de biens sur le marché intérieur. Ce phénomène d'« infongibilité » de la monnaie (Aglietta, 1990), déjà observé dans les économies d'Europe occidentale au lendemain de la Seconde guerre mondiale, est aujourd'hui particulièrement marqué en URSS ⁽⁸⁾ où il encourage le développement du marché noir et la « fuite devant la monnaie » avec, en particulier, le recours de plus en plus répandu, aux devises étrangères dans les transactions entre résidents — la « dollarisation » de l'économie, caractéristique, ailleurs (Israël, Amérique latine), des épisodes d'hyperinflation.

(7) Au cours des années récentes, plusieurs gouvernements ont, dans le cadre des réformes financières, cherché à modifier cet état de fait en développant des instruments de dette publique non bancaire, détenus par les ménages. En URSS, l'existence d'un déficit public — de l'ordre de 10 % du PMN en 1989 et croissant — n'a été admise que récemment par les autorités. Encore la pratique consistant à inscrire en recettes courantes les crédits accordés par la banque centrale à l'État n'a-t-elle pas disparu des plus récents documents budgétaires (Lavigne, 1990).

(8) Dans les pays où les prix ont été partiellement ou totalement libérés — Hongrie, Pologne et Yougoslavie —, l'excès de création monétaire tend à produire de l'inflation.

La multiplicité des taux de change

A la différence des situations d'hyperinflation ouverte, dans lesquelles la monnaie nationale se trouve dépouillée de ses fonctions essentielles — en particulier celles d'unité de compte et de réserve de pouvoir d'achat —, c'est avant tout l'existence de possibilités d'arbitrages avantageux — généralement illégaux — entre différents compartiments du marché qui, en présence de surliquidité dans une économie administrée, incite à la détention et à l'usage, pour les transactions internes, de devises étrangères. La gestion administrative différenciée des taux de change engendre inévitablement de telles possibilités d'arbitrage, dont seul le contrôle strict de toutes les transactions des agents économiques peut empêcher la mise à profit ; le moindre relâchement du contrôle donne libre cours à de telles activités, qui constituent une manière peu efficace et injuste de résoudre les problèmes d'affectation des ressources dans une économie rationnée ⁽⁹⁾.

La manifestation la plus visible de ces opportunités est la multiplicité des taux de change de la monnaie nationale en devises. Ainsi, en URSS, coexistent actuellement quatre taux de change du rouble en dollar — taux de change officiel, touristique, du marché aux enchères légal et du marché noir — dont les écarts sont dans un rapport d'environ 1 à 30 (Aglietta, 1990) ⁽¹⁰⁾.

Mais les possibilités d'arbitrage concernent aussi, et dans des proportions sans doute plus importantes, les entreprises qui ont des relations d'échange avec l'étranger : les coefficients de conversion utilisés pour convertir les prix du commerce extérieur en prix intérieur sont, en effet, très divers ⁽¹¹⁾ et induisent des comportements d'offre et de demande sans rapport avec l'utilisation efficace des ressources productives.

Les fonctions d'un système monétaire et financier

De même que, dans le domaine du vivant, la pathologie permet souvent de mieux comprendre la physiologie, l'étude des profondes carences des systèmes monétaires des économies centralement plani-

(9) Peu efficace, parce que les ajustements de prix permettraient un meilleur ajustement de l'offre et de la demande de biens sur chaque marché (cf ci-après) ; injuste, parce que tous les agents privés ne bénéficient pas du même accès aux devises.

(10) Le rapport entre les deux taux de change administrés — officiel et touristique — est déjà de 1 à 10 : en septembre 1990, ils étaient respectivement de 0,57 et 5,7 roubles par dollar.

(11) Selon Aglietta (1990), la fourchette maximale de ces taux de conversion est de 0,128 à 4,22 roubles par dollar, soit un rapport d'environ 1 à 30, proche de celui qui relie le taux officiel à celui du marché noir ; mais l'essentiel des marchandises est échangé à des taux de conversion compris entre 1,28 et 4,22 roubles par dollar.

fiées met en lumière, plus clairement, sans doute, que l'observation des mécanismes monétaires et financiers des économies occidentales, les fonctions essentielles que doit accomplir un système monétaire et financier « sain ». En préalable à l'analyse des tentatives de réforme, passées et actuelles, dans certains pays de l'Est, une brève description des principaux rôles, microéconomiques et macroéconomiques, de la monnaie et du crédit permet d'identifier les raisons des échecs enregistrés par les réorganisations tentées jusqu'à présent et de distinguer l'essentiel de l'accessoire dans les expériences en cours.

Prix de marché : coordination et sanction

Quelles que soient les relations causales que l'on privilégie, il apparaît clairement que mécanisme monétaire et système de prix sont très intimement liés, dans la mesure où la monnaie n'a de valeur que parce qu'elle représente un pouvoir d'achat. Le système de prix et le système monétaire ont en commun des fonctions de médiation des échanges et présentent, l'un et l'autre, des caractéristiques de biens publics : ce sont avant tout des mécanismes de coordination des décisions économiques des agents et de transmission de l'information dans un système économique décentralisé.

Dans un contexte de marché libre, c'est la variation des prix qui opère la réconciliation entre les offres et les demandes des différents biens et services, qu'il s'agisse des services des facteurs de production — capital et travail — ou des biens et services destinés aux utilisateurs finals — les consommateurs. Ce rôle de coordination des décisions décentralisées va de pair avec celui de « sanction » que remplit la variation des encaisses des agents et qui s'exprime au travers de la contrainte budgétaire — ou, plus généralement, de la contrainte de solvabilité — à laquelle ils sont soumis : à l'échelon microéconomique, celle-ci assure une certaine cohérence des décisions d'achat et de vente de chacun des agents ; au niveau agrégé, elle est la condition d'équilibre de l'offre et de la demande globales.

Dès lors, un degré raisonnable de flexibilité de la plupart des prix ⁽¹²⁾ — c'est-à-dire une certaine faculté de réponse des prix aux excès d'offre ou de demande qui se manifestent sur les marchés — apparaît comme une condition nécessaire au bon fonctionnement d'une économie monétaire dans laquelle une partie au moins des décisions économiques sont décentralisées. En l'absence d'une telle flexibilité, les ajustements ne peuvent s'opérer que par des rationnements quantitatifs des offres ou des demandes et se traduisent, au niveau agrégé, par un déséquilibre monétaire. De ce fait, la réforme monétaire et financière interne d'une économie centralement planifiée ne peut avoir d'effets que si elle s'accompagne de la libéralisation d'une fraction importante des prix.

(12) L'existence de rigidités ou « viscosités » de prix et de salaires dans les économies de marché témoigne de la possibilité, pour une économie monétaire, de fonctionner de manière relativement satisfaisante sans que les prix soient tous parfaitement flexibles. Cette question a fait l'objet de très nombreuses analyses dans le cadre des modèles dits « de déséquilibre ».

Épargne et investissement : intermédiation financière

Alors que le système monétaire, de concert avec le système de prix, doit assurer la coordination des décisions présentes des agents, c'est au système financier qu'incombe la réconciliation des décisions intertemporelles. Dans ce bref rappel des objectifs qu'il convient d'assigner à la réforme, cette fonction mérite d'être soulignée, dans la mesure où elle est quasi absente des mécanismes en vigueur dans les économies planifiées : la couverture des besoins de financement y est, en effet, assurée par des transferts budgétaires et des crédits bancaires, selon des décisions centralisées, tandis que les capacités de financement — essentiellement l'épargne des ménages — ne disposent pas d'autres exécutoires que l'accumulation d'épargne liquide ou à terme et, éventuellement, l'acquisition de biens durables et de logement ; épargne et investissement ne sont, en pratique, pas confrontés.

Dans une économie décentralisée, les agents qui ont des besoins de financement — essentiellement les entreprises qui investissent, les ménages qui acquièrent des biens durables et l'État lorsqu'il doit financer un déficit budgétaire — ont recours à des instruments de financement très divers, tant par leur terme d'échéance que par leur mode de rémunération ; ceux qui dégagent une capacité de financement — principalement les ménages qui épargnent, mais aussi certaines entreprises — disposent d'instruments de placement également variés ; rien cependant, ne garantit la coïncidence des deux structures, celle des financements et celle des placements, dont chacune résulte de décisions autonomes des agents, prises sur la base de leurs préférences et des coûts ou rendements des différents instruments. La tâche du système financier — banques, assurances, institutions financières et marchés financiers — est donc de réconcilier ces offres et demandes, soit par confrontation directe sur les marchés, soit par l'intermédiation et la transformation bancaires.

La part respective des marchés et des intermédiaires institutionnels est, en pratique, très variable, dans le temps et selon les pays, parmi les économies de marché, même si la tendance des années récentes a été dans le sens d'une extension du rôle des marchés financiers.

Du côté des entreprises, le financement est assuré par les fonds propres — autofinancement et appel direct au marché boursier — et par l'endettement, qui prend la forme de crédits bancaires ou d'obligations offertes sur le marché. Dans la perspective d'organisation d'un système financier décentralisé dans les pays de l'Est, les options envisageables sont, *a priori*, nombreuses⁽¹³⁾ ; elles peuvent être schématiquement regroupées en deux grandes catégories, selon la distinction proposée par Hicks (1974, 1988) entre les modes de financement dominants : une économie « de fonds propres », dans laquelle prédominent les financements par l'intermédiaire des marchés ; une économie « de découvert »

(13) Voir, à ce propos, les discussions et propositions contenues dans De Cecco (1989) et Nuti (1989).

— souvent appelée économie d'endettement —, où le rôle du système bancaire est prépondérant.

Du côté des ménages, les demandes de placement sont également variables selon les pays. Les déterminants de la structure de placements qui caractérise une économie décentralisée sont nombreux. Outre la plus ou moins grande aversion à l'égard du risque et les caractéristiques de rendement — net d'impôt — et de liquidité des placements, que mettent en lumière les analyses des choix de portefeuille dans les économies occidentales, certains aspects institutionnels ont une incidence majeure sur cette structure : la réglementation bancaire et financière conditionne la liberté d'accès des ménages aux différents types de placements et la nature des instruments offerts ; les modes de financement du logement ont des implications pour les choix de ménages ; enfin et surtout, le système de protection sociale et de retraite en vigueur incite les ménages à accumuler une épargne de précaution et de retraite plus ou moins importante selon la part qui est prise en charge par les régimes publics, les cotisations constituant, dans ce cas, une alternative à l'épargne. Sur ces aspects également, la gamme de choix institutionnels possibles est vaste, si l'on en juge par la diversité des systèmes occidentaux.

Quant au besoin de financement du secteur public, la manière dont il est couvert — appel au crédit du système bancaire (banque centrale ou banques secondaires) ou émission de titres publics vendus aux agents non bancaires (ménages et entreprises) — conditionne, dans une large mesure, la politique monétaire (voir ci-après).

Relations économiques extérieures

L'agrégation des capacités et besoins de financement des agents résidents d'un pays détermine le solde de la balance des transactions extérieures courantes, ou solde courant, qui, par identité comptable, représente la capacité de financement de la nation (ou besoin, lorsque le solde est négatif). Dans les économies occidentales, les mouvements « spontanés » de capitaux permettent de couvrir, en tout ou en partie, un éventuel besoin de financement ; pour le reste, l'ajustement fait intervenir l'endettement extérieur et, selon le régime de change, des variations du taux de change ou des réserves officielles. C'est, très succinctement exposé, l'aspect financier de ce que l'on entend généralement par « contrainte extérieure ».

L'organisation des paiements extérieurs des pays du CAEM selon le principe du bilatéralisme aboutit, en pratique, à un fractionnement de cette « contrainte extérieure » globale en une multiplicité de contraintes bilatérales, l'absence de mécanismes de compensation et l'inconvertibilité des monnaies interdisant la globalisation des déséquilibres bilatéraux entre pays, voire, dans une certaine mesure, entre agents résidents de différents pays⁽¹⁴⁾. Parce qu'il contraint au respect d'un quasi éqili-

(14) L'inexistence d'un marché des changes et le maintien administratif de taux de change multiples constituent des obstacles à la compensation, entre agents résidents, des paiements en devises.

bre des relations commerciales avec chacun des pays partenaires, cet état de fait constitue une entrave considérable au développement des échanges de marchandises et des mouvements internationaux de capitaux.

Outre le fait, déjà souligné, qu'elle introduit de profondes distorsions dans le système de prix ⁽¹⁵⁾ — donc dans les incitations auxquelles sont soumis les agents —, la pratique de taux de change multiples engendre des restrictions sur les flux financiers, parce qu'elle implique un contrôle administratif détaillé des transactions. L'unification des taux de change et la mise en place de véritables marchés des devises — l'une et l'autre pouvant être progressives (voir ci-après) — apparaissent indispensables à l'ouverture financière des économies de l'Est, qui est elle-même le complément nécessaire du développement des échanges commerciaux et d'un système financier interne assurant le financement de besoins d'investissement dont tout indique qu'ils excéderont, pendant la phase de transition, les capacités d'épargne des agents résidents ⁽¹⁶⁾.

Régulation macroéconomique

L'abandon du système de planification centralisée et de gestion administrative des décisions (micro-) économiques n'implique, évidemment, pas le renoncement à toute forme de contrôle par l'État de l'activité économique. L'expérience des économies occidentales — qui sont, en réalité, des économies mixtes, plutôt que des économies de marché — suggère ⁽¹⁷⁾ qu'en dehors des secteurs que l'on décide, pour des raisons économiques ou autres, de maintenir sous le contrôle direct de l'État, celui-ci doit pouvoir disposer d'instruments permettant la régulation macroéconomique de l'activité, de façon à en assurer la stabilité et, éventuellement, l'orientation à moyen et long termes. Si la planification indicative, à laquelle les débats dans certains pays de l'Est se réfèrent volontiers, constitue certes un moyen de régulation, elle ne peut fonctionner efficacement sans mécanismes incitatifs. Plus généralement, la régulation macroéconomique implique que l'État dispose d'instruments ayant une incidence globale sur l'ensemble de l'économie, quelles que soient, ensuite, les modalités spécifiques de cette régulation.

Les agrégats monétaires — monnaie et crédit — et les variables financières — taux d'intérêt et taux de change — sont, avec la politique budgétaire, des éléments essentiels de la régulation macroéconomique, dont les impératifs doivent donc être pris en compte dans la mise en

(15) Il est concevable que certains pays choisissent de ne libéraliser que partiellement les échanges de marchandises, comme c'est, après tout, le cas dans leur nombre d'économies de marché. Toutefois, dans ce cas, un système de droits de douane est préférable aux taux de change multiples.

(16) La libéralisation des changes mettra également un terme aux marchés noirs qui sont florissants dans ces pays, ce qui aura des effets bénéfiques sur les recettes fiscales des États et, accessoirement, sur la qualité des statistiques économiques.

(17) Sans toutefois le démontrer, puisque le laisser-faire complet dont certains économistes, dans la lignée de Hayek, se font les avocats, n'a, en pratique, jamais été mis en œuvre.

place de systèmes monétaires et financiers décentralisés et ouverts. Pour être en mesure d'influencer les évolutions des objectifs intermédiaires de la politique monétaire — interne et extérieure — que constituent les agrégats et variables financiers, les autorités monétaires, dont le degré d'autonomie à l'égard des autorités politiques reste, dans la plupart des pays de l'Est, à définir, doivent disposer d'instruments d'intervention, directe ou indirecte, sur le système monétaire et financier. Dans ce domaine également, les options sont nombreuses, si l'on en juge à la lumière des pratiques passées et présentes des économies occidentales : encadrement du crédit, contrôle des agrégats monétaires ou gestion des taux d'intérêt sont les principales alternatives en matière de politique monétaire interne ; changes fixes et changes flexibles représentent les cas polaires dans le champ des relations monétaires extérieures.

Les modalités pratiques de mise en œuvre de ces options sont encore plus diverses : réescompte ou *open-market*, réserves obligatoires, etc., pour la gestion monétaire interne ; contrôle des changes, double marché des changes, etc..., pour influencer les évolutions du taux de change. L'élaboration des nouveaux systèmes monétaires et financiers comporte donc des aspects institutionnels — règles prudentielles et, plus généralement, réglementation bancaire et financière — déterminants pour les possibilités de régulation macroéconomique et, par là même, pour la stabilité future de ces économies.

Quelques enseignements des expériences passées

Le bref passage en revue, qui précède, de quelques-unes des caractéristiques majeures du fonctionnement d'un système monétaire et financier décentralisé, s'il a pu paraître énoncer des traits bien connus des économies occidentales, laisse entrevoir les raisons qui expliquent l'échec des tentatives passées de réforme financière dans les pays de l'Est où des mouvements de décentralisation ont été effectivement mis en œuvre au cours des dernières décennies ⁽¹⁸⁾.

Les principales tentatives de réforme

Avant même l'initialisation, dans la deuxième moitié des années quatre-vingt, des processus de transformation radicale en cours dans les économies de l'Est, plusieurs de ces pays avaient entrepris, de longue date, des réformes de leurs institutions monétaires et financières, accompagnées d'une certaine ouverture. C'est le cas notamment de la

(18) Plusieurs des vagues de réformes économiques observées dans ces pays — en particulier les réformes de 1965 en URSS — n'ont pratiquement pas affecté leur système monétaire et financier, ce qui, là aussi, contribue à expliquer leur échec relatif.

Hongrie et de la Yougoslavie, dont les orientations passées inspirent, dans une large mesure, les décisions prises actuellement en URSS ou en Bulgarie, par exemple ⁽¹⁹⁾. En **Hongrie**, dont la tradition des réformes économiques visant l'introduction de mécanismes de marché est longue, le système de monobanque a été remplacé par un ensemble de banques sectorielles, spécialisées selon les réseaux de collecte de l'épargne et de distribution des financements et contrôlées par une banque centrale ; des marchés financiers — essentiellement obligataires — ont été développés ; et les autorités ont libéralisé progressivement les échanges extérieurs, autorisant les transactions directes des entreprises résidentes sur les marchés occidentaux et favorisant les entrées de capitaux étrangers, tout en facilitant l'émergence d'un nouveau marché des changes par l'unification des taux et le recours à plusieurs dévaluations de la monnaie nationale (Antal, 1989). En **Yougoslavie**, où a été développé, depuis les années cinquante, un modèle original de socialisme auto-gestionnaire de marché, le système bancaire a fait l'objet d'une décentralisation extrême : les banques centrales des républiques fédérées ont été dotées d'une autonomie quasi complète à l'égard de la banque fédérale, en matière de contrôle de la création monétaire ; et un système de petites banques coopératives, directement gérées par les entreprises, a été mis en place. Parallèlement, une vigoureuse politique d'ouverture de l'économie sur les marchés mondiaux était poursuivie : développement des marchés des changes, libéralisation des transactions en devises, encouragement des *joint-ventures* et autres formes de participation étrangère, etc.

Plus récemment, les autres pays du CAEM ont également pris des mesures de décentralisation institutionnelle de leur système bancaire et entamé des processus similaires de libéralisation des relations financières avec l'extérieur.

Insuffisances et incohérences

S'il est encore trop tôt pour juger des effets des tentatives les plus récentes ⁽²⁰⁾, l'échec des réformes hongroises et yougoslaves est dès à présent patent, du moins en matière monétaire et financière. En effet, les tendances de fond observées dans ces pays ne diffèrent pas sensiblement, dans ce domaine, des déséquilibres monétaires décrits dans la deuxième section : l'inflation — réprimée ou latente dans les économies dont les prix sont encore administrés — est partiellement ouverte en Hongrie et tend à s'accélérer, tandis qu'elle a dégénéré en hyperinflation en Yougoslavie l'an passé ; les monnaies nationales ont été déva-

(19) Pour des descriptions plus détaillées, voir les études par pays contenues dans ce volume ; voir également Kessides *et al.*, eds. (1989).

(20) La Pologne, qui a, pendant dix ans, mené des réformes comparables à celles des autres pays de l'Est et tente, depuis un an, un « saut » dans le marché, constitue un cas particulier qui ne sera pas explicitement traité ici. Voir l'étude « Pologne » et Nuti (1990). Par ailleurs, les revendications des républiques soviétiques en matière de souveraineté politique et d'autonomie économique et monétaire, si elles n'ont pas eu, jusqu'à présent, de traduction concrète dans le domaine financier, risquent fort d'entraîner la Fédération sur la voie Yougoslave. Voir l'étude « URSS » dans ce volume.

luées à plusieurs reprises et le développement des relations économiques avec les pays occidentaux a engendré de profonds déséquilibres des échanges extérieurs et un endettement croissant.

Pourquoi de telles réformes, qui semblaient, *a priori*, aller dans le « bon » sens, c'est-à-dire vers davantage de décentralisation des décisions économiques, n'ont-elles abouti qu'à l'aggravation des déséquilibres ou du moins à leur manifestation ouverte ? Les raisons de l'échec sont multiples et l'on cite souvent leur manque d'application effective et les actes de « sabotage » de la bureaucratie, la mauvaise gestion d'institutions dont les bases seraient foncièrement saines... Mais, plus fondamentalement, il apparaît que l'incapacité de ces réformes à porter remède aux déficiences des systèmes antérieurs et à engendrer la stabilité monétaire est due aux insuffisances et aux incohérences qui les caractérisent.

En premier lieu, les réformes n'ont pas conféré aux banques centrales nouvellement créées les moyens nécessaires au contrôle de la création monétaire. Ceci est particulièrement clair dans le cas yougoslave, où l'extrême décentralisation du système bancaire a privé la banque centrale fédérale de tout pouvoir réel sur le plan interne ; mais cela vaut également pour la Hongrie, où les politiques de crédit des banques spécialisées échappaient largement à l'emprise de la banque centrale. Ensuite, l'instauration d'une segmentation géographique et sectorielle des activités bancaires a empêché le développement de la concurrence entre banques et l'intégration, à l'échelle nationale, des circuits d'épargne et de financement. En outre, la réglementation restrictive sur les taux d'intérêt et sur les instruments de placement a engendré des taux d'intérêt réels négatifs : les entreprises n'ont, de ce fait, pas été incitées à économiser sur les emprunts, mode de financement privilégié, sinon unique, de l'investissement, tandis qu'aucun mécanisme de rationnement quantitatif efficace n'était en place.

Plus généralement, les réformes ne se sont pas accompagnées d'un renforcement des contraintes budgétaires des agents ayant des besoins de financement ⁽²¹⁾. C'est le cas des entreprises qui, pour une part, ont été autorisées à augmenter certains prix et, surtout, n'ont pas été soumises à une véritable contrainte de financement, dans la mesure où l'accès au crédit est demeuré très libre et peu onéreux et où l'État a continué de subventionner les investissements et les productions déficitaires. C'est aussi le cas de l'État, le maintien de prix administrés et de subventions élevées engendrant des déficits publics croissants, largement monétisés à travers le système bancaire.

En définitive, il apparaît donc que la réforme financière ne peut être efficace que si elle s'accompagne d'un ensemble de mesures cohérentes de libéralisation et de renforcement des contraintes financières dans les autres secteurs de l'économie. La libéralisation des prix et l'instauration d'une véritable concurrence entre les entreprises sont des éléments essentiels de cet ensemble, puisqu'ils assurent, avec une tarification plus rigoureuse du crédit, la possibilité d'une gestion écono-

(21) Kornai (1990) insiste beaucoup sur ce point.

mique des entreprises, tout en permettant l'allègement du fardeau que constituent, pour le budget de l'État, les subventions liées au système de prix administrés et au financement de l'investissement productif. Mais l'assainissement financier doit également passer par une réforme fiscale qui mette un terme aux prélèvements excessifs de l'État sur les profits des entreprises, tout en lui garantissant des recettes suffisantes pour éviter des déficits publics chroniques, dont la monétisation est inéluctable.

Libéralisation et privatisation à outrance ?

Si les incohérences introduites par des tentatives de réforme partielle du système économique sont la cause profonde des échecs enregistrés jusqu'à présent ⁽²²⁾, faut-il en conclure que seule une transformation immédiate — de type « *big bang* » — et une libéralisation et privatisation complètes permettraient de résoudre les problèmes ? Kornai (1990) semble le penser, et avec lui, certains économistes ; c'est aussi la démarche annoncée du gouvernement polonais et, depuis peu, des autorités soviétiques.

Dans des économies où les excès du contrôle administratif et de la monopolisation peuvent être tenus pour responsables des dérèglements et de la quasi asphyxie actuels, il est certes vital d'introduire des doses massives de concurrence et de marchés libres. On peut néanmoins s'interroger sur la part qu'il convient d'accorder aux mécanismes de marché et au secteur privé dans ces économies. L'analyse économique et l'expérience des économies occidentales suggèrent qu'il n'est pas souhaitable que toutes les activités soient confiées au secteur privé sans contrôle gouvernemental : il existe en effet de bonnes raisons économiques — externalités, économies d'échelle, imperfection des marchés en matière d'information —, politiques — volonté de contrôle de certains secteurs « stratégiques » ou vitaux, d'orientation de la croissance... — et sociales — protection de certaines catégories, encouragement ou découragement de certains choix et comportements... — de maintenir, sous diverses formes, des possibilités d'intervention, directe ou indirecte, de l'État sur l'économie. En outre, l'analyse moderne des systèmes d'organisation économique démontre qu'à l'intérieur même du secteur privé, la coordination des décisions des agents peut s'effectuer, selon des proportions variables, par des mécanismes de type hiérarchique — à l'intérieur des organisations — ou de type concurrentiel — entre organisations et entre agents (Williamson, 1976). Tout ceci tend à indiquer qu'il existe diverses options possibles en matière d'organisation des activités économiques et que tant le mode d'organisation le plus efficace que le meilleur compromis entre efficacité et équité dépendent à la fois des priorités de la société concernée et des circonstances économiques qui prévalent, mais que la privatisation et la libéralisation complètes ne sont pas, *a priori*, souhaitables.

(22) Aslund (1989) développe cet argument à propos des réformes engagées en Union soviétique.

En matière monétaire et financière, l'introduction de décentralisation et de concurrence dans les circuits de financement et dans le mode de contrôle de gestion des entreprises peut se faire selon des modalités diverses. Les expériences italienne et française montrent que l'existence d'un secteur public important et le maintien d'un secteur bancaire nationalisé substantiel ne sont pas incompatibles avec un fonctionnement satisfaisant d'une économie décentralisée, pourvu que la gestion publique réponde à des critères économiques et qu'il existe, dans ces secteurs, une certaine concurrence. De même, comme on l'a indiqué précédemment, le financement et le contrôle des entreprises font intervenir, dans des proportions variables selon les pays, fonds propres et endettement, contrôle des actionnaires par l'intermédiaire des marchés boursiers et surveillance par le système bancaire, sans qu'un système apparaisse, en tous points et en toutes circonstances, clairement supérieur à un autre ⁽²³⁾. Et, dans les différentes hypothèses envisageables, les modalités appropriées du contrôle du crédit et de la création monétaire ne seront pas les mêmes.

Mais les échecs des tentatives passées de réforme partielle des systèmes bancaires des pays de l'Est et les dérèglements observés, de temps à autre, dans les économies occidentales suggèrent l'existence d'une « masse critique » de réformes, indispensable à leur succès : il faut introduire, dans l'ensemble du système économique, suffisamment de « discipline de marché » — liberté des prix et des taux d'intérêt, concurrence, contraintes budgétaires « dures » pour la plupart des agents — pour garantir son efficacité et sa stabilité en même temps que la crédibilité du processus de transformation. Cependant, il n'existe pas de système idéal et les contours précis de cette « masse critique » relèvent essentiellement de l'expérimentation empirique : les économies occidentales elles-mêmes font l'objet de redéfinition et de modifications dans un sens ou dans un autre, selon les circonstances et les priorités.

La stabilisation interne

L'une des difficultés majeures des réformes en cours dans les pays de l'Est provient de ce qu'elles se déroulent dans un contexte fortement inflationniste : les errements de la création monétaire ont abouti à l'accumulation d'un pouvoir d'achat excédentaire dont les pénuries, dans un environnement de prix administrés, empêchent qu'il soit dépensé, mais qui engendre une forte pression inflationniste. Dans ces conditions, la libéralisation des prix ne peut que se traduire par une poussée d'inflation, qui risque de dégénérer en hyperinflation si des mécanismes de contrôle suffisamment efficaces et une politique stricte de stabilisation ne sont pas mis en place. La stabilisation implique une phase de rigueur monétaire, avec, en particulier des taux d'intérêt réels positifs, qui entraînera inévitablement, comme on a pu l'observer déjà en Pologne ou en Yougoslavie, des pertes de production et, si des contraintes budgétaires « dures » ont été instituées, des faillites d'entre-

(23) De Cecco (1989) préconise, pour les pays de l'Est, la mise en place d'un système de type « endettement », de préférence au recours aux marchés financiers.

prises : la montée du chômage est quasi inéluctable, transitoirement du moins.

La résorption des déséquilibres accumulés nécessite un ajustement des stocks réels, c'est-à-dire la réduction du pouvoir d'achat des encaisses excédentaires. L'expérience historique des économies de marché montre qu'un tel résultat peut être atteint de deux manières : l'inflation ou la réforme monétaire. Dans un contexte comparable aux conditions actuelles des économies de l'Est — prix administrés, rationnements et demande excédentaire —, les gouvernements d'Europe occidentale ont généralement eu recours à des réformes monétaires pour accompagner le processus de libéralisation de leurs économies au lendemain de la Seconde guerre mondiale. Les modalités en ont été diverses ⁽²⁴⁾, mais le principe est toujours de créer une nouvelle unité monétaire et d'organiser un échange d'actifs, à des taux variables selon les pays, la nature des actifs échangés, l'identité du détenteur, etc... Outre qu'elle permet un contrôle fiscal des patrimoines et la confiscation éventuelle des fortunes accumulées illégalement, une telle réforme monétaire présente l'avantage de résorber, de manière contrôlée, la demande excédentaire. Mais elle peut se révéler politiquement difficile à mettre en œuvre et ne suffit en aucun cas à la stabilisation interne.

En effet, la libéralisation des prix se traduit inévitablement par un ajustement à la hausse du niveau général des prix, étant donné que la plupart des consommations courantes étaient subventionnées. Ce mouvement peut, à lui seul, suffire à éroder le pouvoir d'achat des encaisses excédentaires, mais risque aussi de se transmettre aux augmentations de salaires, enclanchant une spirale inflationniste. Pour assurer la stabilité monétaire interne, qui implique nécessairement une perte temporaire de pouvoir d'achat, il est donc indispensable de mettre en place des mécanismes de contrôle des augmentations de prix et de salaires, les « disciplines » de marché risquant fort de se révéler insuffisantes. La libéralisation des prix ne peut, dès lors, pas être immédiate et complète : il convient de substituer au contrôle administratif des procédures de régulation — politique des revenus, « surveillance » de certains prix — qui évitent un dérapage dans l'hyperinflation ⁽²⁵⁾. Au cours de cette phase de transition et de stabilisation, le rôle de la politique de change apparaît également déterminant.

(24) Sur les réformes monétaires de l'après-guerre, voir Kirman et Reichlin (1990).

(25) D'où le paradoxe apparent de la mise en place de blocages des prix et de politiques des revenus concurremment à la libéralisation, en Yougoslavie et en Union soviétique notamment. Là encore, c'est la crédibilité du processus de réforme qui est en jeu.

La transition vers la convertibilité

Etant donné le fonctionnement du contrôle administratif des échanges extérieurs dans les économies centralement planifiées, la libéralisation du commerce extérieur et celle des transactions financières avec les non résidents constituent les deux volets indissociables de l'ouverture de ces économies sur les marchés mondiaux. Les enjeux de cette ouverture sont considérables, pour ces pays comme pour le reste du monde, notamment pour les économies de l'OCDE. Ces dernières devraient en effet bénéficier de l'émergence de nouveaux marchés pour leurs produits — même si cela ne peut être qu'au prix d'une concurrence accrue dans certains secteurs — et de nouvelles opportunités d'investissements directs et de placements. Pour les économies de l'Est, l'ouverture financière est nécessairement partie intégrante du processus de transition : en premier lieu, parce qu'elle est indispensable au développement des échanges commerciaux, qui permettront d'introduire rapidement de la concurrence dans des marchés caractérisés jusqu'à présent le plus souvent par l'existence de monopoles, et d'orienter, à terme, les spécialisations ; ensuite parce qu'elle facilitera, à court-moyen terme, le redressement des économies en autorisant l'importation d'équipements et de technologies de pointe et en permettant le financement par les non résidents.

Le processus d'ouverture financière comporte, en réalité, plusieurs aspects qui peuvent être distingués analytiquement et dont la mise en œuvre peut n'être que progressive. Dans ce domaine comme dans ceux abordés précédemment, différents degrés de libéralisation sont possibles et plusieurs options sont envisageables en matière d'organisation des marchés et de politiques de change : il aura fallu près d'une décennie pour que les économies d'Europe occidentale parviennent, après la Seconde guerre mondiale, à rétablir la convertibilité de leurs monnaies (Kirman et Reichlin, 1990) ; et des restrictions aux transactions financières extérieures ont été maintenues, dans la plupart de ces pays, jusqu'à une date récente ; en outre, les politiques de change menées par les pays occidentaux au cours des quarante dernières années ont été — et demeurent — fort diverses.

Les voies de l'ouverture financière

Si la multilatéralisation des paiements et l'unification des taux de change — au moins pour les transactions commerciales — sont indispensables à l'essor du commerce extérieur des pays de l'Est, si la libéralisation des conditions d'investissement direct des non résidents est souhaitable pour faciliter le financement de leur transformation structurelle et de leur développement, le passage immédiat à la convertibilité des monnaies et à la liberté complète des transactions financières avec l'extérieur présente néanmoins des risques considérables et

paraît difficilement réalisable, en pratique, pour la plupart de ces pays, étant donné les profonds déséquilibres qui constituent les conditions initiales de l'expérience.

Dans une économie où les pressions inflationnistes sont fortes, l'instauration sans transition de la convertibilité interne de la monnaie — c'est-à-dire la libéralisation des transactions en devises des agents résidents — risque d'engendrer une fuite devant la monnaie nationale se traduisant à la fois par une dollarisation de l'économie et par des sorties massives de capitaux, selon des schémas désormais bien connus dans plusieurs pays latino-américains et dont les manifestations, plus ou moins illégales, sont déjà observables dans certaines économies de l'Est — en URSS notamment. En outre, décréter la convertibilité interne sans avoir, au préalable, mis en place des institutions financières suffisamment concurrentielles ne pourrait que se traduire par une grande instabilité du change : sur les marchés des changes des pays développés, ce sont en effet les banques qui effectuent l'essentiel des transactions et jouent, dans l'ensemble, un rôle stabilisant. Une libéralisation trop rapide pourrait également fausser le jeu de la concurrence sur les marchés financiers, en conférant aux institutions occidentales qui s'implanteraient, un avantage initial. Plus généralement, on ne saurait minimiser le risque de voir les entreprises et les banques étrangères profiter de l'état de sous-développement relatif des systèmes financiers de l'Est pour acquérir à bon prix la fraction la plus rentable du capital productif et du capital financier de ces économies à l'occasion de leur privatisation. Ainsi, la libéralisation des transactions financières, qui a, au cours des années soixante-dix et quatre-vingt, favorisé l'endettement extérieur des pays qui l'avaient amorcée — Hongrie, Pologne, Roumanie et Yougoslavie surtout —, engendrerait-elle une autre forme de dépendance à l'égard des non résidents ⁽²⁶⁾.

Un certain gradualisme étant souhaitable en matière d'ouverture financière, on peut concevoir une grande variété de modalités pratiques et de séquences possibles pour sa mise en œuvre ⁽²⁷⁾. Sans entrer dans une présentation détaillée de toutes les voies envisageables, il est possible d'indiquer brièvement certaines priorités. Parmi celles-ci, figurent en bonne place l'unification des taux de change commerciaux, condition nécessaire au développement des échanges et à l'instauration d'une certaine concurrence sur les marchés des produits, et la création, de concert, d'un véritable marché des devises. Une première étape en ce sens a déjà été franchie dans plusieurs pays, avec la pratique de ventes aux enchères de devises (Aglietta, 1990). Par la suite, même s'il faut envisager une certaine libéralisation des mouvements de capitaux, il est concevable de ne l'effectuer que progressivement, en ayant recours soit au double marché des changes — avec un taux pour les

(26) Cette préoccupation, que l'on a pu observer dans les pays occidentaux lors des privatisations, est souvent exprimée par les gouvernements qui se préparent à libéraliser les transactions financières et à privatiser des entreprises. À en juger par les tendances récentes, un tel risque ne peut être totalement écarté, même si relativement peu d'entreprises occidentales investissent actuellement à l'Est. Quant au risque d'endettement bancaire, il est probablement moindre aujourd'hui, l'expérience ayant rendu les banques occidentales plus prudentes.

(27) Voir les discussions dans Nuti (1989), Lavigne (1989) et Aglietta (1990).

transactions financières et un autre pour les transactions courantes —, comme la Belgique, par exemple, l'a longtemps pratiqué, soit à d'autres formes de contrôle des changes. De telles « demi-mesures » sont certes coûteuses en termes d'efficacité des marchés, mais l'expérience des pays occidentaux a montré qu'elles pouvaient, dans une certaine mesure, rendre la transition plus indolore.

Le choix du régime de change

Au-delà de la création d'un marché des changes, se pose le problème du choix d'un régime de change. Sur ce point, il semble qu'étant donné les risques d'instabilité associés aux changes flexibles — volatilité liée à l'étroitesse du marché, spirale inflationniste dans laquelle la dépréciation externe validerait les augmentations de prix et de salaires tout en nourrissant la vague suivante de hausses... —, les avantages d'une fixation du taux de change l'emportent nettement sur les inconvénients, du moins pendant la période de stabilisation. Dans un contexte de libéralisation des prix et des échanges, alors que les pressions inflationnistes restent fortes, la fixité du taux de change fournit en effet un « point d'ancrage » nominal qui favorise la stabilisation des anticipations inflationnistes et renforce la crédibilité de la politique monétaire interne. C'est, en tout cas, ce que tendent à montrer les expériences de stabilisation réussies, en Amérique latine ou en Europe dans le passé ⁽²⁸⁾.

Encore faut-il, cependant, que l'engagement des autorités monétaires à maintenir un taux de change fixe soit lui-même crédible, ce qui implique que de nombreuses conditions soient satisfaites. En particulier, il faut que la politique monétaire interne soit cohérente avec l'objectif de change et que la banque centrale dispose de réserves suffisantes — ou d'accès à des crédits en devises — pour pouvoir défendre la parité en cas d'attaque spéculative. A moyen et long termes, deux choix paraissent conditionner de manière décisive la viabilité d'un régime de change fixe : celui du niveau de taux de change et celui de la devise — ou panier de devises — à laquelle la monnaie nationale est arrimée. Comme l'enseignent les épisodes de désinflation récents — notamment la première moitié des années quatre-vingt dans le Système monétaire européen (SME) —, le choix de la parité reflète un arbitrage délicat entre deux exigences contradictoires : celle de la compétitivité et de la viabilité du régime, qui incite à adopter un niveau bas, éventuellement sous-évalué ; et celle de la lutte contre l'inflation, qui pousse à l'appréciation réelle de la monnaie ⁽²⁹⁾. Quant au choix de la devise qui servira d'ancrage au système monétaire national, il doit répondre à des considérations antagoniques de nature comparable : le souci de stabilité conduit à privilégier la devise la plus stable, tandis que la devise la plus utilisée dans les transactions commerciales et financières avec l'extérieur apparaît préférable si l'on s'attache à minimiser les coûts de

(28) C'est aussi la démarche adoptée en Pologne et en Yougoslavie.

(29) Sur la logique de ce dilemme dans le cadre du SME, voir Le Cacheux et Vasseur (1985), Le Cacheux et Lecointe (1987).

transactions et la variabilité des prix et des rendements des portefeuilles, exprimés en monnaie nationale.

La poursuite de l'intégration régionale et le rôle possible de l'Ecu

Le choix de la devise-pivot pourrait aussi être influencé par l'organisation du système de compensation qui est nécessaire à la multilatéralisation des paiements extérieurs. Un système multilatéral ne peut, en effet, fonctionner sans que des mécanismes de crédit, à court terme ou moyen terme, ne soient mis en place pour faciliter les ajustements. Tous les pays du CAEM étant confrontés à des difficultés similaires, au cours de la phase de transition, il est, dès lors, envisageable de mettre en place une institution régionale de compensation et de crédit, une « Union est-européenne des paiements » (UEEP) dont les structures et le fonctionnement pourraient s'inspirer de ceux de la défunte Union européenne des paiements (UEP), précurseur des Communautés européennes (CE), dont l'histoire semble démontrer qu'il a joué un rôle déterminant dans le passage à la convertibilité des monnaies d'Europe occidentale et dans le développement des échanges intra-européens après la Seconde guerre mondiale ⁽³⁰⁾.

La création d'une institution régionale de paiements, étape intermédiaire vers une multilatération complète, à l'échelle mondiale, aurait l'avantage de s'appuyer sur une structure existante — celle du CAEM — et de préserver certains acquis de l'intégration économique régionale que cette structure a, malgré tout, suscitée : la part des échanges intra-CAEM dans le total du commerce extérieur de ses membres reste prépondérante et les participations croisées dans leurs entreprises ne sont pas négligeables. Certes, cette intégration est en grande partie le fruit des distorsions engendrées par les pratiques antérieures des monopoles d'Etat sur les échanges extérieurs, et il faudrait s'assurer que la nouvelle structure régionale ne fige pas les positions héritées de l'ancienne, mais qu'elle facilite au contraire l'intégration progressive aux marchés mondiaux. Il est vrai également que la polarisation actuelle du CAEM pose un problème sans équivalent dans l'histoire de l'UEP : l'Union soviétique, dont le poids économique surpasse, de beaucoup, celui de tous ses voisins réunis, est le principal fournisseur de matières premières des pays d'Europe orientale et leur premier acheteur de biens industriels ; elle dégage, dans ces échanges, des excédents commerciaux importants que la récente hausse des prix du pétrole pourrait encore accroître (Milewski, 1990). D'une certaine manière, sa position est comparable à celles des Etats-Unis après la guerre ; mais, à la différence de ces derniers, elle est partie intégrante de la zone économique régionale et sa monnaie n'est pas convertible ⁽³¹⁾.

(30) Pour une analyse détaillée de la création, des mécanismes et du fonctionnement de l'UEP, voir Kirman et Reichlin (1990).

(31) En outre, les attitudes politiques adoptées récemment par les gouvernements des pays membres du CAEM ne semblent pas aller dans le sens de la survie de cette institution. Les risques d'une désintégration régionale accélérée sont donc très réels ; elle pourrait se traduire par une contraction brutale des échanges extérieurs des pays autres que l'URSS et une forte baisse des niveaux de vie.

Dans un tel contexte, la Communauté européenne, qui a vocation à devenir le partenaire commercial privilégié des économies d'Europe orientale, pourrait être amenée à jouer un rôle déterminant. Etant donné l'orientation géographique des échanges commerciaux de ces pays, le choix de rattacher leurs monnaies nationales à l'Ecu constituerait un compromis raisonnable entre les impératifs de stabilité et de développement des transactions extérieures (Bofinger, 1990). En outre, l'octroi à ces pays d'un montant limité de réserves en Ecu permettrait la création d'une UEEP, en fournissant la base sur laquelle celle-ci pourrait développer les mécanismes de crédit nécessaires à la compensation multilatérale (Steinherr, *et al*, 1990).

Utilisée à cette fin et sous cette forme, une partie des aides que la Communauté s'apprête à accorder aux pays de l'Est pourrait ainsi servir de catalyseur, à la fois dans le processus visant à la création d'une monnaie commune en Europe — le rôle de pivot qu'assumerait l'Ecu dans le système est-européen de changes et de paiements renforçant son statut de devise internationale — et dans la constitution progressive d'une économie européenne intégrée à l'échelle du Continent.

Références bibliographiques

- AGLIETTA Michel, 1990 : « La convertibilité du rouble — fondements théoriques et conclusions pratiques », présenté au colloque *La grande transformation des économies à l'Est*, organisé par l'IRSES à Paris, 15 juin.
- AGLIETTA Michel, *et al*, 1990 : « Les problèmes économiques et monétaires de l'URSS », *MSH informations*, n° 62.
- ANTAL Lázsló, 1989 : « The Beginnings of a Capital Market in Hungary », in Kessides *et al*, eds., 1989.
- ASLUND Anders, 1989 : *Gorbachev's Struggle for Economic Reform*, Londres, Pinter Publisher
- BOFINGER Peter, 1990 : « The Rôle of Monetary Policy in the Proces of Economic Reform in Eastern Europe », *CEPR Discussion Paper*, n° 457, août.
- BRABANT Jozef M. von, 1989 : « Economic Reform and Monetary Cooperation in the CMEA », in Kessides *et al*, eds., 1989.
- BURDA Michael, 1990 : « Les conséquences de l'union économique et monétaire de l'Allemagne », *Revue de l'OFCE*, n° 34, octobre.
- DE CECCO Marcello, 1989 : « Alternative Modes of Financial Organization », in Kessides *et al*, eds., 1989.
- GROSSMAN Gregory, 1989 : « Monetary and Financial Aspects of Gorbachev's Reform », in Kessides *et al*, eds., 1989.
- HEWETT Ed, 1988 : *Reforming the Soviet Economy*, Washington D.C., The Brookings Institution.
- HICKS John (Sir), 1974, 1988 : *La crise de l'économie keynésienne*, traduction française, Paris, Fayard.

- KESSIDES Christine, Timothy KING, Mario NUTI et Catherine SOKIL, eds., 1989 : *Financial Reform in Socialist Economies*, EDI Seminar Series, EDI (Banque mondiale) et EUI (Florence), Washington, D.C. : Banque mondiale.
- KIRMAN Alan, et Lucrezia REICHLIN, 1990 : « L'aide aux pays de l'Est : les leçons du plan Marshall », *Revue de l'OFCE*, n° 34, octobre.
- KORNAÏ Janosz, 1980 : *The Economics of Shortages*, Amsterdam, North Holland.
- KORNAÏ Janosz, 1984 : « Adjustment to Price and Quantity Signals in a Socialist Economy », in Csikos-Nagy *et al*, eds., *The Economics of Relative Prices*, Londres, MacMillan.
- KORNAÏ Janosz, 1990 : *The Road to a Free Economy*, Londres, Paperback Edition.
- LAVIGNE Marie, 1989 : « Convertibility in Eastern Europe — Realistic Possibilities for Internal and External Adjustments », miméo, Université de Paris I, novembre.
- LAVIGNE Marie, 1990 : « L'URSS dans la crise », *Chroniques de la SEDEIS*, XXXIX, n° 6, 15 juin.
- LE CACHEUX Jacques, et François LECOINTE, 1987 : « Les contradictions du Système monétaire européen », *Lettre de l'OFCE*, n° 50, 16 décembre.
- LE CACHEUX Jacques, et Christian VASSEUR, 1985 : « La logique de l'appréciation réelle du franc », *Lettre de l'OFCE*, n° 27, 25 septembre.
- MILEWSKI Françoise, 1990 : « Les enjeux de l'ouverture à l'Est pour l'économie mondiale », *Revue de l'OFCE*, n° 34, octobre.
- NUTI Mario, 1989 : « Feasible Financial Innovation Under Market Socialism », in Kessides *et al*, eds., 1989.
- NUTI Mario, 1990 : « Internal and International Aspects of Monetary Disequilibrium in Poland », *European Economy*, n° 43.
- ONU (UN), 1990 : *ECE Survey of Europe 1989-1990*, New York, U.N.
- PASSET Olivier, 1990 : « Allemagne : la nouvelle frontière », *Revue de l'OFCE*, n° 32, juillet.
- SOKIL Catherine, et Timothy KING, 1989 : « Workshop Overview » in Kessides *et al*, eds., 1989.
- STEINHERR Alfred, *et al*, 1990 : *Reforms in Eastern Europe and the Rôle of the Ecu*, rapport de l'Association Bancaire pour l'écu, présenté à la conférence, *The Rôle of the Ecu in the Developing Relations Between Eastern and Western Europe*, Prague, 22 juin.
- WILLIAMSON Olivier, 1976 : *Markets and Hierarchies*, New York, N.Y., The Free Press.