



HAL
open science

Economie politique du désastre russe

Jérôme Sgard, Yves Zlotowski

► **To cite this version:**

Jérôme Sgard, Yves Zlotowski. Economie politique du désastre russe. Critique Internationale, 1999, 3 (3), pp.14 - 21. hal-03393056

HAL Id: hal-03393056

<https://sciencespo.hal.science/hal-03393056>

Submitted on 21 Oct 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Contre-jour

Économie politique du désastre russe

par Jérôme Sgard et Yves Zlotowski

Le 17 août 1998, les autorités russes ont annoncé un défaut sur la dette publique en roubles, un moratoire sur les transactions en

devises des banques et un élargissement du « corridor » dans lequel évoluait le taux de change depuis mi-1995. Dans les semaines suivantes, on a observé un mouvement de recomposition. Ainsi, sur le plan politique interne, les libéraux, présents au gouvernement depuis 1992, ont été partiellement marginalisés, surtout après l'arrivée à ce poste d'Evgueni Primakov. Soutenu par le Parti communiste, le nouveau gouvernement a marqué une rupture de fond, se traduisant par un renouvellement ministériel important.

Au-delà d'une redistribution des cartes politiques et de l'électrochoc financier, la crise de l'été 1998 a surtout sanctionné une double insolvabilité, dont les effets pèseront longtemps sur l'économie russe comme sur les capacités d'action des pouvoirs publics : d'une part, l'État est insolvable, c'est-à-dire qu'il ne peut plus mener de stratégie de financement à moyen terme ; de l'autre, le système bancaire a été largement détruit, entraînant une nouvelle spoliation de l'épargne privée, et une réduction supplémentaire des capacités de financement des entreprises. À bien des égards, les tentatives de réformes structurelles engagées depuis 1996 se réduisent aujourd'hui à cet échec : une stratégie d'endettement à moyen terme de l'État et des banques, qui aurait dû être validée *a posteriori* par une reprise de la croissance, a transformé ces acteurs, en deux ans, en deux énormes pyramides financières, qui se sont écroulées conjointement en août dernier.

La crise de l'État avant la crise financière

La cause principale de l'asphyxie progressive de l'économie russe en général, et de l'État en particulier, tient à la mauvaise discipline de paiement des agents et à l'incapacité des pouvoirs publics à définir une stratégie cohérente sur ce plan. Toutefois, il ne faudrait pas interpréter cet échec uniquement comme le résultat d'une confrontation entre une autorité centrale réformatrice et des agents qui résistent. En effet, l'État a mis en place force commissions, décrets et réformes du

droit des créanciers, mais il n'a jamais sauté le pas qui aurait rendu ces réformes crédibles, c'est-à-dire contraignantes pour les agents : les mauvais payeurs n'ont jamais été réellement sanctionnés, notamment par la mise en œuvre des lois sur les faillites. L'État fédéral a en outre affaibli sa position de créancier prioritaire, en multipliant les impayés envers ses propres fournisseurs et salariés.

Ce manque de cohérence dans la stratégie poursuivie s'est traduit par des cycles de resserrement et de relâchement de la discipline fiscale, qui témoignent de la difficulté à instaurer un régime stable de discipline financière. Par exemple, alors que, sous la pression du FMI, la part des recettes en liquide remonte de 50 à 80 % entre mi-1996 et mi-1997, la tendance se retourne en 1998, l'État soutenant ainsi *de facto* une nouvelle extension des échanges non monétaires dans l'économie. De même, en dépit d'une reprise, sinon d'une stabilisation de l'économie, les recettes fiscales sont passées de 21,4 % en 1997 à 19,4 % du PIB en 1998 (sur la base des huit premiers mois de l'année)¹.

Derrière l'imbraglio fiscal, on trouve en fait les objectifs contradictoires des gouvernements successifs, qui souhaitaient imposer la discipline de paiement aux entreprises tout en évitant les conséquences sociales qu'impliquent les changements des règles du jeu micro-économiques. Au fond, ceci renvoie à ce qui restera sans doute la vraie pierre d'achoppement des réformes russes des années quatre-vingt-dix : contrairement aux pays d'Europe centrale, la Russie n'a jamais connu de consensus large en faveur d'une stratégie de transition rapide et cohérente, qui aurait conféré une légitimité forte aux réformes. Le pacte social russe a bien plutôt reposé sur la préférence pour l'emploi, contribuant ainsi à freiner les restructurations d'entreprises.

L'État a dû également composer avec les intérêts économiques privés en voie de formation, les « oligarques » de la finance, qui n'acceptaient et ne soutenaient en fait que les réformes servant leurs propres intérêts. Or, à l'évidence, pour ces acteurs très myopes, payer ses impôts n'entraîne pas dans cette catégorie, alors que cette indiscipline fiscale allait contribuer à une faillite de l'État dont ils allaient être eux aussi les victimes. La proximité avec l'État permettait de préserver des accès privilégiés à la propriété ou à des marchés. Leurs stratégies rentières ou prédatrices étaient incompatibles avec l'instauration des nouvelles règles du jeu. Elles impliquaient par exemple de résister à la création d'un Trésor public, qui eût mis fin à la gestion des fonds d'État par les banques, ou encore à la restructuration des entreprises acquises lors de privatisations peu transparentes, qui ont surtout été utilisées comme une source de liquidité. Légitimité comptée, petits jeux stratégiques et relations incestueuses avec les nouveaux pouvoirs économiques ont donc contribué à la faible continuité des réformes, mais aussi au déclin régulier de l'autorité de l'État comme des finances publiques.

La difficulté à établir une règle du jeu micro-économique rigoureuse, envers *toutes* les entreprises, explique en effet l'absence de reprise durable de la production,

mais aussi la situation de crise budgétaire chronique dans laquelle s'est enfermé l'État. Celui-ci finançant ses activités, dans une large mesure, par l'emprunt, le paiement des intérêts sur la dette publique a absorbé une part toujours croissante de recettes fiscales déclinantes : en 1997, cette part atteignit 45 %, mettant la stabilité des finances publiques à la merci d'une hausse des taux. En effet, arithmétiquement, toute augmentation sensible des taux d'intérêt sur une dette émise à très court terme se traduit aussitôt en des dépenses budgétaires supplémentaires : telle est la mécanique que l'on a vu s'enclencher à partir de la fin 1997.

D'environ 10-12 % au troisième trimestre de l'année 1997, les taux d'intérêt *en termes réels*, sur la dette en roubles de l'État (les fameux GKO) sont passés au-dessus de 25 % à la fin de l'année, après le krach de Hong Kong (23 octobre) qui marquait le premier signal d'alarme. Après une détente partielle au premier trimestre 1998, la crise s'est ouverte à la fin du mois de mai, avec des taux réels dépassant 40 % : très clairement, ceux-ci incluaient l'anticipation, sinon de défaut, au moins de large dévaluation. Au second trimestre, les intérêts sur la dette en devises représentaient pour la première fois plus de 50 % des recettes fiscales. À la mi-juin, les difficultés croissantes de l'État pour renouveler le stock échu de GKO signifiaient, plus clairement encore, que les conditions du marché ne permettraient plus d'attendre les premiers résultats du plan budgétaire d'urgence déposé par Sergueï Kirienko en mai. Les conditions de financement de l'État lui permettaient seulement de négocier un nouveau et très large programme financier avec le FMI et le G7. La demande en a été faite officiellement le 19 juin, alors que le marché des GKO était déjà très illiquide, exerçant des pressions fortes sur le refinancement des banques. Le 21 juillet, un accord était signé entre le FMI et la Russie, pour un montant de près de 22 milliards de dollars, les États-Unis et le G7 exerçant une pression importante, à l'arrière-plan, pour obtenir une stabilisation rapide des marchés russes. Celle-ci sera très provisoire : dès la dernière semaine de juillet, les sorties de fonds et la chute des marchés de capitaux intérieurs reprenaient à vive allure.

1998 : de la crise de la dette publique à la crise bancaire

Un point remarquable de cette histoire est que cette dynamique explosive de la dette publique, apparemment incontrôlable, a eu son pendant sur le plan bancaire, tout au long de cette période et jusque dans l'accélération et la rupture du 17 août. Ainsi, après les premiers signes alarmants, à la fin de 1997, le refus du gouvernement d'ajuster sa politique économique a eu une contrepartie curieuse pour les banques : poursuivant officiellement une politique de libéralisation, le gouvernement leur a transféré la charge d'assurer les investisseurs internationaux contre le risque de change (contrats à terme), fonction qui était jusque-là remplie par la Banque

centrale. Alors qu'on savait les banques russes déjà très endettées en devises, cette mesure a donc accru massivement leur vulnérabilité en cas de décrochage du change dans les mois suivants. Elles y ont vu, pour la plupart, l'occasion d'une nouvelle activité bien rémunérée, tandis que les investisseurs n'ont surtout pas voulu tenir compte du risque encouru. Qui plus est, la Banque centrale a fermé les yeux sur le risque systémique implicite : ayant renforcé de manière appréciable le contrôle sur les banques depuis deux ans, elle n'a pas resserré sa réglementation prudentielle, alors même que la démultiplication de ces contrats à terme menaçait directement la stabilité de son système bancaire.

Comment expliquer une faute aussi délibérée ? On ne peut manquer d'éprouver un soupçon : offrir une garantie de change était une condition absolue pour s'assurer de nouveaux flux de capitaux vers le marché de la dette publique et éviter qu'il ne s'effondre. Il n'est pas sûr que le calcul ait été fait immédiatement ; néanmoins, il a bien dû apparaître progressivement à certains esprits : si les banques étaient prêtes à soutenir ainsi les investisseurs internationaux, ou à leur en donner l'illusion, l'ensemble de la pyramide pouvait survivre un petit moment supplémentaire. Il est donc tentant de voir dans cet épisode le tout premier pas d'une sorte de stratégie de *endgame* ou de « dernière partie de cartes » dans laquelle, face à la montée d'une panique initialement très diffuse, les acteurs tentent de repousser frénétiquement l'issue bientôt inévitable, rendant son coût final bien plus élevé pour tout le monde. On pourra juger l'épisode ironique ou tragique : par ce mécanisme, l'État, exploité et dépecé par ces mêmes banques depuis le début de la décennie, s'assurait que ces acteurs, qui n'avaient jamais su s'émanciper et « se mettre à leur compte », s'effondreraient dans la minute qui suivrait sa propre faillite, le 17 août.

Cette recherche panique des ultimes stratégies disponibles pour échapper un moment à la crise finale est une composante classique de tous les grands désastres financiers : la plupart des phénomènes d'hyperinflation ont commencé ainsi. Le point remarquable, dans le cas russe, est que cette stratégie a pu être poursuivie assez longtemps, en raison de l'intervention d'acteurs extérieurs, notamment le FMI et le G7. Prenons un second exemple. Au cours des deux années précédentes, toujours anxieuses d'acheter des GKO en roubles, bien rémunérés, les grandes banques russes s'étaient elles-mêmes financées par emprunts internationaux. Mais, pour cela, elles avaient dû apporter des garanties croissantes sous la forme d'obligations publiques russes libellées en dollars qu'elles avaient acquises auparavant (minifinbonds, eurobonds). Les ressources obtenues en contrepartie étaient alors réinvesties sur le marché intérieur. Croyant réaliser ainsi une simple opération d'arbitrage de taux à leur bénéfice, les banques russes se sont mises en fait en situation de surendettement classique, supportant un double risque de marché et de taux de change. Dans un marché un tant soit peu raisonnable, quelqu'un aurait quand même dû relever que des banques qui venaient d'endosser le risque de change des

investisseurs internationaux tout en garantissant l'acquisition de GKO par l'apport d'autres titres de l'État russe méritaient tout au plus de se voir confier la gestion d'un casino de Moscou. Rien de tel ne se produisit : ces opérations extraordinaires ont même reçu l'assentiment des toutes meilleures banques internationales qui, jusqu'au bout, ont cru que le G7 empêcherait un défaut de paiement. Elles ont donc prêté aux banques russes jusqu'en juin, et ont conservé jusqu'au bout des stocks importants de GKO. À la fin août, l'addition s'éleva à des centaines de millions de dollars.

Entre-temps, l'effondrement des marchés, dans la première quinzaine d'août, a eu un caractère presque automatique. Aucune panique au sens sociologique ou psychologique du terme ne semble être apparue avant les deux jours précédant le week-end du 15 et 16 août, pendant lequel les décisions fatidiques ont été prises. Le château de cartes s'est effondré progressivement sous son propre poids : alors que les banquiers, les principaux ministres et même les responsables du FMI étaient en vacances, attendant l'heure de vérité pour le mois de septembre ou d'octobre, le marché des GKO s'est complètement bloqué tandis que le pays perdait 2,4 milliards de dollars sur les huit premiers jours ouvrables du mois. La Banque centrale était devenue progressivement l'acheteur en dernier ressort de GKO, commençant ainsi à monétiser la dette publique, tout en faisant ce qu'elle pouvait pour défendre son taux de change, sur lequel elle avait investi l'essentiel de son crédit politique. Pour résumer, elle rachetait la dette d'un État insolvable, dont plus personne ne voulait, en créant de la monnaie qu'elle échangeait immédiatement contre les crédits apportés par le FMI trois semaines plus tôt.

Quel rôle le FMI a-t-il joué dans la crise ?

Les décisions du 17 août constituent évidemment un échec de la stratégie du FMI en Russie. Si le Fonds soutient que les autorités russes n'ont pas appliqué correctement ses prescriptions en matière de législation fiscale, la forme de la conditionnalité n'a en tout cas pas fonctionné comme elle l'aurait dû puisque, à mesure des accords successifs, les « critères de performance » ont été modifiés pour que les autorités russes puissent les remplir.

Ce laxisme peut s'expliquer d'abord par l'ouverture du marché de la dette aux non-résidents, qui a fragilisé la position du FMI dès lors que ses satisfecit conditionnaient les nouveaux flux d'entrées de capitaux. Une sorte d'équilibre du désastre a résulté de cette situation : d'une part, les investisseurs, du fait de l'« aléa moral », sous-estiment le risque russe en raison de la présence du FMI (et de l'idée que le G7 jouera systématiquement le rôle de prêteur en dernier ressort) ; de l'autre, le FMI continue à octroyer ses financements malgré une dégradation objective des finances publiques russes, en estimant que le maintien de sa présence permettra

d'éviter des retraits de capitaux déstabilisants. À l'arrière-plan de ce piège financier, le G7, mais surtout l'administration américaine, sont bien là pour assurer que tout sera fait pour éviter le naufrage humiliant de la seconde puissance nucléaire mondiale.

On est donc passé, entre la mi-juillet et la mi-août, du « *too big to fail* » au « *too big to bail* ». L'administration Eltsine, et notamment une demi-douzaine de personnalités autour de Anatoli Tchoubaïs, a été perçue par la communauté internationale comme « réformatrice », ce qui justifiait un certain laxisme de détail. Considérés comme les seuls opérateurs possibles d'une stratégie de réforme cohérente, ces acteurs ont donc pu mobiliser des appuis internationaux pour servir leur propre stratégie au sein du jeu politique moscovite, sur lequel le Fonds a eu très peu de prise. Cette stratégie aurait été justifiée si le volet structurel des réformes avait fait l'objet d'une surveillance suffisamment attentive : on peut évoquer la question de la discipline de paiement mais aussi la conduite des privatisations. Le coût en crédibilité pour le FMI n'est donc pas tellement d'avoir tenté une ultime opération de renflouement, sous la pression des Américains : c'est surtout d'avoir cautionné sur une assez longue période une stratégie qui reposait sur une économie politique très opaque, sans réussir, finalement, à avoir prise sur elle.

L'impact immédiat des décisions du 17 août

Les décisions du 17 août venant après une si longue période de défense aveugle contre un désastre inévitable, il n'est guère étonnant que leur impact n'ait pu être immédiatement mesuré. L'ampleur des pertes financières et du choc monétaire, les contrecoups internationaux de la crise, une redistribution du jeu politique russe ne sont devenus visibles qu'au bout de deux ou trois semaines. Alors que, dès le printemps, la mécanique du *endgame* financier était presque imparable, et donc prévisible, cette première période de l'après-17 août fut au contraire marquée par une très grande confusion, où rares sont les acteurs qui peuvent prétendre avoir vu juste.

La première semaine fut relativement calme, avec un décrochage limité du taux de change et un système bancaire qui n'a pas montré immédiatement des signes de détresse très clairs. Ce n'est qu'après le renvoi de Sergueï Kirienko, le 24, que la situation s'est rapidement détériorée : plongeon du taux de change de 8 roubles par dollar à la fin août à 16 roubles à la fin septembre, généralisation des paniques de déposants, gel complet des transactions interbancaires. À la fin du mois, l'ensemble du système bancaire était bloqué sinon détruit, gelant aussi les recettes fiscales, qui passent par les banques en l'absence de Trésor public, ainsi que toutes les transactions boursières.

Sur le plan extérieur, la détérioration des relations avec la communauté financière internationale n'a pas tant suivi les décisions du 17 que le départ de Kirienko,

qui a arrêté d'emblée toute renégociation de la dette publique. De même, si le FMI a désapprouvé le gel de la dette de l'État et des banques, sa démarche était plutôt, dans cette première semaine, de chercher à jeter les bases d'une nouvelle stratégie de moyen terme. Sans trancher la question de savoir qui a pris ses distances le premier, il est clair qu'après la formation du gouvernement de Evgueni Primakov, trois semaines plus tard, les relations tant avec le FMI qu'avec les créiteurs privés s'étaient beaucoup dégradées.

En revanche, les principaux banquiers russes ont réagi très vite aux mesures du 17 : alors que celles-ci gelaient une grande partie de leur actif (les titres de dette publique) et du passif (leur dette en devises), les fameux « oligarques » se sont engagés, les jours suivants, dans le dépeçage systématique de leurs propres banques. Les participations industrielles ont été transférées dans des réseaux opaques de filiales, parfois à l'étranger, tandis que les actifs liquides étaient massivement exportés. Au cours de la première semaine du moratoire bancaire, les sorties de capitaux auraient atteint plusieurs milliards de dollars. Connue de nombreux analystes russes, du gouvernement et du FMI, cette situation n'a fait l'objet d'aucune réaction cohérente de la part de la Banque centrale. À une ou deux exceptions près, les dix ou douze principales banques russes n'étaient plus, à la fin août, que des coquilles vides.

Enfin, la vitesse de réaction des principaux acteurs sur la scène politique a été, elle aussi, très différente. Le 24, en conflit depuis longtemps avec Sergueï Kirienko, les oligarques imposaient au président Eltsine son remplacement par Viktor Tchernomyrdine, leur vieil acolyte. Si la première phase de l'opération a réussi, la seconde a échoué deux semaines plus tard : à la très grande surprise de l'intéressé et de ses mentors, la Douma a refusé d'élire le candidat désigné. Les députés d'opposition, et en particulier la direction du Parti communiste, ont compris que Eltsine et la plus grande partie du personnel gouvernemental des années antérieures avaient perdu l'initiative ; de même, les oligarques n'avaient pas compris non plus que la crise financière détruisait une part importante de leur pouvoir institutionnel. L'opposition a donc joué ses cartes avec assurance, enthousiasmée par cette revanche tant attendue sur le Président.

Les premiers résultats macro-économiques de l'après-août ont été moins désastreux que ce qui était attendu. Le Premier ministre bénéficie en outre d'un soutien beaucoup plus large que ses prédécesseurs, tant dans l'opinion publique qu'à la Douma. Toutefois, ses marges de manœuvre risquent de s'épuiser rapidement, dès lors que la nouvelle équipe s'opposera à l'un ou l'autre des groupes d'intérêt qui l'ont portée au pouvoir : les ressources propres de l'État lui feront alors cruellement défaut, tant en termes d'autonomie des institutions publiques que de capacité d'action économique. L'immobilisme actuel reflète moins une période d'attente cachant la préparation d'une nouvelle stratégie que la faiblesse des moyens

d'action de l'État fédéral, qui apparaissent finalement comme les principales victimes de la crise. Le scénario le plus probable est l'enlèvement progressif dans une économie de plus en plus fractionnée, dans laquelle le repli sur des régulations parallèles est justifié par la faillite de l'État fédéral. Pour renverser cette tendance, l'issue se situe donc du côté de la politique : la création d'une large coalition, autour d'une stratégie viable de réforme, est le seul moyen de rendre une certaine mobilité à la scène figée que l'on observe depuis l'automne. Mais elle suppose que les principaux acteurs reconnaissent enfin qu'ils ont intérêt à consentir certains sacrifices immédiats pour que cet intérêt collectif réémerge. Cela représenterait sans aucun doute une rupture de première grandeur dans l'histoire des réformes russes².

1. Voir sur ce point : Agence financière pour la CEI, « Russie : la contre-réforme s'annonce dans la fiscalité », *Le Courrier Financier de Moscou*, Ambassade de France, n° 307-308, 18 novembre 1998, et S.V. Alexashenko et A. Lopez-Claros, « Fiscal policy issues during the transition in Russia », *International Monetary Fund Occasional Paper*, n° 155, mars 1998.

2. La préparation de cet article a bénéficié du soutien financier de la Commission européenne, dans le cadre de son programme Tacis-Ace (contrat de recherche n° 95 4152R).