

Crédibilité et currency board : le cas lituanien

Jérôme Blanc, Jean-François Ponsot

▶ **To cite this version:**

Jérôme Blanc, Jean-François Ponsot. Crédibilité et currency board : le cas lituanien. Revue d'économie financière, 2004, 75, pp.113-127. halshs-00144002

HAL Id: halshs-00144002
https://shs.hal.science/halshs-00144002

Submitted on 30 Apr 2007

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.

Jérôme Blanc et Jean-François Ponsot *

CRÉDIBILITÉ ET CURRENCY BOARD : LE CAS LITUANIEN

Publié dans la *Revue d'économie financière*, n°75, 2004, pp. 113-127.

Résumé / Abstract

Si le *currency board* établi en Lituanie en avril 1994 s'est accompagné de la stabilité monétaire, il n'a pas pour autant bénéficié de la crédibilité qu'il était censé apporter. Ce texte s'interroge sur ce défaut de crédibilité. On examine d'abord l'hypothèse courante selon laquelle l'écart entre le modèle pur de *currency board*, censé apporter par lui-même la crédibilité, et le modèle lituanien, est à l'origine de ce déficit. On interroge ensuite les circonstances et les effets de la crise bancaire systémique de 1995-96. On traite enfin des conséquences des chocs exogènes sur l'économie lituanienne. Le tout conduit à avancer une autre hypothèse : les contraintes du *currency board* - fût-il impur - ont provoqué le besoin de restauration de marges de manœuvre discrétionnaires, ce qui a été traduit comme une dénaturation. Le défaut de crédibilité est alors le produit du *currency board* lui-même.

The lithuanian currency board established in april, 1994 came along with the monetary stability, but it did not benefit from the credibility effect which it was supposed to bring. The text tries to explain this lack of credibility. A first part examines the current hypothesis according to which the differences between the pure model of currency board, supposed to bring credibility by itself, and the lithuanian model, is at the origin of this default. A second part examines the circumstances and effects of the systemic banking crisis of 1995-96. A third part deals with the consequences of the exogeneous shocks on the Lithuanian economy. This leads to another hypothesis: the constraints of the currency board – may it be impure – induced the need to restore discretionary capacities, what was translated as a denaturation. The lack of credibility is then the product of the currency board itself.

Mots-clefs / Key words

Caisse d'émission. Crédibilité. Politique monétaire. Crise bancaire.

Currency board. Credibility. Monetary policy. Banking crisis.

Codes JEL

E420, E520, E580, F310

---

* Jérôme Blanc (jerome.blanc@univ-lyon2.fr) est chercheur au Centre Auguste et Léon Walras (CNRS - Université Lumière Lyon 2). Jean-François Ponsot (jfponsot@u-bourgogne.fr) est chercheur au Centre d'études monétaires et financières (Université de Bourgogne).

Jérôme Blanc et Jean-François Ponsot *

CRÉDIBILITÉ ET CURRENCY BOARD : LE CAS LITUANIEN

Publié dans la *Revue d'économie financière*, n°75, 2004, pp. 113-127.

INTRODUCTION

Après l'Estonie en 1992, la Lituanie est le second pays européen à avoir transformé sa banque centrale en *currency board* (caisse d'émission), dans la perspective d'instaurer la stabilité et la crédibilité monétaire. Une banque centrale soumise aux règles du *currency board* n'a plus lieu de mener une politique de change et n'est plus en mesure de mener une politique monétaire ou d'assurer une fonction de prêt en dernier ressort. Pour ses promoteurs actifs –au premier rang desquels Stephen Hanke et Kurt Schuler (Hanke & Schuler 1991, 2000) -, le *currency board* est donc idéal car il substitue un mécanisme de règles monétaires automatiques à la politique discrétionnaire menée traditionnellement dans un régime classique de *Central Banking*.

Si le *currency board* estonien a rapidement apporté la crédibilité monétaire, il n'en a pas été de même en Lituanie. La question posée ici est celle de l'origine du défaut de crédibilité chronique dont a souffert le dispositif lituanien. Une première approche, développée dans la première partie, consiste à expliquer ce déficit de crédibilité par l'écart significatif entre un modèle pur de *currency board* - censé apporter par lui-même la crédibilité -, et le modèle lituanien ; il apparaît en effet que ce dernier n'a pas été établi conformément aux canons en la matière et qu'il a été progressivement l'objet d'une dénaturation. Cependant une autre approche consiste à souligner que ce sont les contraintes engendrées par le dispositif de *currency board* lui-même, fût-il impur, qui provoquent le besoin de restauration de marges de manœuvre pour les autorités, ce qui est immanquablement traduit comme une dénaturation. Dans cette hypothèse il apparaît que le défaut de crédibilité peut être le produit du *currency board* lui-même. La seconde et la troisième parties de ce texte essaient de montrer en quoi cette hypothèse paraît plus valide que la précédente en analysant l'aporie du *currency board*. Celui-ci se retrouve en effet face à une contradiction fondamentale : alors qu'il est établi pour résoudre le défaut de crédibilité des autorités monétaires en éliminant toute intervention discrétionnaire, sa propre construction sape l'objectif de crédibilité lui-même en soumettant les structures économiques et sociales au fétiche de la stabilité monétaire et de l'absence de politique monétaire.

* Jérôme Blanc (jerome.blanc@univ-lyon2.fr) est chercheur au Centre Auguste et Léon Walras (CNRS - Université Lumière Lyon 2). Jean-François Ponsot (jfponsot@u-bourgogne.fr) est chercheur au Centre d'études monétaires et financières (Université de Bourgogne).

1. L'HYPOTHÈSE DE LA DÉNATURATION D'UN DISPOSITIF IMPUR DE *CURRENCY BOARD*

L'hypothèse généralement avancée par les promoteurs de ces dispositifs lorsque la crédibilité n'est pas au rendez-vous d'un *currency board* est le manque de conformité de celui-ci avec le modèle théorique. Bien que celui-ci soit susceptible de varier selon les auteurs, cette hypothèse peut être appliquée sans peine au cas lituanien si l'on part de la définition suivante d'un modèle pur de *currency board* :

- Un ancrage nominal irrévocable (*fix* et non *peg*) de la monnaie nationale sur une devise de référence,
- La convertibilité parfaite (intégrale et illimitée) de la monnaie nationale dans la devise de référence,
- La couverture à 100% au moins de la base monétaire par des actifs en devises détenus par la caisse d'émission mais l'impossibilité de dégager un surplus de réserves notable sur lequel la caisse d'émission serait susceptible de jouer par la suite,
- L'impossibilité de mener toute action de politique monétaire par quelque biais que ce soit : la base monétaire dépend strictement du volume des réserves de devises de la caisse d'émission ; il ne peut en aucun cas y avoir d'action de prêt en dernier ressort.

Les dispositifs effectivement mis en place diffèrent de ce modèle par suffisamment de traits pour que certains auteurs dédouanent le modèle théorique des échecs susceptibles d'intervenir dans la réalité ; c'est le cas de Hanke et Schuler (1994) et Leontjeva (1997) à propos de la Lituanie.

1.1. Une tare congénitale ? Les problèmes dans l'organisation institutionnelle du *currency board*

Dans ce pays, les questions relatives à la bonne organisation du *currency board* ont été au cœur des difficultés auxquelles il a dû faire face pendant plusieurs mois après le vote, le 17 mars 1994, de la *Loi sur la crédibilité du litas*.

Un premier écueil institutionnel a tenu aux luttes politiques autour du *currency board*. Celui-ci a été établi en l'absence criante de consensus. La Banque centrale elle-même s'est opposée à son établissement. Les banques commerciales lui ont également été hostiles, par souci de préserver les profits obtenus sur les transactions de change. Les industriels ont émis des craintes sur la définition de la parité, craignant une perte de compétitivité de leurs exportations. Les intentions des autorités politiques ont quant à elles été fort peu lisibles. Enfin, la loi prévoit que le gouvernement conserve la possibilité de modifier l'ancrage (devise et taux). Un amendement à l'article 3 de la loi de crédibilité du litas est voté le 20 juillet 1994 qui confie cette possibilité à la banque centrale. Il n'en reste pas moins que le risque de dévaluation est maintenu. Par ailleurs, la *Loi sur la Banque de Lituanie* remodèle les statuts de celle-ci le 1er décembre 1994. Cette loi formalise, certes, son indépendance et lui assigne la mission de stabilité monétaire ; mais, contrairement à ce qui s'est passé dans d'autres pays qui ont instauré un *currency board*, la Banque centrale n'a pas fait l'objet d'une réforme en profondeur.

Par exemple, la séparation des opérations d'émission et des opérations de banque n'apparaît pas clairement. Le bilan de la Banque centrale n'a pas fait l'objet d'une disjonction en deux compartiments distincts, comme cela est le cas dans les *currency boards* qui cherchent à afficher la plus grande transparence[1].

1.2. La dénaturation progressive du *currency board*

Distinct du modèle pur dès son origine, le *currency board* lituanien va encore s'en éloigner au fil des années. Sa gestion même a été marquée par une série de contournements et de manœuvres destinés à redonner aux autorités monétaires une certaine capacité de politique monétaire.

Plusieurs types de contournements peuvent être identifiés. Le premier se rapporte à l'existence d'un lien entre recettes fiscales de l'Etat et base monétaire par le biais d'un compte du Trésor auprès de la Banque centrale. Nenovsky & *alii* (2001) y voient la principale atteinte discrétionnaire au mécanisme automatique du *currency board* par lequel la base monétaire se proportionne à la balance des paiements : tout mouvement sur ce compte équivaut à une action de « politique monétaire inconsciente […]. La dynamique de la monnaie de réserve (offre de monnaie) devient l'otage de la situation financière du ministère des finances »[2].

Un second procédé contrevenant au principe d'automaticité est le recours à des interventions publiques plus ou moins déguisées, visant soit à modifier les conditions monétaires, soit à répondre à des objectifs de politique économique plus généraux. Les réserves obligatoires ont été le principal instrument utilisé : la Lietuvos Bankas a par exemple en décembre 1994, exempté de réserves obligatoires la première banque du pays, publique (la Banque de l'agriculture), en contrepartie d'un prêt de celle-ci au secteur énergétique ; lors de la crise bancaire de la fin 1995, les banques ont été autorisées – provisoirement – à comptabiliser leurs créances à court terme sur le gouvernement dans leurs réserves obligatoires, et le taux de réserves obligatoires a été abaissé de 12% à 10% (plus tard il a évolué de 10 à 8% en 2002) pour améliorer les positions de liquidité des banques ; en mars 1996, les sanctions découlant du non-respect du seuil de réserves obligatoires ont été provisoirement levées. On voit là que le *currency board* ne permet pas d'exclure toute souplesse dans la gestion de la liquidité bancaire ; le niveau élevé *a priori* des réserves obligatoires apparaît comme un moyen permettant, en cas de tension sur la liquidité, d'en fournir aux banques en réduisant ce taux.

Les tensions sur le *currency board* se sont accentuées en janvier 1997 lorsque la Banque centrale a rendu public un plan de sortie du *currency board* en trois ans, après que les élections législatives ont amené un nouveau gouvernement ayant fait campagne pour abolir rapidement ce régime. Trois motivations ont alors été invoquées par la banque centrale : la stabilisation monétaire est considérée comme aboutie ; la Lituanie doit ancrer sa monnaie à l'euro ; enfin et surtout, une flexibilité accrue de la politique monétaire serait la bienvenue.

---

[1] Si cette séparation n'apparaît pas dans les bilans publiés par la Lietuvos Bankas, elle semble néanmoins déterminer les actions qui sont réalisées (Nenovsky & *alii* 2001, p.11).

[2] En fait de politique « discrétionnaire », il s'agit là d'une action la plupart du temps « inconsciente », qui ne vise pas expressément à modifier les conditions monétaires, comme le soulignent eux-mêmes les auteurs de cette analyse.

Conscientes que le rétablissement et l'officialisation de marges de manœuvre discrétionnaires risquaient de nuire à la crédibilité, les autorités monétaires ont programmé une sortie gradualiste en trois étapes. Seule la première a été mise en œuvre : l'établissement d'instruments de politique monétaire permettant de répondre à plusieurs objectifs : limiter les fluctuations de la liquidité et des taux d'intérêt induites par des « facteurs non-fondamentaux », préserver la liquidité du système bancaire et le système de paiements ; prévenir les réductions brutales des réserves officielles qui pourraient déstabiliser le système monétaire et financier ; promouvoir le développement du marché monétaire. L'adhésion à l'Union européenne étant un objectif majeur, les instruments adoptés se rapprochaient de ceux définis par la BCE (opérations d'*open-market*, facilités permanentes...).

La phase deux prévoyait d'abandonner la règle de couverture intégrale de la base monétaire en devises en élargissant la couverture à des actifs domestiques, la phase trois prévoyait l'abandon du dollar comme devise de référence et un réancrage à un panier composé pour part équivalente de dollar et d'euro, en principe sans dévaluation bien qu'une ambiguïté existait à ce propos (Niaura 1998). L'abandon de ces phases deux et trois procède des réactions à trois épisodes de crise du *currency board* dans lesquelles l'incertitude sur les intentions des autorités a joué un rôle important : celui de l'été 1997 qui fait suite à la crise financière asiatique et se traduit par une méfiance certaine à l'égard des pays dits émergents ; celui beaucoup plus violent de l'été 1998 qui fait suite à la crise russe ; enfin, celui de l'automne 1999 alors que le pays s'est enfoncé dans une grave crise économique et sociale (cf annexe statistique).

A la mi-1999, la Lietuvos Bankas publie ses *Principes fondamentaux sur l'application des instruments de politique monétaire* (Lietuvos Bankas 1999) pour lever les zones d'ombre sur ses prérogatives exactes. Elle précise les objectifs et les conditions d'utilisation des instruments de politique monétaire dans le cadre du *currency board* (c'est-à-dire avec préservation de la parité fixe et de la règle de convertibilité intégrale). Fin 1999, la Lietuvos Bankas annonce un nouveau programme monétaire, en accord avec le gouvernement. Il repose sur le maintien du *currency board* dans le cadre d'un ancrage désormais euro, sans dévaluation. Prévu initialement pour la seconde moitié de 2001, il a finalement lieu le 2 février 2002 sur la base du cours euro / dollar de la veille (soit 3,4528 litai pour un euro).

Au total, la sortie avortée du dispositif a débouché sur un système hybride confiant à la Lietuvos Bankas des pouvoirs étendus en matière de contrôle de l'offre de monnaie, sans que toutefois l'enveloppe du *currency board* (fixité, couverture et convertibilité) ne soit touchée. Depuis lors, la Lietuvos Bankas a ainsi bénéficié d'une panoplie relativement complète d'instruments de politique monétaire lui permettant de modifier les conditions monétaires : pour l'essentiel, possibilité de jeu sur les réserves obligatoires, opérations d'*open market* et facilités permanentes à destination des banques commerciales.

1.3. Premiers enseignements

Le cas lituanien, tel qu'on l'a exposé jusqu'ici, permet de tirer trois enseignements simples sur ce qui pèse sur la crédibilité d'un dispositif de *currency board :*

1. Le simple affichage des règles du *currency board* ne constitue pas en soi un gage de crédibilité.
2. Toute action et même toute possibilité d'action pèsent sur la crédibilité du dispositif.
3. Tout doute sur la pérennité du dispositif grève la crédibilité.

Ces trois enseignements semblent aller dans le sens du dilemme *rules / discretion* largement analysé depuis Kydland et Prescott (1977) : l'efficacité des règles vient de la combinaison de leur affichage sans ambiguïté, de la confiance dans leur pérennité et de l'impossibilité d'action discrétionnaire. La règle rigide du *currency board* devrait s'accompagner d'un renoncement entier et pleinement assumé à toute forme de pouvoir discrétionnaire et nécessiterait un consensus politique (et social) très fort. Tel n'a pas été le cas de la Lituanie, du moins jusque vers 2000. Sur l'ensemble de la période, l'objectif inavoué des autorités lituaniennes a été de chercher à bénéficier de la crédibilité induite par la règle rigide du *currency board* tout en cherchant à disposer et à rétablir des marges de manœuvre discrétionnaires. Il s'est traduit par des actions forcément inappropriées et à contretemps : lorsque le *currency board* semblait crédible, la tentation a été grande de vouloir le quitter définitivement, mais cette perspective a déclenché des crises de confiance ; à l'inverse, lorsque la crise de confiance était enclenchée, la tendance a été au raidissement en faveur du maintien du *currency board*, ce qui ne faisait qu'accroître l'ampleur des difficultés économiques et sociales. En conséquence de quoi la Lituanie a longtemps dû subir les inconvénients de la rigidité du *currency board* sans profiter des avantages supposés liés à la crédibilité.

Cependant, les trois enseignements simples ci-dessus concernent moins les conditions du succès du *currency board* que les conditions de son échec. Que les autorités ne cherchent aucun moyen de restaurer des marges d'action discrétionnaire, que les autorités n'agissent en aucune façon sur la liquidité bancaire dans le cadre d'un *currency board* ne signe pas le succès de celui-ci. Des trois enseignements, le plus fort est sans aucun doute le dernier : la croyance en la pérennité du dispositif. Or on ne peut considérer que cette croyance soit nécessairement assurée par le respect des règles. Dès lors, affirmer que les problèmes de crédibilité du *currency board* lituanien proviennent de sa dénaturation apparaît insuffisant.

Une approche plus complète consiste à chercher des éléments d'explication à partir d'une interrogation sur les motivations de cette dénaturation. En effet, cette évolution n'est pas spécifique au cas lituanien : l'ensemble des *currency boards* contemporains a cherché à dégager des marges de manœuvre (le cas le plus évident de dénaturation étant celui de l'Argentine jusqu'à la sortie violente de janvier 2002). Si ces dénaturations étaient uniquement des déviances, elles auraient pu être évitées ; dans ce cas les problèmes de crédibilité seraient à imputer aux forces politiques qui ont conduit à cette dénaturation. On fait ici une autre hypothèse : ces dénaturations étaient une conséquence inéluctable du fonctionnement même d'un *currency board*, ce qui implique que le *currency board* porte en lui des problèmes structurels de crédibilité.

L'analyse de la crise bancaire (2) et des effets des chocs exogènes dans le cas lituanien (3) permettent de considérer cette hypothèse comme recevable.

2. CRISE BANCAIRE ET PRÊT EN DERNIER RESSORT

2.1. La crise systémique de 1995-96

Au fil de l'année 1995 s'est développée une crise bancaire qui a éclaté violemment en décembre. Cette crise a produit une défiance très forte à l'égard d'un système bancaire déjà peu considéré et des rumeurs tout à la fois de dévaluation et de démantèlement du *currency board*. Le déclencheur de la crise a été la suspension des activités de la première et de la troisième plus grandes banques commerciales privées de Lituanie, la LAIB et la Litimpeks, les 20 et 21 décembre 1995, à la suite de soupçons de malversations de la part de hauts responsables de ces deux banques. Lors de cette crise bancaire, la Lietuvos Bankas n'est pas intervenue comme prêteur en dernier ressort — elle l'avait fait à une seule reprise quelques mois plus tôt et sur un montant réduit correspondant à 0,8 % de l'offre de monnaie. En revanche l'Etat, lui, est intervenu.

Son intervention procède de deux logiques différentes. En premier lieu, l'insolvabilité des deux banques suspendues aurait eu de graves conséquences sur la liquidité des autres banques. Pour remédier aux problèmes de liquidité d'autres banques, le gouvernement a déboursé jusqu'à 300 millions de litai (75 millions de dollars) sous forme de garanties de prêts interbancaires. Il s'agit bien là d'une substitution du Trésor à la banque centrale pour le prêt en dernier ressort (Fleming & *alii* 1997, p.31). En second lieu, la crise bancaire se double d'une crise politique telle que le nouveau gouvernement qui en résulte ne peut légitimement éviter de contribuer aux restructurations qui suivent. Il procède à une recapitalisation et une restructuration bancaire financée par le budget de l'Etat et un prêt de la Banque mondiale.

La crise bancaire qui s'est déclenchée fin 1995 a produit dans l'immédiat une course aux conversions (substitution d'avoirs en dollars à des avoirs en litai) et aux retraits (substitution de moyens de paiement manuels à des avoirs scripturaux) et à plus long terme un climat durable de défiance à l'égard du système bancaire. La rumeur d'une dévaluation enfle dans les premiers jours de la crise. La panique produit bientôt un manque de devises dans les banques commerciales. Les retraits de fonds en dollars sont trois fois plus massifs que ceux en litai, ce qui produit paradoxalement une baisse spectaculaire de l'indicateur de dollarisation de M2 (de 29,6% fin novembre à 26% fin décembre). Autrement dit, le dollar est certes considéré comme une valeur refuge, mais seulement s'il est détenu hors du système bancaire car les risques de défaillance bancaire rendent les détentions de dollars sur comptes bancaires tout aussi hasardeuses que les comptes en litas.

La défiance à l'égard du système bancaire va être difficile à vaincre. Il faudra respectivement 15, 16 et 21 mois pour que M2, les dépôts en dollars et les dépôts à terme en litas retrouvent leur niveau de décembre 1995. L'intermédiation financière, déjà faible, a beaucoup souffert : la défiance à l'égard des banques conduit à une élévation forte et durable du rapport entre la monnaie manuelle et l'agrégat M2 et le

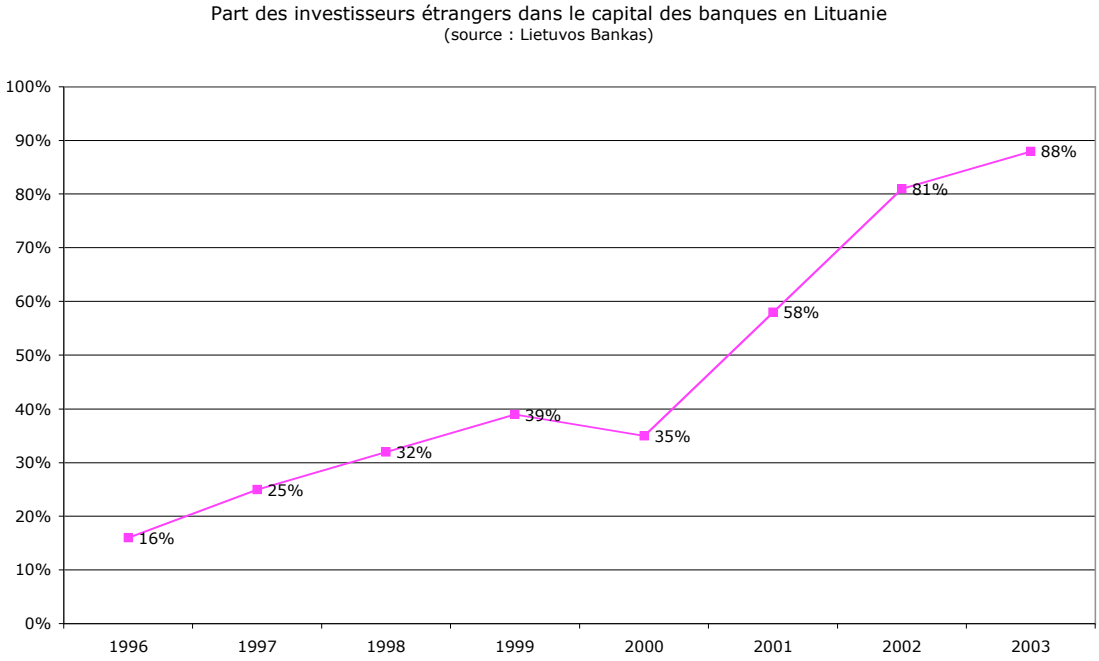
niveau de novembre 1995 (30,7%) n'est retrouvé qu'en octobre 1999 après avoir atteint un sommet de 39,2% en juillet 1996. En revanche, dès juillet 1996 les réserves de change d'avant crise sont reconstituées.

2.2. Effets sur le secteur bancaire

Lorsque le principe du *currency board* est appliqué à la lettre, la caisse d'émission ne peut émettre de la monnaie centrale qu'en contrepartie d'une augmentation de ses réserves en devises. Cela revient à annuler les modalités de refinancement traditionnel opéré par les banques auprès de la Banque centrale. La fonction de prêteur en dernier ressort est écartée et la fourniture de devises devient la principale voie de refinancement auprès de la caisse d'émission. Il s'ensuit un accroissement du risque de liquidité et une fragilité potentielle du système bancaire. Confrontée à la quasi-absence de prêteur en dernier ressort au niveau domestique, le système bancaire lituanien a cherché à s'adapter à ces contraintes particulières. A l'image de ce qui s'est passé dans la plupart des économies à *currency board*, le paysage bancaire s'est modifié en faisant émerger les tendances de fond suivantes :

- *Restructuration avec fort soutien de l'Etat*. Au fil des recapitalisations et des plans de sauvetage, les restructurations se sont soldées par le transfert, contre émission d'obligations d'Etat, des créances douteuses à une structure *ad hoc*, la Turto Bankas. Par ailleurs l'Etat a dû financer l'indemnisation des déposants jusqu'à ce que le fonds d'indemnisation, dont la constitution a été votée en hâte le 21 décembre 1995 alors que la crise venait d'éclater, soit enfin en fonction. Si cependant l'Etat a fortement piloté les restructurations, il a aussi privatisé au point qu'il ne contrôlait plus que 0,15% du capital du secteur bancaire fin 2002.
- *Concentration bancaire*. Les insolvabilités se sont multipliées à partir de 1995. La crise bancaire systémique de la fin 1995 a accentué une tendance très nette à la simplification du paysage bancaire lituanien. Il y avait vingt-huit banques commerciales en activité début 1994, douze fin 1995 et il n'en restait que neuf en 2000. Cette simplification a certes consolidé et assaini le secteur, mais au prix de la constitution de quasi-monopoles bancaires à travers des fusions largement encouragées par les autorités. Les trois premiers groupes bancaires détenaient 80% des actifs totaux du secteur bancaire fin 2002.

- *Ouverture au capital étranger*. L'internationalisation du secteur bancaire est une condition de réussite du *currency board*, car elle assure un soutien externe des banques domestiques, à défaut de soutien interne[3]. On s'oriente alors vers une internationalisation et une privatisation de la fonction de prêt en dernier ressort. Depuis mars 2000, une nouvelle loi sur les banques commerciales autorise un développement illimité des filiales de banques étrangères sur le territoire lituanien. C'est ainsi que la part des investisseurs



étrangers dans le capital des banques est passée de 16% à 88% entre 1996 et 2003 (cf graphique), les banques suédoises étant particulièrement actives.

[3] Dans les pays sous *currency board* ou dollarisés, la majeure partie du système bancaire est détenue par des groupes étrangers. On se rapproche de la configuration des *currency boards* coloniaux britanniques dans lesquels les banques locales étaient des filiales de banques dont le siège était à Londres, où se déroulaient les opérations de compensation et de refinancement, sous les auspices de la Banque d'Angleterre qui assumait, en définitive un rôle de prêteur en dernier ressort pour l'ensemble de l'Empire colonial.

3. CHOCS EXOGÈNES ET CRISE ÉCONOMIQUE ET SOCIALE

Le choc de la crise bancaire systémique de 1995-96 doit être replacé dans le contexte de problèmes structurels supplémentaires occasionnés par la rigidité du *currency board* : appréciation du taux de change réel, conséquences de la crise russe d'août 1998, surliquidité bancaire.

3.1. Le taux d'ancrage et l'appréciation du taux de change réel

Le niveau auquel le litas a été ancré sur le dollar ainsi que l'évolution défavorable de la compétitivité-coût lituanienne du fait de l'appréciation du taux de change réel a été au cœur des récriminations contre le *currency board*, particulièrement des lobbies exportateurs dont l'un des dirigeants est devenu ministre de l'économie fin 1996. De fait, des études concluent à ce que le taux choisi lors de l'ancrage nominal sous-évaluait le litas, laissant ainsi une marge de manœuvre importante pour son appréciation réelle ; ainsi que dans de nombreux autres PECO, le taux de change, à la suite du déclenchement de la « transition », a surréagi (Krajnyák & Zettelmeyer 1998).

Il reste que la Lituanie a dû composer, à partir de 1995, avec un choc asymétrique lent mais déstabilisant dans la durée : la hausse du dollar et le niveau élevé des taux d'intérêt américains. L'ancrage du litas au dollar a nui à la compétitivité des exportations lituaniennes en direction de partenaires commerciaux intégrés principalement à la future zone euro – Russie exceptée. L'ancrage des taux d'intérêt aux taux américains, auxquels est adjointe la prime de risque, a également été préjudiciable. Par la suite, le réancrage sur l'euro a eu lieu au plus mauvais moment pour la balance des transactions courantes puisqu'il s'est fait quasiment aux plus bas niveaux de l'euro face au dollar (0,8632 dollar pour un euro), avant une remontée de l'euro d'environ 50% en deux ans.

3.2. Violence des ajustements

La crise russe d'août 1998 a cassé net la croissance en Lituanie et l'a brutalement plongé dans la récession (-1,8% en 1999). Elle a entraîné un repli très brutal des échanges avec la Russie et le reste de la CEI, qui était encore le principal partenaire commercial de la Lituanie. Le taux de chômage a considérablement augmenté, quel que soit l'indicateur employé. Le revenu mensuel net moyen réel a vu son rythme d'accroissement s'affaiblir puis a baissé en 2000 et 2001 (cf annexe statistique).

De la fin juillet à la fin novembre 1998, le *currency board* a perdu 18% de ses avoirs étrangers nets et le système bancaire 25%, soit une chute plus forte que lors de la crise bancaire de 1995-96 et surtout plus durable. Les effets lituaniens de la crise russe ont conduit les autorités à se raidir sur le dispositif de *currency board* en reportant puis en abandonnant le programme de sortie annoncé début 1997. Dans le même temps cependant, le gouvernement a mené une relance budgétaire avec un net accroissement du déficit public (8,5% du PIB en 1999 contre 5,9% en 1998). Or le relâchement budgétaire est *a priori* contradictoire avec la discipline rigide qu'impose un dispositif

de *currency board* ; en effet, tout endettement prolongé de l'Etat pourrait remettre en cause sa capacité à assurer le service de la dette et porterait atteinte à la crédibilité du *currency board*. L'exemple argentin illustre le danger de cette dérive.

Au total, la principale critique adressée au *currency board* a trait au mécanisme d'ajustement automatique qui empêche de mener toute politique monétaire contracyclique pour amortir les chocs asymétriques. A la différence d'un système de taux de change fixe classique, le *currency board* ne permet pas d'intervenir pour neutraliser l'effet des mouvements de capitaux. La vulnérabilité des *currency boards* aux chocs exogènes s'explique principalement par l'absence de marges de manœuvre sur le change et les taux d'intérêt. Dans le cas lituanien, la restauration progressive de certains instruments de politique monétaire a pu assouplir la contrainte, sans cependant l'éliminer. Par ailleurs, il apparaît qu'un *currency board* n'est pas à l'abri des attaques spéculatives, contrairement aux arguments développés par les avocats de ce système. En cas de choc asymétrique et/ou de retrait massif de capitaux étrangers, les banques et l'économie réelle ont la charge de l'ajustement dans son intégralité. L'alourdissement de la contrainte d'ajustement associée à une exposition répétée aux chocs suscite, tôt ou tard, des interrogations sur la soutenabilité de cette contrainte à moyen-long terme.

3.3. Difficultés de financement et soumission aux afflux de capitaux

Au-delà de la vulnérabilité du système bancaire, la privation de l'action traditionnelle de refinancement et de prêt en dernier ressort a des répercussions sur la dynamique du crédit domestique ; elle rend la croissance tributaire des mouvements de la balance des paiements. En effet, une expansion de l'activité économique conduit à accroître la demande de crédit des agents non financiers. Elle se traduit par un besoin de refinancement accru des banques commerciales qui ne peut que provoquer une tension sur les taux de refinancement si la banque centrale n'est pas accommodante. C'est le cas dans le *currency board* puisque en principe l'évolution de la base monétaire ne dépend que de la variation des réserves en devises. Cette rigidité de l'offre de monnaie centrale conduit les banques lituaniennes à mener une politique du crédit particulièrement conservatrice et à maintenir des positions de surliquidité, au point que les contraintes déjà strictes de la réglementation prudentielle en matière de ratios de liquidité et de solvabilité sont largement dépassées[4]. La réglementation prudentielle ainsi que le niveau des réserves obligatoires sont particulièrement élevés afin de garantir une liquidité suffisante. Cette surliquidité des banques se traduit par une restriction extrême du crédit. En 2000, les crédits accordés aux entreprises représentaient 15% du PNB, soit à peine plus qu'en Albanie ; de façon générale ils occupent une part de plus en faible dans les actifs des banques[5]. Cette attitude restrictive et prudente est commune à l'ensemble des *currency boards* européens[6].

L'accumulation de réserves en devises s'avère alors indispensable pour assurer l'accroissement de l'offre de monnaie associée à l'expansion. La persistance, dans la durée, d'entrées de devises constitue un élément essentiel de la capacité des banques à

---

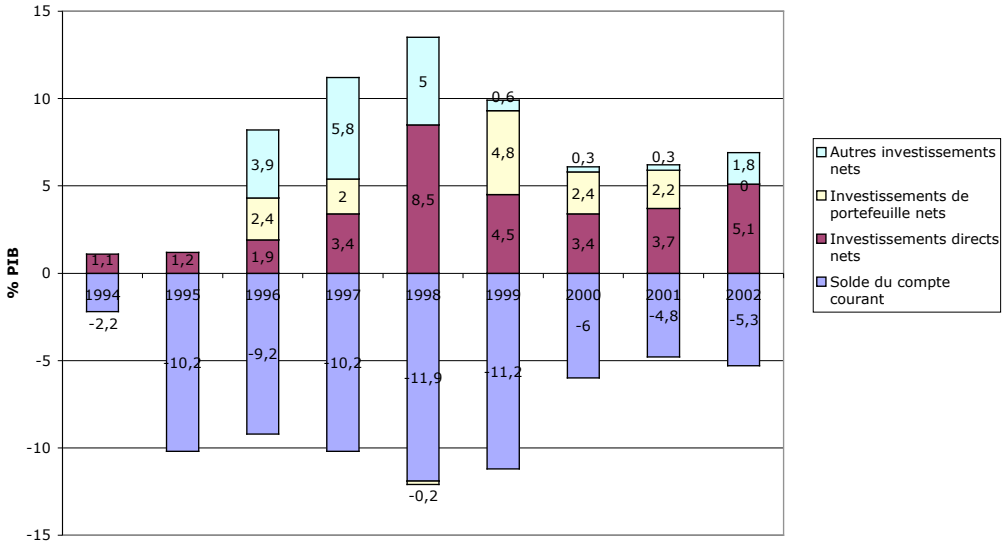
[4] Fin 2001, par exemple, les ratios de solvabilité et de liquidité du système bancaire s'établissaient à 15,7% et 48% contre des exigences fixées respectivement à 8 % et 30%.

[5] Moins de 40% en janvier 2001.

[6] Le crédit aux entreprises est équivalent à 20% du PNB en Estonie, à 10% en Bulgarie – ces deux pays étant en *currency board* - contre 42% en République tchèque ou 53% en Slovénie.

répondre favorablement aux demandes de crédit. Le *currency board* oblige ainsi à dégager un excédent structurel de la balance des paiements pour assurer la régularité de la croissance (Ponsot 2000, p.42). Pour cela, une première option consiste à aboutir à un excédent du compte courant. Ce n'est pas le cas de la Lituanie. Le déficit courant rapporté au PIB tend à diminuer, mais est resté à un niveau élevé[7] (cf graphe), ce qui suscite des interrogations sur sa soutenabilité à moyen terme (Geralaviius 1999, p.11). La seconde option vise à obtenir un excédent de la balance des capitaux supérieur au déficit courant, grâce en particulier à d'importantes entrées d'investissements directs consécutives aux vagues de privatisations, l'essentiel étant de maintenir, dans la durée, des flux d'entrées nets de devises. La Lituanie y est jusqu'ici correctement parvenue.

Décomposition du compte financier en couverture du déficit courant
Source : FMI et Banque de Lituanie. Données incomplètes sur 1994 et 1995



CONCLUSION

Le *currency board* lituanien a eu un problème chronique de crédibilité durant les années 1990. Ce déficit est certes imputable à une organisation institutionnelle défaillante à l'origine, au non-respect de la discipline contenue dans « l'esprit » du *currency board* et au manque d'engagement des autorités lituaniennes. Cependant, cette analyse serait incomplète si l'on ne s'interrogeait pas sur l'origine de ces déficiences. Celles-ci apparaissent comme le résultat de la nécessité de réintroduire des marges de manœuvre pour limiter le poids des contraintes imposées par le *currency board*.

Le *currency board* apparaît contradictoire dans ses fondements avec l'idée même de crédibilité puisqu'il impose des contraintes telles qu'elles apparaissent difficilement tenables à long terme. Pour que ces contraintes soient soutenables, il faut pouvoir compter sur des afflux durables de capitaux à long terme permettant de compenser le déficit courant issu de la moindre compétitivité que produit l'appréciation continue du taux de change effectif réel ; il faut aussi que la population s'accommode

[7] Jusqu'en 1997, ce déficit courant s'expliquait pour l'essentiel par une augmentation de la consommation des ménages plus rapide que la croissance du PIB. Par la suite, les importations de biens d'investissement sont devenues la principale cause du déséquilibre.

d'une grande flexibilité des salaires réels et des violents à-coups sur le travail que produisent les chocs externes. Flexibilité de l'économie réelle et intégration renforcée à l'économie émettrice de la monnaie de rattachement sont les deux conditions de viabilité d'un *currency board* (Ponsot 2003).

Dans ce cadre, le réancrage du litas sur l'euro en février 2002 va dans le sens de l'intégration rapide de l'économie lituanienne à l'économie européenne centrée sur la zone euro. L'adhésion à l'Union européenne et la perspective d'intégrer la zone euro rendent davantage soutenable un régime monétaire très exigeant en termes de réformes structurelles. La BCE a fini par admettre la compatibilité de ce régime de change avec le mécanisme de change européen (ERM II) (ECB 2002). C'est ainsi que la stratégie du *currency board*, longtemps mal assumée en Lituanie, peut offrir une sortie par le haut vers l'euro, contrairement à la sortie en catastrophe du *currency board* argentin.

Bibliographie

BOFIT 2001. Estonia, Lithuania, Latvia. Baltic Economies. *Baltic Economies-The Quarter in Review* 1/01.

Camard, W. 1996. Discretion with Rules? Lessons from the Currency Board Arrangement in Lithuania. *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment* 96/1.

ECB. 2002. The Eurosystem's Dialogue with EU Accession Countries. *ECB Monthly Bulletin*, July.

Fleming, A., Chu, L. & Bakker, M.R. 1997. Banking Crises in the Baltics. *Finance & Development* 34.1, pp.42-45. Reprod. *in* : *Problèmes économiques* n° 2538, pp. 30-32.

Geralaviuus, V. 1999. Lithuanian Economy: Present and Short-Term Prospects. *Conference: Lithuania, From Transition to Convergence*. Vilnius, 23-24 September.

Hanke, S.H. & Schuler, K. 1991. Réformes monétaires à l'Est : '*currency board*s' contre banques centrales. Trad. J. Arfwedson. Institut Euro 92, Paris.

Hanke S. H., Schuler K. 1994. Currency Board - Like Systems Are not Currency Boards. *Transition. The Newsletter about Reforming Economies* 5.6, July-August, p. 13.

Hanke, S.H. & Schuler, K. 2000 (1994). *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco: ICS Press.

Krajnyák, K. & Zettelmeyer, J. 1998. Competitiveness in Transition Economies: What Scope for Real Appreciation? *IMF Staff Papers* 45.2, pp. 309-362.

Kydland, F.E. & Prescott, E.C. 1977. Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85.3.

Leontjeva E. 1997. The Controversy Over Money. *The Free Market*, n°5.

Lietuvos Bankas. 1999. Guidelines for the Application of the Bank of Lithuania Monetary Policy Instruments. *Valstybes Zinios* 61-2024. Résolution n° 101 du 1er juillet 1999.

Nauseda, G. 1999. Lithuanian Monetary Policy Development in a Changing Economic Environment. *Conference: Lithuania, From Transition to Convergence*. Vilnius, 23-24 September.

Nenovsky, N., Hristov, K. & Mihaylov, M. 2001. Comparing Currency Board Automatic Mechanism in Bulgaria, Estonia and Lithuania. *Document de recherche du Laboratoire d'Economie d'Orléans* 2001-24.

Niaura, J. 1998. The Experience of Lithuania in Adopting and then Exiting from the Currency Board System. *International Conference on Exchange Rate Stability and Currency Board Economics*. Hong Kong, 28-29 November.

Ponsot, J.-F. 2000. Le *currency board* : le carcan de la convertibilité intégrale au nom de la stabilité et de la crédibilité monétaire. *Techniques Financières & Développement* 61, pp. 49-56.

Ponsot, J.-F. 2002. Le *currency board* : régime de crédibilité ou d'intégration monétaire ? *Les Cahiers du Gratice*, numéro spécial « Monnaie, banques et crédit » n° 23, pp.59-81.

Rudgalvis, K. 1996. Establishing a New Currency and Exchange Rate Determination: The Case of Lithuania. ESRC Project n° R000.23.5650, CERT / Heriott-Watt University, Edinburg.

ANNEXE STATISTIQUE

Tableau 1 - Lituanie, indicateurs macroéconomiques

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Croissance du PIB (%, à prix constants)	-21,3	-16,2	-9,8	3,3	4,3	7,3	7,3	-1,8	4	6,5	6,7
Inflation (%, fin de période)	1162,5	188,6	72,2	35,5	13,1	8,4	2,4	0,3	1,5	2	-1
Solde budgétaire / PIB (%)	0,5	-3,3	-5,5	-4,5	-4,5	-1,8	-5,9	-8,5	-2,8	-2	-1,2
Croissance des salaires réels (%)	-38,1	-38,9	14,2	3,5	3,3	13,4	13,7	5,4	-2,6	-0,2	5
Taux de chômage (Labour force survey)			17,4	17,1	16,4	14,1	13,3	14,1	15,4	17,4	13,8
Taux de chômage (Employment office records)	3,5	3,5	4,5	7,3	6,2	6,7	6,5	10	12,6	12,9	10,9
Part des prêts en devises (%)				32	33	42	56	61,6	66,8	60,6	51,1
Dépôts en devises / M2 (%)	46,5	25,5	26,8	26,0	24,4	21,2	24,1	30,4	34	32,9	24,4

Sources : Office de statistiques lituanien, BOFIT, OCDE, FMI