

**Jérôme Blanc et Jean-François Ponsot \***

## **CREDIBILITE ET CURRENCY BOARD : LE CAS LITUANIEN**

### **INTRODUCTION**

La Lituanie est l'un de ces pays qui, dans les années 1990, ont transformé leur Banque centrale en *currency board* (caisse d'émission) dans l'objectif de supprimer toute politique monétaire discrétionnaire. D'autres pays ont fait de même : avant elle, l'Argentine (1991) et l'Estonie (1992) ; après elle, la Bulgarie (1997) et la Bosnie-Herzégovine (1997). Les personnes qui promeuvent activement les *currency boards*, au premier rang desquels Stephen Hanke et Kurt Schuler (Hanke & Schuler 1991, 2000), les conçoivent comme un système pérenne d'organisation et de contrôle de l'émission monétaire, mais les proposent dans des situations monétaires difficiles voire catastrophiques de sorte qu'ils apparaissent d'abord dans ce contexte comme un outil de stabilisation monétaire au service d'une stabilisation macroéconomique.

Le *currency board* s'articule autour de trois principes : la fixité du taux de change de la monnaie nationale avec la monnaie d'ancrage choisie ; la convertibilité intégrale de la monnaie émise par l'institut d'émission ; la garantie de cette convertibilité intégrale par une couverture au moins égale à 100 % de la base monétaire par les réserves officielles de change du *currency board*. La Banque centrale soumise aux règles du *currency board* n'est plus en mesure de mener une politique monétaire et n'est plus non plus en mesure d'assurer des fonctions de prêteur en dernier ressort. Dans les propositions de *currency board* qui sont intervenues depuis les années 1980 dans un cadre théorique qui emprunte à la théorie du *free banking* et à la nouvelle économie classique, ces contraintes ont pour objet ultime d'assurer la stabilité monétaire au moyen de la restauration de la crédibilité de la monnaie. L'idée fondamentale est qu'une politique monétaire laissée à la discrétion de la Banque centrale ne permet pas d'établir une crédibilité monétaire de long terme. Au contraire, une telle crédibilité ne peut être obtenue que par la suppression de cet aspect discrétionnaire grâce à l'encadrement strict des actions de la Banque centrale par un corpus de règles contraignantes répondant à la logique théorique sous-jacente —

---

\* Jérôme Blanc ([jerome.blanc@univ-lyon2.fr](mailto: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](mailto:jfponsot@u-bourgogne.fr)) est chercheur au CEMF-LATEC (CNRS - Université de Bourgogne).

autrement dit il s'agit de substituer à la politique monétaire discrétionnaire une simple gestion monétaire par pilotage automatique de l'émission monétaire.

Cet article examine le *currency board* lituanien. Son fonctionnement, depuis sa mise en œuvre en avril 1994 jusqu'au début de l'année 2002, conduit à s'interroger sur cette crédibilité qui est au cœur du dispositif et sans laquelle le dispositif perd tout intérêt. Le dispositif lituanien a indéniablement souffert d'un déficit chronique de crédibilité. Une première partie expose le contexte lituanien dans lequel le *currency board* a pris place, la forme qu'il a prise et le déficit de crédibilité dont il a souffert. La question posée est alors celle des raisons de ce défaut. Une première approche consiste à souligner l'écart existant entre le modèle canonique de *currency board*, censé apporter par lui-même la crédibilité, et le modèle lituanien ; il apparaît en effet que celui-ci n'a pas été établi conformément aux canons en la matière et qu'il a été progressivement l'objet d'une *dénaturation* certaine. La deuxième partie souligne les éléments allant dans le sens de cette approche. Cependant une autre approche consiste à souligner que ce sont les contraintes engendrées par le dispositif de *currency board* lui-même, fût-il non conforme aux canons, 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 est le produit du *currency board* lui-même. La troisième partie essaie 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.

## 1. LE CURRENCY BOARD LITUANIEN

### 1.1. Le contexte lituanien

Alors qu'en Estonie la sortie de la zone rouble, l'installation d'une monnaie nationale définitive et l'établissement d'un *currency board* ont été simultanés (Bennett 1993), la réforme ayant lieu de façon très ramassée en quelques jours en juin 1992, la Lituanie a réalisé ces trois étapes en trois temps bien distincts. La sortie de la zone rouble a eu lieu en octobre 1992 lorsque le gouvernement a retiré son pouvoir libérateur légal au rouble pour ne le laisser qu'au seul talonas, monnaie provisoire émise aux côtés du rouble quelques mois plus tôt, en mai 1992<sup>1</sup>. L'introduction d'une monnaie nationale définitive, le litas, envisagée dès la restauration de la Banque centrale (Lietuvos Bankas) en mars 1990 et préparée officiellement depuis la loi du 5 novembre 1991, a eu lieu en juin 1993. Enfin, la transformation de la Banque centrale en *currency board* a eu lieu en avril 1994 à la suite d'une loi dite "loi sur la crédibilité du litas" votée le 17 mars. Au modèle estonien à la hussarde s'oppose donc en apparence un modèle lituanien plus progressif. Cette progressivité peut être mise sur le

---

<sup>1</sup> Les premiers talonas datent en fait d'août 1991 mais ils étaient d'un usage strictement complémentaire au rouble, à la façon de titres de rationnement : joints à un paiement en rouble ils permettaient d'accéder à des biens rares et de base comme en particulier les biens alimentaires.

compte des attermolements politiques et d'un moindre avancement dans les réformes et la stabilisation macroéconomique qui ont longtemps retardé l'introduction du litas. Elle était donc moins un choix que le produit d'une configuration politique et économique plus complexe qu'en Estonie.

C'est en 1994 que l'économie lituanienne connaît le fond de l'effondrement qui a accompagné et suivi celui de l'URSS et l'indépendance. Le PIB de l'année 1994 ne représente plus que 54% de celui de 1989 ; la production industrielle est plus faible encore. En 1991 s'est enclenchée l'hyperinflation avec une hausse des prix à la consommation de 380% en glissement annuel en 1991 et de 1160% en 1992, le pic étant atteint entre novembre 1991 et février 1992<sup>2</sup>. Lorsque le litas est introduit, en juin 1993, une tendance nette à la désinflation s'est amorcée. Une politique monétaire restrictive et des interventions de la Banque centrale sur le marché des changes permettent d'introduire le litas dans des conditions d'apaisement. Dans les mois qui suivent, cette tendance se poursuit : l'inflation mensuelle adopte un rythme plus réduit (4,3% mensuels de juin à octobre 1993 avec un creux prononcé en juillet-août), le litas se réévalue face au dollar (au point que cette réévaluation fait craindre aux exportateurs une perte de compétitivité), la dollarisation des épargnes bancaires se dégonfle rapidement (le rapport des comptes en dollars sur l'agrégat M2 chute d'un sommet de 47% en avril à 30,5% en octobre 1993)<sup>3</sup>. Le PIB et la production industrielle continuent de chuter, comme dans les autres pays baltes, mais le rythme se ralentit (voir le tableau en annexe). Le pays a, d'une certaine façon, passé le pire, bien que la phase de chute de sa production ne soit pas encore finie. Le tout laisse penser qu'une stabilisation monétaire proche de ce qui se passe alors en Lettonie est en cours. L'instauration d'un *currency board* n'apparaît pas, de ce point de vue, comme une nécessité de la stabilisation monétaire.

## 1.2. Quel ancrage nominal ?

Pourtant, fin octobre 1993, le Premier ministre Adolfas Slezevicius annonce l'intention du gouvernement d'ancrer le taux de change du litas à la manière estonienne — c'est-à-dire au moyen d'un *currency board*. Dès lors les débats sur le régime de change à donner sur le long terme au litas ainsi que sur les modalités précises d'un *currency board* lituanien prennent de l'ampleur. Le gouvernement, issu du retour au pouvoir des ex-communistes dans le cadre d'un parti rénové (LDLP, parti lituanien démocratique du travail) et dont les liens avec le PCUS avaient été rompus dès la fin 1989, semble prêt à se lier les mains en matière de politique monétaire en suivant l'exemple estonien au plus prêt. Pour préparer l'établissement du nouveau régime de change, le gouvernement forme un groupe de travail composé notamment d'économistes du FMI. L'objectif est alors de rédiger un texte préliminaire à partir de celui estonien et de proposer un choix d'ancrage et de taux d'ancrage du litas au Président de la république, au Premier ministre et au gouverneur de la *Lietuvos Bankas* (Camard 1996, p.4). Le contexte de cette proposition est celui de la constitution progressive de réserves de change (comprenant réserves de devises, d'or et de DTS)

---

<sup>2</sup> Selon le critère standard et restrictif de Cagan (1956, p.25), la Lituanie ne connaît que deux mois d'hyperinflation : en décembre 1991 et janvier 1992, lorsque la hausse des prix à la consommation atteint 53% puis 54%.

<sup>3</sup> M2 est composé de M1 (monnaie manuelle et dépôts à vue en litas) et de la quasi-monnaie (dépôts à terme en litas et dépôts en devises).

substantielles depuis le début 1993. Elles n'ont cessé d'être supérieures à la base monétaire depuis janvier 1993, permettant de ce fait le fonctionnement d'un tel système dans la mesure où la règle est la couverture à 100% de la base monétaire par des réserves de devises fortes et d'or. Le 17 mars 1994, la *Loi de crédibilité du litas* est votée par le parlement lituanien, le Seimas ; le texte prévoit, au 1<sup>e</sup> avril, la mise en œuvre d'un régime monétaire de *currency board* articulé autour des trois principes fondamentaux suivants : convertibilité illimitée des litas émis par la *Lietuvos Bankas* ; couverture à 100% de la base monétaire par des réserves de change et d'or de la *Lietuvos Bankas* ; ancrage du litas à une devise à un taux fixe. La loi ne mentionne pas la monnaie d'ancrage ni le taux ; la décision est bientôt prise de réaliser un ancrage sur le dollar à un taux de 4 litas pour un dollar. On peut s'interroger ici sur les motifs du choix du dollar plutôt que de tout autre ancrage. Le choix du dollar comme monnaie d'ancrage plutôt que le deutsche mark, une autre devise ou encore un panier de devises se justifie à l'époque de plusieurs façons.

L'ancrage sur un panier de devises, fut-il simple car composé de deux devises comme le dollar et le deutsche mark, apparaît comme réduisant l'intérêt d'un *currency board* car réduisant sa lisibilité. L'avantage d'un ancrage sur une seule monnaie est celui de la clarté et de la simplicité, le taux de change apparaissant comme irrémédiablement fixe face à une monnaie de référence alors qu'un ancrage sur un panier fait que dans la pratique le taux de change du litas face à une seule des devises composant le panier apparaîtra variable. Par ailleurs s'il est techniquement possible de constituer des réserves de devises panachées, ce qui irait de pair avec l'ancrage sur un panier de monnaies, un tel panachage nuit à la crédibilité car, du seul fait des variations du change, une couverture adéquate à un moment donné peut ne plus être suffisante par la suite.

Le refus d'un ancrage sur le deutsche mark seul se justifie en outre par plusieurs facteurs. En premier lieu, l'économie est dollarisée et non pas markisée : les épargnes bancaires, les épargnes manuelles, certains paiements et certaines pratiques de compte se font à partir du dollar, pas du mark. En second lieu, la principale monnaie de facturation du commerce extérieur est à l'époque le dollar car les partenaires principaux de la Lituanie, la Russie et les autres États de la CEI, ont basculé la facturation de leurs échanges en dollars peu après l'éclatement de l'URSS. Il est ainsi *a priori* plus avisé de constituer des réserves de change prioritairement en dollars qu'en tout autre monnaie. Les importations depuis et les exportations vers l'Union européenne, qui pourraient justifier un ancrage sur le deutsche mark, ne représentent en 1994 que, respectivement, 27% et 31% du total (dont 13,8% et 11,5% pour la seule Allemagne), en très forte augmentation sur 1993, contre encore 50% et 53% pour la CEI. On peut considérer cependant que l'ancrage sur le dollar est en la matière une politique à courte vue étant donné la transformation structurelle considérable des flux d'échanges qui rattrouent tendanciellement davantage la Lituanie, comme d'ailleurs les deux autres pays baltes, à l'Union européenne qu'à la CEI ; la volonté forte affichée par ces trois pays d'adhérer rapidement à l'Union européenne va dans ce sens.

Ainsi l'Estonie a choisi dès juin 1992 un ancrage sur le deutsche mark malgré un commerce extérieur encore majoritairement orienté vers la CEI, en anticipant clairement sa réorientation rapide ainsi que, il est vrai, l'intensification rapide des flux avec la Scandinavie. La Bulgarie, en 1997, a elle aussi choisi un ancrage sur le deutsche mark. En troisième lieu, la Lituanie connaît une diaspora importante située en Amérique du Nord et particulièrement aux États-Unis ; l'ancrage sur le dollar est aussi un signe à l'attention de cette diaspora et l'on anticipe alors qu'une partie non négligeable des investissements directs auront lieu par un phénomène de retour économique des

membres de cette diaspora. De fait, les premiers investissements directs sont très modestes et les entreprises de l'Union européenne sont largement majoritaires. La montée en puissance des investissements directs à partir de 1996-97 a lieu du fait d'investissements d'entreprises européennes bien plus qu'américaines. Un dernier élément fait penser que le choix lituanien d'un ancrage sur le dollar est à courte vue : ainsi que le souligne Santiprabhob (1997), le choix de la monnaie d'ancrage doit aussi se faire en tenant compte du cycle du pays de la monnaie d'ancrage car le *currency board* conduit à importer la politique monétaire de ce pays et nécessite donc, pour gérer les chocs, d'avoir un cycle conforme à lui. Dans la perspective d'une intégration européenne sur le plan des échanges et des investissements à court ou moyen terme et d'une intégration à l'Union européenne à plus long terme, la logique voudrait que l'ancrage choisi soit plutôt une monnaie européenne. Le fait que ce ne soit pas le cas ne peut qu'accroître l'impact des chocs exogènes ; par exemple la solidité du dollar face aux monnaies européennes dans la seconde moitié des années 1990 a pesé sur le commerce extérieur lituanien qui était davantage tourné vers l'Union européenne que vers les États-Unis.

### 1.3. Un déficit chronique de crédibilité

On peut isoler, sur la période 1994-2001, six épisodes de crise pour le *currency board*. Ces épisodes sont marqués par le surgissement de l'un des problèmes suivants ou d'une combinaison de ceux-ci : problèmes d'organisation institutionnelle du *currency board* (été 1994), doutes sur le caractère soutenable du *currency board* (hiver 1994-95, été 1997 et été 1998), doutes sur les intentions des autorités (hiver 1994-95, été 1997, été 1998 et automne 1999), crise bancaire (hiver 1995-96), chocs externes (été 1997 puis été 1998), crise sociale et politique (été 1998 puis automne 1999). Dans chacun d'eux la question de la sortie du *currency board* est posée, soit par des observateurs en périphérie du *currency board* (forces politiques d'opposition, lobbies, journalistes, chercheurs), soit par des personnes situées au cœur même du système (gouvernement, conseil de la *Lietuvos Bankas* dont le gouverneur lui-même). Cette perspective d'une sortie du *currency board*, mûrement préparée ou en catastrophe, apparaît toujours comme un élément déclencheur ou aggravant de la crise, jamais comme le résultat de la crise ; au contraire l'épisode de crise se clôt invariablement par un durcissement des positions autour du *currency board* qui sort ainsi renforcé dans son principe — mais pas nécessairement dans son application.

On s'intéressera à quatre éléments au cœur de ces épisodes de crise : la question de l'organisation institutionnelle du *currency board* ; la question de la pérennité du dispositif compte tenu d'incertitudes notamment politiques ; la crise bancaire qui a affecté violemment le *currency board* lors de l'hiver 1995-96 ; les chocs exogènes qui sont intervenus dans la seconde moitié des années 1990 et la crise économique et sociale qui a suivi. Le tout peut être mieux compris si l'on délimite deux périodes dans la vie du *currency board* lituanien de 1994 à 2002. D'avril 1994 à la fin 1996 l'objectif est et demeure la crédibilité du litas au sein du *currency board*. De janvier 1997 à février 2002 le problème central qui est posé est celui de la sortie du *currency board* puis du réancrage du litas sur l'euro. La question posée est celle de l'origine du défaut de crédibilité chronique dont souffre le *currency board* lituanien.

**Tableau 1 – Agrégats monétaires et taux d'intérêt durant les six épisodes de crise**

	Mars - juillet 1994	Novembre 1994 – février 1995	Novembre 1995 – février 1996	Août – novembre 1997	Juillet – octobre 1998	Avril – octobre 1999
M2 *	+19,6%	+6,3%	-11,4%	+6,7%	+0,8%	+0,5%
Taux de dollarisation de M2 **	-1,5	+5,4	-2,1	-2,8	+3,2	+6,3
Dépôts en dollars *	+12,2%	+29,2%	-17,5%	-5,4%	+15,1%	+27,3%
Dépôts à terme en litas *	+60,3%	-9,6%	-19,7%	+1,9%	-1,2%	+6,9%
Base monétaire *	+33,5%	-9,2%	-15,9%	+8,6%	-3%	-10,2%
Réserves totales de change *	+22,3%	-7,1%	+0,4%	+2,7%	-10,7%	-10,5%
Avoirs étrangers nets du <i>currency board</i> *	N. D.	-1,4% <sup>P</sup>	-13,9%	+0,6%	-14,3%	-14,1%
Avoirs étrangers nets du système bancaire *	N. D.	-2% <sup>P</sup>	-14,9%	-0,3%	-20,2%	-15,6%
Taux d'intérêt interbancaires sur les prêts en litas***	N. D.	+93 <sup>P</sup>	+1680	N. D.	+195	+515
Taux d'intérêt sur les prêts en litas à 1-3 mois ***	- 2123	-1940	+635	+459	+217	-478

*Le tableau traite de la variation des grandeurs choisies, non de leur niveau. La variation est exprimée en pourcentage (\*), en points de pourcentage (\*\*), ou en points de base (\*\*\*).<sup>P</sup> : entre janvier et février 1995. N. D. : statistiques non disponibles. Source : Lietuvos Bankas.*

## 2. L'HYPOTHESE DE LA DENATURATION D'UN DISPOSITIF IMPUR DE CURRENCY BOARD

Quelle est l'origine du défaut de crédibilité chronique dont souffre le *currency board* lituanien ? Les promoteurs de ce type de dispositifs avancent en général une hypothèse centrale lorsqu'il s'agit de comprendre pourquoi un *currency board* ne conduit pas automatiquement à la crédibilité, hypothèse qu'on peut appliquer sans peine au cas lituanien. L'idée est que le modèle lituanien de *currency board* ne coïncide pas avec le modèle canonique, "pur", ou "orthodoxe" de *currency board*. Il apparaît en effet que celui-ci n'a pas été établi conformément aux canons en la matière et qu'il a été progressivement l'objet d'une *dénaturation* certaine.

### 2.1. La tare congénitale : les problèmes dans l'organisation institutionnelle du *currency board*

Les questions relatives à la bonne organisation du *currency board* ont été au cœur des difficultés auxquelles il a dû faire face plusieurs mois durant à partir du vote le 17 mars 1994 de la *Loi sur la crédibilité du litas* qui l'établit à la date du 1<sup>e</sup> avril.

#### 2.1.1. Luttres politiques et intérêts divergents

Un premier écueil institutionnel tient aux luttes politiques autour du *currency board*. Celui-ci est établi en l'absence criante de consensus. La Banque centrale elle-même s'opposait à son établissement. Les banques commerciales ont également marqué leur hostilité au *currency board*, par souci de préserver les profits obtenus sur les transactions de change. De leur côté, les industriels ont émis des craintes sur la définition de la parité, craignant une perte de compétitivité de leurs exportations. Les autorités politiques, quant à elles, se sont distinguées par le manque de lisibilité de leurs intentions. Alors que le principal argument en faveur de l'instauration d'un *currency board* est le rétablissement rapide de la stabilité des prix et du change, le gouvernement a invoqué la stimulation de la production et de relance des revenus comme objectif principal de son action pour défendre son projet. Il y avait là une erreur de jugement, une contradiction manifeste — ou plus simplement une promesse populiste —, dans la mesure où le *currency board* prive la politique économique des outils nécessaires à la réalisation de l'objectif de relance de la production et des revenus. Ainsi, non seulement le *currency board* était loin de faire l'unanimité, mais l'engagement de ses principaux avocats était marqué par la confusion ou des motivations non dépourvues d'ambiguïtés.

Surtout, l'opposition de droite au gouvernement dépose très vite un recours auprès de la Cour constitutionnelle en considérant que la *Loi sur la crédibilité du litas* est contraire à la Constitution, dont l'article 125 stipule que "la *Lietuvos Bankas* doit disposer du droit exclusif d'émission des billets de banque". Or la loi du 17 mars donne à la *Lietuvos Bankas* une contrainte d'émission sur laquelle le gouvernement a pris dans la mesure où son article 3 stipule que "le taux de change officiel du litas et la monnaie d'ancrage doivent être établis ou modifiés par le gouvernement de la République de Lituanie sur la base d'une coordination avec la *Lietuvos Bankas*". De fait, la Cour constitutionnelle jugera bien, par un arrêt du 4 janvier 1995, qu'il y avait

anticonstitutionnalité. Mais entre temps l'article incriminé a été amendé et le *currency board*, au lieu d'être démantelé pour cause d'anticonstitutionnalité, en est sorti renforcé.

### 2.1.2. L'organisation institutionnelle du *currency board*

Devant le risque d'un arrêt défavorable au *currency board* ainsi que devant l'absurdité d'une disposition qui soumet en définitive aux gouvernements (fortement instables puisque le gouvernement en place à l'époque est le sixième en quatre ans) un choix qui devrait, dans la logique du *currency board*, ne pas être laissé aux aléas du pouvoir politique, le Seimas vote le 20 juillet 1994 un amendement à l'article 3 de la loi de crédibilité du litas. Désormais la responsabilité d'un changement de taux de change et d'ancrage monétaire est confiée à la *Lietuvos Bankas* elle-même, " en coordination avec le gouvernement " et " à titre exceptionnel ". Par la suite la *Loi sur la Banque de Lituanie* du 1<sup>er</sup> décembre 1994 remodèle ses statuts. Elle formalise son indépendance à l'égard de tout gouvernement et de toute institution appartenant à l'exécutif et lui assigne la mission de stabilité monétaire. Mais elle maintient inchangées deux caractéristiques qui font diverger le modèle lituanien de *currency board* du canon en la matière.

La première caractéristique tient à la possibilité de modifier l'ancrage. A partir de l'amendement de juillet 1994, la hiérarchie institutionnelle est renversée, donnant à la *Lietuvos Bankas* le pouvoir de le modifier. Mais le point important est que cette modification a lieu sur la base d'une décision non soumise à un acte législatif ou à une ratification quelconque. Ni la parité ni la monnaie d'ancrage ne sont eux-mêmes mentionnés dans la *Loi de crédibilité du litas* du 17 mars<sup>4</sup>. Ainsi le risque de dévaluation est maintenu. En ce sens l'organisation institutionnelle de l'ancrage monétaire en Lituanie telle qu'elle émerge au fil de 1994 est en retrait du modèle de *currency board* " pur ".

La seconde caractéristique du modèle en retrait des canons est l'organisation de la Banque centrale elle-même. 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<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> La *Loi de crédibilité du litas* du 17 mars 1994 stipule que " La Banque de Lituanie ne peut modifier le montant total des litai en circulation que par une modification réciproque de ses réserves en or et devises " (art. 2.3). Le caractère automatique de la mise en circulation — ainsi que le retrait — de litai, contraste avec le mode d'émission-destruction de litai beaucoup plus souple prévu dans la *Loi sur la Banque de Lituanie* du 1<sup>er</sup> décembre 1994. L'article 8, qui précise les diverses fonctions de la Banque centrale, indique en effet que celle-ci " devra mettre en œuvre, en accord avec la procédure établie par la loi, la politique monétaire en régissant la circulation de la monnaie et le crédit par des procédures d'*open market* et par d'autres moyens " (art. 8.4).

<sup>5</sup> Si cette séparation n'apparaît pas dans les bilans publiés par la *Lietuvos Bankas*, elle détermine néanmoins les actions qui sont réalisées (Nenovsky & alii 2001, p.11).

## 2.2. La dénaturation progressive du *currency board*

Le *currency board* lituanien, déjà distinct du modèle canonique de *currency board* lors de sa mise en place, s'en est davantage éloigné au fil des années. Sa gestion même a été marquée par une série de contournements destinés à redonner aux autorités monétaires un certain degré de politique monétaire ; mais un programme de sortie du *currency board*, même s'il a avorté, est allé beaucoup plus loin à partir de 1997 en lui restituant des outils de politique monétaire étendus. Ces deux types de modifications ont sans aucun doute nui à la lisibilité du dispositif et par conséquent nui à sa crédibilité.

### 2.2.1. Contournements

Plusieurs types de contournements peuvent être identifiés : l'existence d'un lien entre recettes fiscales de l'État et base monétaire par le biais d'un compte du Trésor auprès de la Banque centrale ; l'usage qui est fait des ratios prudentiels ; le mode de couverture de la base monétaire ; et surtout, l'usage des excédents de couverture.

Nenovsky & alii (2001) ont cherché à évaluer la faiblesse opérationnelle du mécanisme automatique<sup>6</sup> attaché au *currency board* en Lituanie. Selon ces auteurs, la principale variable discrétionnaire qui vient entraver la régulation automatique de l'offre de monnaie est liée à la détention par le gouvernement de ses "réserves fiscales" sur un compte figurant au passif de la *Lietuvos Bankas*. Selon ces auteurs, tout mouvement sur ce compte équivaut alors à une action de "politique monétaire inconsciente" de la part du gouvernement ; "La dynamique de la monnaie de réserve (offre de monnaie) devient l'otage de la situation financière du ministère des finances" (Nenovsky & alii 2001, p.33). Cet effet pervers aurait dû être accentué par le transfert des comptes détenus jusque-là par le Trésor dans les banques commerciales auprès de la Banque centrale, en juin 2001. Ces craintes se sont avérées infondées : une coopération renforcée entre le Trésor et la *Lietuvos Bankas* a permis d'atténuer les effets de cette opération sur la liquidité globale. On peut cependant contester une telle approche interprétant la gestion gouvernementale de ces "réserves fiscales" comme une action monétaire *discrétionnaire*. En effet, cette action est la plupart du temps "inconsciente", comme le soulignent eux-mêmes les auteurs de cette approche ; elle n'est que la conséquence d'une initiative qui ne vise pas expressément à modifier les conditions monétaires.

Surtout, les autorités lituaniennes disposent de modes d'action discrétionnaires plus directs et moins "inconscients" qui contribuent sans doute davantage à la remise en question du principe d'automatisme et à l'amplification du manque de crédibilité. La *Lietuvos Bankas*, mais aussi le gouvernement, ont recouru, dès 1994, à des interventions plus ou moins déguisées et 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 tout d'abord, en décembre 1994, exempté de réserves obligatoires la première banque du pays en contrepartie d'un prêt de cette dernière au secteur énergétique ; lors de la crise

---

<sup>6</sup> Ce mécanisme automatique se définit par " la présence d'une corrélation positive entre la balance des paiements et la monnaie de réserve (et l'offre de monnaie) et l'absence de variables discrétionnaires dans le modèle " (Nenovsky & alii 2001 p.1).

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 été ramené à 8%) 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 par le biais du jeu sur les réserves obligatoires ; leur niveau élevé *a priori* apparaît alors comme une nécessité pour pouvoir, en cas de tension sur la liquidité, en fournir aux banques par l'allègement de ce taux.

Un autre contournement des règles d'un *currency board* “ pur ” procède de la mise en application de la règle de couverture. Certes, la *Loi de crédibilité du litas* garantit la convertibilité intégrale de la base monétaire, en prévoyant une couverture supérieure à 100 % des engagements en litai de la Banque centrale par des actifs extérieurs. Mais la règle est appliquée sous la forme la plus minimaliste qui soit. Le seuil de couverture de 100 % à respecter est en effet calculé sur la base des réserves accumulées à l'actif du bilan, c'est à dire à partir du montant brut en devises et non à partir du montant net. La Banque centrale peut donc assurer le respect de la règle de couverture par l'emprunt extérieur. Cette procédure, commune à la majorité des *currency boards* contemporains, introduit une forme de flexibilité très appréciée lors de vastes mouvements de capitaux déclenchés lors de crises de confiance ou d'attaques spéculatives. Elle a également permis à la Lituanie d'atteindre rapidement le seuil des 100%, grâce à des ressources prêtées par le FMI. Mais ce mode de couverture remet en cause le caractère automatique attaché au principe du *currency board*. Il donne en effet la possibilité d'une gestion discrétionnaire de la réserve de couverture et de l'offre de monnaie centrale<sup>7</sup>. Il reste que, de janvier 1995 à début 2002, la couverture intégrale de la base monétaire par les avoirs étrangers nets du *currency board* a toujours été respectée.

Surtout, un modèle de *currency board* “ pur ” exclut la possibilité de l'accumulation d'excédents de réserves par rapport à la base monétaire et par conséquent exclut la possibilité d'utiliser ces excédents pour gérer la liquidité bancaire et, *a fortiori*, jouer un rôle de prêteur en dernier ressort en cas de crise générale d'illiquidité. Hanke & Schuler (2000) écrivent ainsi que “ les systèmes de type *currency board* [“ *currency boards-like systems* ”] diffèrent des *currency boards* orthodoxes par leurs taux de couverture et par leur capacité d'agir comme prêteurs en dernier ressort ”. Les *currency boards* orthodoxes, selon eux, devraient avoir un taux de couverture de la base monétaire compris entre 100 et 110%, ce qui signifie que la base monétaire doit absorber rapidement la hausse des réserves. Or aucun des *currency boards* établis depuis les années 1980 ne respecte ces critères, ce qui permet aux théoriciens du *currency board* de souligner l'écart existant entre ces dispositifs et leur principe orthodoxe. Les caisses d'émission existantes ont toutes cherché à accumuler des réserves de change au-delà de la couverture intégrale exigée afin de pouvoir utiliser une partie des réserves excédentaires pour une émission de monnaie centrale. Il ne s'agit là que d'une *dénaturation* partielle du *currency board* dans la mesure où la caisse peut mener une action discrétionnaire sans porter atteinte à la règle du 100 % de réserves.

---

<sup>7</sup> On notera que la couverture par des actifs de long terme – comme ce fut le cas lors des prêts accordés par le FMI – introduit un inconvénient supplémentaire. S'appuyer sur des actifs extérieurs de long terme peut en effet s'avérer inadéquat pour assurer la convertibilité intégrale qui appelle plutôt une couverture à l'aide d'actifs liquides de court terme.

Ainsi le taux de couverture par des réserves en or et en devises des engagements en litas de la *Lietuvos Bankas* a été maintenu entre 107 et 142% au fil des années. Il reste que les marges de manœuvre sont très limitées, ce qui illustre, s'il en était besoin, l'antinomie entre *currency board* et activisme monétaire<sup>8</sup>. La logique du *currency board* repose sur "l'apostasie du *central banking*" (Ponsot 2002), c'est à dire sur l'abandon des prérogatives endossées habituellement par une Banque centrale. Une caisse d'émission ne cherche pas, en principe, à réguler l'offre de monnaie, et n'a de toute manière à sa disposition que des moyens d'intervention rationnés<sup>9</sup>. En Lituanie, la Banque centrale a eu recours à une partie de ses excédents pour fournir de la liquidité à une banque illiquide une fois seulement, quelques mois avant la crise bancaire systémique de la fin 1995, et sur un montant réduit correspondant à 0,8 % de l'offre de monnaie. Cette transgression de l'interdiction d'intervenir en cas de crise, même si elle a été limitée, n'est pas propre à la Lituanie. Les autorités monétaires ont engagé des actions de prêt en dernier ressort plus ou moins licites dans la plupart des pays régis par un *currency board* : Estonie en 1994, Argentine en 1995 et après 1999, ou encore Hong Kong en 1998.

### **2.2.2. Programme de sortie et rétablissement formel d'outils de politique monétaire**

La période qui s'ouvre en octobre 1996 par des élections législatives est marquée par le retour au pouvoir de la droite qui a de longue date affirmé son opposition au *currency board*. Dans le nouveau gouvernement, le vice-président de la Confédération des industriels, puissant lobby des exportateurs militant pour le démantèlement du *currency board*, prend la tête d'un super-ministère de l'économie issu de la fusion du ministère de l'énergie avec celui de l'économie, du commerce et de l'industrie. Le projet du nouveau gouvernement de démanteler rapidement le *currency board* est cependant abandonné face à la pression du FMI (un crédit déjà programmé est conditionné au maintien du *currency board* jusqu'en septembre 1997) et face au refus que la *Lietuvos Bankas*, qui en la matière a le dernier mot, oppose à un démantèlement rapide. Celle-ci n'est cependant pas foncièrement opposée à un démantèlement du *currency board* et rend public en janvier 1997 un projet de sortie du *currency board*, le *Programme de Politique Monétaire pour la période 1997-1999*. Trois motivations sont invoquées : la stabilisation monétaire étant considérée comme aboutie, le *currency board* peut être abandonné ; la Lituanie étant davantage intégrée aux économies européennes, une nouvelle forme d'ancrage monétaire plus favorable à l'euro serait salutaire ; enfin et surtout, une flexibilité accrue de la politique monétaire serait la bienvenue. Conscientes que le rétablissement et l'officialisation de marges de manœuvre discrétionnaires risquent de nuire à la crédibilité, les autorités monétaires programment une sortie gradualiste en trois étapes :

---

<sup>8</sup> D'ailleurs, parler de prêt en dernier ressort dans la procédure des réserves excédentaires relève de l'abus de langage : en effet, dans un système traditionnel, régi par une Banque centrale, l'action de prêt en dernier ressort est potentiellement illimitée, contrairement à la procédure décrite ici.

<sup>9</sup> Le raisonnement mené ici se polarise sur les marges de manœuvre visant à injecter de la liquidité. Il convient de noter que la caisse d'émission peut également mener des opérations visant à absorber des liquidités excessives et que ce second type d'opération est nettement plus facile à réaliser. La portée des instruments monétaires n'a pas en effet un caractère symétrique. Lorsque la règle de couverture minimale à 100 % est respectée, l'injection de liquidité, nécessairement rationnée, est plus problématique que le drainage, qui lui ne l'est pas (Camard 1996). Une action contracyclique est ainsi plus efficace lorsqu'il s'agit d'absorber des liquidités excessives que lorsqu'il s'agit d'en injecter.

- La première phase vise à l'établissement d'instruments de politique monétaire afin 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 affiché, il est prévu que les instruments adoptés se rapprochent, dans la mesure du possible, de ceux définis par la BCE (opérations d'*open-market*, facilités permanentes...). L'originalité de la démarche repose sur la volonté de conserver durant cette première phase l'enveloppe du *currency board* (maintien de l'ancrage nominal sur le dollar, de la couverture intégrale des engagements de la *Lietuvos Bankas* par des réserves en devises et en or et de la convertibilité des uns dans les autres). Néanmoins, il est évident que les exigences du *currency board* limitent étroitement l'utilisation des instruments prescrits durant cette première phase.
- La deuxième phase était censée constituer le cœur du processus de démantèlement : elle prévoyait d'étendre la flexibilité de la politique monétaire et d'élargir l'assiette recouvrant les avoirs de couverture<sup>10</sup>, ce qui signifiait l'abandon de la règle de couverture intégrale en devises. Cependant, l'ancrage au dollar devait subsister.
- La troisième phase prévoyait l'abandon du dollar comme devise de référence et un réancrage à un panier composé pour part équivalente de dollar et d'euro. La dévaluation n'était pas envisagée, mais une ambiguïté subsistait avec la volonté affichée de flexibiliser le change dès lors que la stabilité macroéconomique et financière serait assurée et que le système financier international se serait stabilisé (Niaura 1998).

Les présentations *a posteriori* de ce programme de politique monétaire laissent souvent apparaître des motivations liées d'abord à la stratégie d'intégration monétaire à l'Union européenne. Une des exigences pour l'entrée dans l'UEM est en effet l'acquisition d'une expérience solide de la Banque centrale du pays candidat en matière de *central banking* (Nauseda 1999, p.17). En réalité, le véritable objectif est la sortie gradualiste d'un régime monétaire trop rigide. Comme le note Kohronen (2000, p.11), l'objectif de fond reste celui de pouvoir assurer une stérilisation des flux de capitaux et plus généralement d'influencer le développement économique en menant une politique monétaire. Le souci d'intégration monétaire à la zone euro est bien présent, mais son rôle est secondaire et apparaît davantage comme la conséquence logique du redéploiement géographique des échanges commerciaux vers les pays de l'UE.

La première phase du programme a été mise en application à partir de juin 1997. Les phases suivantes ont été progressivement abandonnées ; n'a demeuré qu'un objectif de réancrage sur l'euro, qui a eu lieu le 2 février 2002 sur la base du cours euro / dollar de la veille. Cet abandon procède des réactions à trois épisodes de crise du *currency board* : 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

---

<sup>10</sup> Avec l'autorisation d'inclure des actifs domestiques (bons du Trésor lituanien, titres privés libellés en litas) comme actif de couverture.

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.

Dans ces épisodes, l'incertitude forte sur les intentions des autorités quant au *currency board* a joué un rôle important. Les étapes en sont les suivantes. En août 1997 une phase de spéculation s'enclenche dans un contexte de révélations sur l'objectif des autorités de démanteler plus rapidement que prévu le dispositif. Cela se traduit par un raidissement des autorités qui réaffirment le plan de sortie initial en trois étapes tout en repoussant son entrée en vigueur à 1999<sup>11</sup>. Début 1998 est élu à la présidence de la république d'un homme qui fait d'une thuriféraire d'un *currency board* orthodoxe son conseiller économique, mais sans pouvoir exécutif notable. En septembre 1998, à la suite de la crise russe, le gouvernement et la *Lietuvos Bankas* s'entendent sur les mesures anti-crise à adopter : protection renforcée contre les importations, soutien aux entreprises en difficulté, politique budgétaire très largement relâchée et abandon partiel du *Programme 1997-1999*. En avril 1999 le Premier ministre issu des élections d'octobre 1996 et favorable au démantèlement du *currency board* démissionne. En juin 1999 le nouveau gouvernement publie son programme de gouvernement pour 1999-2000 où il est encore question de sortie progressive du *currency board*, mais pas avant la fin 1999 ou le début 2000 ; le programme est en la matière très flou et son application nécessite un accord avec la *Lietuvos Bankas*. A la mi-1999 sont aussi définis les *Principes fondamentaux sur l'application des instruments de politique monétaire* (*Lietuvos Bankas* 1999) afin de lever les zones d'ombre sur les prérogatives exactes de la Banque centrale. Les objectifs et les conditions d'utilisation de ces instruments dans le cadre du *currency board* (préservation de la parité fixe et de la règle de convertibilité intégrale) sont précisés. La *Lietuvos Bankas* annonce quant à elle un nouveau programme monétaire en accord avec le gouvernement pour la fin 1999. Il est rendu public le 13 octobre 1999. Il repose sur le maintien du *currency board* mais dans le cadre d'un ancrage désormais euro, sans dévaluation, prévu initialement pour la seconde moitié de 2001 — mais là encore la date prévue sera retardée pour être finalement fixée au 2<sup>e</sup> février 2002.

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* (la règle de fixité du change et celle de couverture intégrale de la base monétaire) ne soit touchée. Aujourd'hui, la *Lietuvos Bankas* bénéficie ainsi d'une panoplie relativement complète d'instruments de politique monétaire (encadré 1) lui permettant de mener des actions de prêt en dernier ressort et de modifier les conditions monétaires.

**Encadré 1**  
**Lituanie - Les instruments de politique monétaire**

***Les réserves obligatoires***

En modifiant le taux de réserves obligatoires, la Banque centrale peut agir sur la liquidité du système bancaire et préserver la stabilité du système financier en cas de tension sur le marché. Les réserves obligatoires s'appliquent à divers éléments du passif des banques commerciales fixés par la résolution n° 52 du conseil de la *Lietuvos Bankas* (28 décembre 1993). Le taux de réserves obligatoires est actuellement fixé au niveau relativement élevé de 8 %. La période de maintien est fixée à un mois (du 13 du mois n-1 au 12 du mois n). Le cash détenu dans les caisses des banques ne peut être comptabilisé dans

<sup>11</sup> *Summary of World Broadcast (BBC)*, 29/8/97. *EIU Country Profile Baltic Republics*, 1997-III, octobre 1997.

les réserves obligatoires. Les exigences de réserves obligatoires s'appliquent aussi bien aux engagements des banques en litai qu'aux engagements en devises. Dans le premier cas, les réserves sont détenues sur les comptes de correspondants à la *Lietuvos Bankas* ; dans le second cas, elles sont détenues sur un compte spécial également situé à la Banque centrale. Les réserves obligatoires ne sont pour l'instant pas rémunérées.

#### **Les opérations d'open market**

Bien qu'autorisées par la *Loi sur la Banque de Lituanie* du 1<sup>er</sup> décembre 1994, les opérations d'*open market* ont été exécutées principalement à partir de 1997 et sont devenues, depuis, l'instrument privilégié d'intervention. L'objectif principal de ces opérations est d'assurer un lissage des fluctuations conjoncturelles des taux d'intérêt sur le marché interbancaire. La procédure d'*adjudication de dépôts à terme* ("*time deposit auctions*", échéance à une ou deux semaines) permet à la *Lietuvos Bankas* de retirer de la liquidité selon sa propre initiative. A l'inverse, la Banque centrale peut injecter de la liquidité par la procédure d'*adjudication de prises en pension* ("*repo auctions*", échéance à une semaine et à trois mois). Si en principe ces deux types d'opérations doivent avoir lieu en moyenne une fois par mois, on constate une irrégularité des opérations. En 2000, 60 adjudications ont été lancées – dont seulement six au dernier trimestre - contre 91 en 1999. Le montant de opérations de refinancement par la procédure d'*adjudication de prises en pension* était, en 2000, 1,8 fois supérieur aux opérations de retrait de liquidité entreprises par la procédure d'*adjudication de dépôts à terme*. La *Lietuvos Bankas* peut également intervenir de façon plus directe en recourant à des achats / ventes fermes sur le marché secondaire des bons du Trésor. Ce dernier type d'intervention a été utilisé en particulier entre décembre 1995 et janvier 1996. La portée a cependant été limitée à 2 % de la base monétaire. Aujourd'hui, ce dernier mode d'action est négligé par les autorités monétaires.

#### **Les facilités permanentes**

En complément de ces opérations de marché, la *Lietuvos Bankas* dispose d'une autre possibilité de réguler la liquidité bancaire et le taux du marché monétaire avec les *facilités permanentes*. L'objectif affiché est de garantir la réalisation des règlements interbancaires. Les *facilités de prêts* permettent aux banques en déficit de liquidité et ne pouvant pas procéder à leurs règlements, d'obtenir un refinancement en monnaie domestique sur la base d'un montant, d'une échéance – en général 24 heures - et d'un taux - en principe le taux plafond du marché monétaire - définis par la Banque centrale. Les taux d'intérêts sont volontairement peu attractifs, afin d'inciter les banques à se refinancer sur le marché monétaire plutôt qu'auprès de la Banque centrale. A l'inverse, les *facilités de dépôts* ouvertes aux banques permettent à ces dernières d'effectuer des dépôts à 24 heures, auprès de la Banque centrale, rémunérés à un taux relativement bas, servant en principe de taux plancher du marché monétaire.

#### **Autres modes d'action**

Les *Principes fondamentaux sur l'application des instruments de politique monétaire* (*Lietuvos Bankas* 1999) prévoient en outre la possibilité de recourir à l'émission de titres de dette. Cette procédure reste pour l'instant écartée de l'action menée par la Banque centrale. Enfin, le non-renouvellement des lignes créditrices accordées par la *Lietuvos Bankas* aux banques commerciales avant l'instauration du *currency board*, a représenté pendant plusieurs années un instrument non négligeable pour réduire la liquidité bancaire.

### **3. L'HYPOTHESE D'UN CONTOURNEMENT NECESSAIRE DES RIGIDITES ENGENDREES PAR LE CURRENCY BOARD**

L'examen du cas lituanien conduit à identifier très clairement un écart, dès l'origine, entre son dispositif et le modèle canonique de *currency board*, ainsi qu'un processus de dénaturation du dispositif, dénaturation tout d'abord accomplie de manière informelle avant d'être institutionnalisée à partir de 1997 dans les projets de sortie progressive du dispositif. Ainsi, non seulement l'écart avec le modèle canonique, mais également le manque de lisibilité des intentions politiques et des interventions pour certaines très discutables, ont sans aucun doute nui à la crédibilité qu'était censé

apporter le *currency board*. On avance cependant ici une autre hypothèse. Après avoir indiqué en quoi le cas lituanien ne permettait pas d'inférer les conditions de succès d'un *currency board*, cette partie précise cette hypothèse, selon laquelle l'origine de la dénaturation du dispositif a une valeur explicative centrale dans le problème de la crédibilité du *currency board* ; autrement dit celui-ci n'est pas porteur par lui-même de crédibilité.

### 3.1. Connaître les raisons de l'échec ne permet pas de connaître les conditions du succès

Le cas lituanien, tel qu'on l'a exposé jusqu'ici, permet de tirer quatre enseignements simples relatifs à 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 *possibilité d'action* que les autorités se donnent, au moyen du détournement masqué des règles instituées ou au moyen d'une modification claire et annoncée de ces règles, pèse sur sa crédibilité.
3. Toute *action* des autorités monétaires contrariant le principe d'immobilisme (du fait de la gestion automatique) pèse sur sa crédibilité.
4. Tout doute sur la pérennité du dispositif pèse sur sa crédibilité.

En principe, ces quatre 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'inaction discrétionnaire des autorités par quelque biais que ce soit. Ainsi 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 depuis la mise en place du *currency board* en 1994. 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 ; ce qui revient à chercher à concilier l'inconciliable selon l'approche retenue dans le débat règles / discrétion. Cet immobilisme monétaire non assumé a de toute évidence été préjudiciable à la crédibilité. Il s'est traduit par des actions forcément inappropriées et à contretemps : lorsque la crédibilité semblait correcte et que le *currency board* n'était pas attaqué, 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.

La Lituanie se trouve donc dans une situation où elle doit subir les inconvénients de la rigidité du *currency board* sans profiter de ses avantages supposés (effet-crédibilité). La tentation est alors grande d'envisager son abandon pur et simple pour un arrangement monétaire offrant davantage de marges discrétionnaires et / ou de flexibilité du change. Mais cette stratégie pourrait s'avérer très périlleuse puisque les autorités monétaires devraient faire la preuve de leur bonne gouvernance en matière de *central banking* et / ou de change, ce qui ravive, s'il en était besoin, la question de la crédibilité.

Il ne faudrait cependant pas mal interpréter les quatre enseignements simples ci-dessus. Ils 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 quatre 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.

Ainsi l'analyse des problèmes de crédibilité du *currency board* lituanien comme trouvant leur origine dans sa dénaturation par rapport aux canons en la matière apparaît insuffisante. 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). Au total se pose donc la question de savoir si cette dénaturation est uniquement une déviance qui aurait pu être évitée (auquel cas les problèmes de crédibilité sont à imputer aux forces politiques qui ont conduit à cette dénaturation) ou si elle est une conséquence inéluctable du fonctionnement même d'un *currency board* — auquel cas le *currency board* porte en lui des problèmes structurels de crédibilité.

Ainsi, aussi séduisante et solide qu'apparaisse l'hypothèse de l'écart entre le modèle lituanien de *currency board* et le modèle canonique, elle apparaît insatisfaisante. Une autre hypothèse vaut d'être étudiée et s'avère décisive : la "dénaturation" du *currency board* s'expliquerait par l'ampleur des rigidités et des crises que celui-ci provoque. Le défaut de crédibilité est alors à imputer au dispositif lui-même qui ne serait pas porteur par lui-même de crédibilité puisque proprement intenable. L'analyse de la crise bancaire et des effets des chocs exogènes dans le cas lituanien permettent de considérer cette hypothèse comme recevable.

### 3.2. Crise bancaire et prêt en dernier ressort

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*.

#### 3.2.1. La crise systémique de 1995-96

Le déclencheur de la crise est 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 qui sont par ailleurs arrêtés. Ces suspensions produisent un choc très important. Si l'on cumule les dépôts de ces deux banques et qu'on ajoute les dépôts détenus par deux autres banques de moindre importance mais elles aussi en difficulté depuis quelques mois, il s'avère que plus du tiers des dépôts du système bancaire sont menacés. La suspension, certes provisoire, des activités des deux banques produit des retards de paiements interentreprises, de salaires et d'impôts, ce qui contribue à fragiliser (sans cependant la casser) la croissance économique de l'année 1996. En particulier les entreprises du secteur énergétique disposaient de comptes principalement auprès de la LAIB, et c'est, un temps, l'approvisionnement en énergie d'une Lituanie très dépendante de la Russie en la matière qui est menacé.

Lors de cette crise bancaire, la *Lietuvos Bankas* n'intervient pas comme prêteur en dernier ressort. Elle l'a fait à une seule reprise quelques mois plus tôt et sur un montant réduit correspondant à 0,8 % de l'offre de monnaie. Lors de la crise qui s'ouvre fin 1995, le discours qui est tenu est qu'elle n'a pas à intervenir à nouveau dans la mesure où le problème est beaucoup plus grave qu'une illiquidité puisque les banques sont en situation d'insolvabilité. En revanche l'État, lui, est conduit à intervenir. Cette intervention a une double nature et procède de deux logiques différentes.

Une première raison à l'intervention de l'État tient aux conséquences de l'insolvabilité des deux banques suspendues sur la liquidité des autres banques, ce qui devrait, dans un système bancaire non soumis à la contrainte de *currency board*, renvoyer à la fonction de prêteur en dernier ressort. Fin décembre 1995, en effet, le Seimas vote une loi autorisant le gouvernement à accorder jusqu'à 300 millions de litai (75 millions de dollars) sous forme de garanties de prêts interbancaires pour remédier aux problèmes de liquidité d'autres banques. 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). Une seconde raison est très différente. Elle tient à la responsabilité des autorités dans la crise bancaire et au défaut moral dont fait preuve alors le Premier ministre, Adolfas Slezevicius. Il est bientôt avéré que celui-ci a retiré ses fonds placés auprès de la LAIB deux jours avant la suspension de ses activités. Les troubles politiques qui s'ensuivent conduisent à la démission du gouverneur de la *Lietuvos Bankas*, dont le mandat de cinq ans n'aura de fait duré que deux ans et deux mois, et celle du Premier ministre à contrecœur et après moult pressions ; le parti au pouvoir, le LDLP, subit les conséquences et sort laminé des élections législatives d'octobre 1996. Quoi qu'il en soit, le scandale politique fait que le gouvernement ne peut légitimement éviter de

contribuer aux restructurations comme suites de la crise bancaire en 1996. Ainsi, au milieu de l'année 1996, le gouvernement procède à une recapitalisation et une restructuration bancaire financée par le budget de l'État 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. Dans l'immédiat, la suspension des deux grandes banques produit une panique générale de la clientèle bancaire qui procède de deux craintes : d'une part que sa propre banque soit elle aussi en difficulté (bien que quelques très rares banques comme la Hermis Bankas apparaissent suffisamment solides pour traverser la phase de crise avec une entrée nette de dépôts<sup>12</sup>), d'autre part que la crise conduise à une dévaluation du litas. La rumeur d'une dévaluation enfle en effet dans les premiers jours de la crise. La panique produit bientôt un manque de devises dans les banques commerciales. La population change massivement ses avoirs en litas en avoirs en dollars et dollarise fortement ses épargnes manuelles. Les retraits de fonds en dollars sont trois fois plus massifs que ceux en litas, 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. En deux jours, les 22 et 23 décembre 1995, la masse monétaire déposée dans les banques commerciales baisse de 20%. Durant la crise bancaire, la demande de dollars sous forme manuelle a été multipliée par dix. Entre le 1<sup>er</sup> décembre 1995 et le 8 janvier 1996, les dépôts en devises ont fondu de 22% et ceux en litas de 14%.

La défiance à l'égard du système bancaire va être difficile à vaincre. Il faudra attendre avril 1997 pour que le volume des dépôts en dollars dépasse à nouveau celui de décembre 1995 et septembre 1997 pour ce qui concerne les dépôts à terme en litas. M2 ne retrouve son niveau de décembre 1995 qu'en mars 1997. 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.

### 3.2.2. 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

---

<sup>12</sup> *East European Banker*, janvier 1996 et *Baltic Independent*, 12/01/96.

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'État*. Le gouvernement lituanien a, certes dans des circonstances particulières, adopté une démarche opposée à celle lettone où l'on a laissé liquider la plus grande banque du pays sans intervenir. Au fil des recapitalisations et des plans de sauvetage, les restructurations se sont soldées par le transfert, contre émission d'obligations d'État, des créances douteuses à une structure *ad hoc*, la Turto Bankas. Par ailleurs l'État 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<sup>13</sup>.
- *Concentration bancaire*. Les insolvabilités se sont multipliées à partir de 1995. Dans les trois années qui ont suivi le déclenchement de la crise bancaire systémique, le paysage bancaire lituanien a été considérablement simplifié et certes consolidé mais au prix de la constitution de quasi-monopoles bancaires (Lietuvos Bankas 2001), à travers des fusions largement encouragées par les autorités. En 2000, neuf banques étaient encore en activité contre dix-sept en 1995. Le premier groupe bancaire, un groupe privé, détenait plus de 40% des actifs totaux du secteur bancaire ; derrière lui dominaient deux banques au statut encore public.
- *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<sup>14</sup>. On s'oriente alors vers une internationalisation et une privatisation de la fonction de prêt en dernier ressort, afin de pallier la quasi-absence de prêteur en dernier ressort national. Depuis mars 2000, une nouvelle loi sur les banques commerciales autorise un développement illimité des filiales de banques étrangères sur le territoire lituanien. Même si le nombre de banques filiales de groupes étrangers, essentiellement suédois, a longtemps été faible (en 1999, trois sur treize), la part des investisseurs étrangers dans le capital des banques atteint 58% en 2001, contre 16% en 1996. C'est sous le contrôle du groupe suédois SEB qu'a été constitué en 2000 le principal groupe bancaire lituanien, par fusion des deux plus grandes banques privées, la Hermis et la Vilniaus<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> La loi du 21 décembre 1995 crée un fonds d'assurance des dépôts alimenté par les banques et permettant, dans sa première mouture, d'indemniser les particuliers jusqu'à 80% de leurs dépôts en litas avec un plafond de 4000 litas. Dans le même temps, l'article du code civil garantissant la compensation des dépôts dans les banques d'Etat en cas de difficultés est supprimé. Ce fonds n'existant cependant pas encore, le vote de la loi va de pair avec l'engagement du gouvernement à indemniser les déposants spoliés. Bientôt, début 1996, le Parlement vote l'extension de cette assurance aux dépôts en devises. La mise en œuvre effective de ce système d'assurance des dépôts date de 1997, avec une montée en puissance des montants garantis. La raison de cette transformation de la protection des épargnants opérée par la loi de décembre 1995 et par la suppression de la garantie des dépôts dans les banques publiques est double : il faut désengager l'Etat de l'indemnisation systématique des épargnants (certes limitée aux banques publiques) et construire un dispositif privé d'indemnisation des déposants de toutes les banques.

<sup>14</sup> En Argentine et en Estonie, la quasi-intégralité 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.

<sup>15</sup> Le marché bancaire lituanien constitue le terrain d'une lutte acharnée entre la SEB et le groupe Swedbank.

Tableau 2 - Part des investissements étrangers dans le capital des banques en Lituanie

1996	1997	1998	1999	2000	2001
16 %	25 %	32 %	39 %	35 %	58 %

Source : Banque de Lituanie

### 3.3. Chocs exogènes et crise économique et sociale

#### 3.3.1. 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-coûts 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.

Le débat sur le niveau de l'ancrage a incidemment été au cœur des incertitudes de l'été puis de l'automne 1994. A un niveau de 4 litas pour un dollar, le litas apparaît alors fortement apprécié en comparaison du taux qui prévalait un an plus tôt, au pire de la dépréciation monétaire (jusqu'à 550 talonas pour un dollar en mai 1993, soit 5,5 litas) ; les lobbies industriels et exportateurs le soulignent et s'en inquiètent très vite après l'annonce du taux choisi, relayés par l'opposition politique qui refuse le principe du *currency board*. Dès juin 1994, la *Lietuvos Bankas* et le gouvernement sont conduits à écarter publiquement toute idée de dévaluation dans un avenir proche à la suite d'une déclaration du président de la *Savings Bank*, une banque publique parmi les plus importantes du pays, selon laquelle le taux choisi allait rapidement se révéler intenable. En novembre 1994, l'inflation semble reprendre et des phrases malencontreuses d'officiels de la Banque centrale considérant que les autorités pourraient ne pas soutenir la parité existante déclenchent une phase de spéculation contre le *currency board*. D'autres facteurs interviennent qui font durer cette crise de confiance. Elle n'est stoppée qu'en février 1995 lorsque les autorités démentent conjointement et avec vigueur toute perspective de dévaluation et réaffirment leur volonté de maintenir tout à la fois le *currency board* et le taux de change existant (Camard 1996, p.11). Entre temps la dollarisation de l'agrégat M2 a fortement augmenté par un processus de conversion des avoirs en litas, principalement les dépôts à terme, en dépôts en dollars. Fin février 1995, la quasi-monnaie est composée à 67,5% par des dépôts en devises contre 59,2% quatre mois plus tôt. Par ailleurs des conversions en dollars hors du système bancaire conduisent à une décreue nette des réserves de change qui se répercute avec un temps de retard sur la base monétaire. Les taux d'intérêt quant à eux ont subi une hausse momentanée avant de reprendre une tendance baissière. Par la suite la méfiance qui demeure se traduit par le maintien d'un taux de dollarisation de M2 à un niveau élevé ainsi que par une tendance lourde à l'accroissement de la dollarisation de la quasi-monnaie, alors même que la Banque centrale reconstitue en quatre mois ses réserves de change et que la base monétaire reprend sa progression. Par la suite rares seront les périodes dans lesquelles les rumeurs ne feront pas état de risques ou de projets de dévaluation.

De fait, des études concluent à ce que le taux choisi lors de l'ancrage nominal n'était pas un taux surévaluant le litas mais au contraire le sous-évaluant, laissant ainsi une marge de manœuvre importante pour une appréciation réelle du litas, marge de manœuvre nécessaire compte tenu de l'ancrage nominal dans le *currency board* ; 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 depuis 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.

### 3.3.2. Violence des ajustements

Si en Argentine la phase triomphante du *currency board* a été freinée par la crise mexicaine de la fin 1994 - avant d'être stoppée à partir de la crise financière asiatique puis des répercussions brésiliennes -, la Lituanie n'a pas connu de difficultés majeures en matière de croissance avant qu'intervienne la crise russe d'août 1998. Les conséquences sur la Lituanie sont pour l'essentiel économiques et sociales mais elles ont des traductions directes sur le *currency board*. La crise russe entraîne en effet un repli très brutal des échanges avec la Russie, qui demeure à l'époque le principal partenaire commercial de la Lituanie<sup>16</sup>. La Lituanie entre brutalement et profondément en récession (baisse du PIB de 3,9% sur l'année 1999). L'emploi sert de principale variable d'ajustement et le chômage a atteint des niveaux record<sup>17</sup>. Dans un second temps, le revenu mensuel net moyen réel voit son rythme d'accroissement s'affaiblir pour baisser de 1,9% en 2000.

L'effondrement du rouble renouvelle les craintes sur la compétitivité des productions lituaniennes dans un contexte de fixité du litas et donne lieu à des rumeurs de dévaluation compte tenu de l'idée selon laquelle une telle fixité n'est pas tenable à long terme. Par ailleurs la crainte apparaît que la dépendance de la Lituanie à l'égard de la Russie soit encore trop importante pour ne pas subir violemment les conséquences d'une crise russe. Cette crainte est bientôt levée pour ce qui concerne la stabilité du système bancaire car il apparaît que les actifs russes représentent 1,4% seulement des actifs bancaires totaux ; l'entrée de capitaux étrangers (particulièrement occidentaux) et l'assainissement entrepris depuis deux ans permettent au système bancaire de passer assez aisément l'obstacle.

Le cœur de la crise est, pour le *currency board*, les mois d'août à novembre 1998. De la fin juillet à la fin novembre, le *currency board* perd 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 puisque les niveaux de juillet 1998 n'ont été retrouvés qu'en février 2001 pour le système bancaire et n'ont pas été retrouvés (à fin 2001) pour le *currency board*, alors que huit mois avaient suffi à la suite de la crise bancaire. Contrairement à celle-ci, en outre, le taux de dollarisation de M2 s'accroît sensiblement, résultant d'une substitution importante de dépôts en dollars à des dépôts en litai (non mobilisables). Ceci illustre une confiance revenue dans un système bancaire consolidé mais une défiance à l'égard du litas. Par la suite le taux de

<sup>16</sup> En 1997, les exportations lituaniennes étaient à 46% tournées vers les douze Etats composant la CEI, contre 33% vers les quinze États de l'Union européenne.

<sup>17</sup> Le taux de chômage officiel (office national de statistiques) passe de moins de 6% de la population active en juillet 1998 à 6,9% fin 1998, 10% fin 1999 et dépasse 13% début 2001 (plus de 16% selon l'OIT).

dollarisation de M2 s'accroît lentement, les incertitudes sur une modification de parité n'étant pas levées.

La crise russe a eu très clairement pour effet de reporter puis, en fait, d'abandonner, le programme de sortie du *currency board* : à nouveau un épisode de crise produit un raidissement des autorités sur ce dispositif. Dans les mesures prises en septembre par le gouvernement et en liaison avec la Banque centrale il y a un soutien aux entreprises en difficulté, un relâchement net de la politique budgétaire et l'abandon partiel du *Programme 1997-1999*. La relance budgétaire a entraîné un net accroissement du déficit public (8 % du PIB en 1999 contre 4,8 % en 1998). Or le relâchement budgétaire est *a priori* contradictoire avec la discipline rigide qu'impose un dispositif de *currency board*. Cette politique est tentante dans un contexte d'absence de marges de manœuvre monétaire, mais c'est oublier que l'arme budgétaire ne peut avoir qu'une portée limitée dans le cadre du *currency board* : les modalités de l'offre de monnaie centrale excluent tout financement monétaire du déficit budgétaire ; ensuite, il apparaît nécessaire de maintenir une stricte discipline budgétaire car tout endettement prolongé de l'État 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 la possibilité d'interventions de stérilisation. Les autorités monétaires ne sont plus en mesure de 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. L'expérience récente, plus particulièrement en Lituanie, montre également que le *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 — on l'a vu précédemment — 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, comme l'illustre l'exemple récent de l'Argentine.

### 3.3.3. 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 et, partant, introduit une dynamique de croissance tributaire des mouvements de la balance des paiements.

Une expansion de l'activité économique provoque une augmentation de la demande de crédit. Les banques vont chercher à répondre favorablement à cette situation pour augmenter leur production bancaire et leurs revenus. L'augmentation induite de la demande de liquidité accroît la demande de refinancement. La Banque centrale est alors tenue d'intervenir en adaptant son offre de refinancement pour éviter des fluctuations de taux d'intérêt. Elle se doit d'être accommodante. "Ainsi, la base monétaire devient endogène à l'équilibre sur le marché du crédit, et au-delà à l'équilibre général de l'économie. Autrement dit, toute modification de l'équilibre réel ou financier se répercute sur l'offre de monnaie centrale" (Lavigne & Pollin 1997, p.73). Or le *currency board* s'oppose à la concrétisation de cette forme d'endogénéité de la base monétaire. L'évolution de la base monétaire est en effet proportionnée aux variations des réserves en devises. Son fonctionnement repose sur un mode d'endogénéité de la base monétaire bien différent de celui qui prévaut dans le régime de *central banking*.

L'inélasticité de l'offre de monnaie centrale – au sens du *central banking* – modifie la dynamique du crédit bancaire. Les banques lituaniennes mènent une politique du crédit particulièrement conservatrice et maintiennent des positions de surliquidité. Or ceci se cumule à la réglementation prudentielle très stricte mise progressivement en place par les autorités lituaniennes, considérant que ces mesures contribueraient efficacement à la stabilité du système financier<sup>18</sup>. Les exigences imposées aux banques en matière de ratios de liquidité et de solvabilité sont particulièrement élevées. Un fonds d'assurance des dépôts, destiné à éliminer définitivement toute opportunité d'action publique visant à garantir les dépôts, a été instauré après la crise bancaire de 1995. Enfin, le niveau des réserves obligatoires est maintenu à un niveau élevé, ce qui est censé garantir une liquidité suffisante. Ces mesures, bien que nécessaires, nuisent à la rentabilité des opérations bancaires et ne peuvent prétendre compenser l'absence de régulateur de la liquidité.

Dans ce contexte, les banques lituaniennes vont très au-delà des exigences de la réglementation prudentielle<sup>19</sup> et conservent donc des positions de surliquidité se traduisant 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<sup>20</sup>. Cette attitude restrictive et prudente est commune à l'ensemble des *currency boards* européens<sup>21</sup> et découlent directement de l'application des règles d'émission rigides du *currency board*.

---

<sup>18</sup> Le dernier élément en date concerne la gestion du risque-crédit : selon la nouvelle loi, l'ensemble des engagements très exposés d'une banque ne doit pas dépasser 800% des fonds propres.

<sup>19</sup> En janvier 2001, par exemple, les ratios de solvabilité et de liquidité du système bancaire s'établissaient à 16,4% et 49,6% contre des exigences fixées respectivement à 8 % et 30%.

<sup>20</sup> Moins de 40% en janvier 2001.

<sup>21</sup> Le crédit aux entreprises est équivalent à 20% du PNB en Estonie, à 10% en Bulgarie, contre 42% en République tchèque ou 53% en Slovénie.

L'accumulation de réserves en devises s'avère indispensable pour assurer l'accroissement de l'offre de monnaie associée à l'expansion. Si l'on excepte le cas particulier de Hong Kong, où les marchés de capitaux et les innovations financières sont largement développés, la persistance, dans la durée, d'entrées de devises constitue un élément essentiel de la capacité des banques à 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 reste à un niveau élevé<sup>22</sup> (12,1% en 1998, 6% en 2001), 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 par exemple à d'importantes entrées d'investissements directs consécutives aux vagues de privatisations<sup>23</sup>, l'essentiel étant de maintenir, dans la durée, des flux d'entrées nets de devises.

---

<sup>22</sup> 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.

<sup>23</sup> Pour obtenir une augmentation des réserves, les flux d'investissements directs sont préférables aux flux d'investissements de portefeuille, par nature volatils, ou aux autres flux générateurs de dette, ces derniers pouvant conduire à une dynamique défavorable de la dette extérieure (Leost 2000, p.55).

## CONCLUSION

Le *currency board* estonien a été instauré en 1992 pour asseoir la crédibilité d'un processus de stabilisation macroéconomique, dans le cadre spécifique de la transition. Inspiré du modèle estonien, le *currency board* lituanien a apporté la stabilité monétaire mais n'a pas pour autant bénéficié de l'effet-crédibilité que cet arrangement monétaire rigide est censé apporter. Une analyse du contexte d'instauration du *currency board*, de son évolution au gré d'écueils plus ou moins importants, des modalités de l'arbitrage *rules / discretion* opéré par la *Lietuvos Bankas*, a permis de montrer que le déficit de crédibilité chronique est largement imputable au manque d'engagement des autorités lituanienes et au non-respect de la discipline contenue dans "l'esprit" du *currency board*. Dès son origine, le dispositif se démarquait déjà du modèle orthodoxe de *currency board*. Les divers aménagements réalisés par la suite et les tergiversations des autorités quant à un éventuel abandon du dispositif ont entretenu le manque de crédibilité. La thèse selon laquelle une réforme monétaire doit son succès à l'étendue des engagements pris et à la cohérence de l'arrangement institutionnel mis en place (Freytag 2002) est ainsi accréditée. Dans cette première approche, la majeure partie des problèmes de crédibilité trouve son origine dans la *dénaturation* subie par le *currency board* lituanien par rapport aux canons en la matière.

Une seconde approche vise à compléter cette explication à partir d'une interrogation sur les motivations de cette *dénaturation*. Celle-ci apparaît moins comme le résultat d'une déviance que comme la nécessité de réintroduire des marges de manœuvre pour limiter le poids des contraintes imposées par le *currency board*. L'immobilisme monétaire du *currency board* a en effet imposé une série de contraintes très lourdes à supporter pour l'économie lituanienne. La restriction des actions de prêt en dernier ressort a considérablement fragilisé le système bancaire – même si cette fragilité a été un facteur incitatif à la réforme - et pénalisé le financement de l'activité domestique. Plus généralement, l'impossibilité de mener une politique monétaire active et l'obligation de mener une politique d'austérité budgétaire ont circonscrit toute réaction contracyclique de grande envergure ; ceci a rendu l'économie lituanienne très vulnérable aux chocs exogènes — en particulier la crise russe de 1998, qui a plongé la Lituanie dans la récession — et nécessite un ajustement d'autant plus douloureux que l'ancrage rigide tend à produire une appréciation réelle continue du taux de change.

Néanmoins, le maintien des principes *a minima* du *currency board* limite la portée des marges de manœuvre discrétionnaires. La perspective d'une adhésion à l'Union européenne et à l'Union économique et monétaire constitue alors une voie de sortie possible chargée d'enjeux majeurs pour la Lituanie : les objectifs de stabilisation macroéconomique et de transition ont cédé la place à ceux de l'intégration.

## Bibliographie

- Bennet, A.G. 1993. The Operation of the Estonian Currency Board. *IMF Staff Papers* 40, pp.451-470.
- Blanc, J. 2000. *Les monnaies parallèles : unité et diversité du fait monétaire*. Paris : L'Harmattan.
- BOFIT 2001. Estonia, Lithuania, Latvia. Baltic Economies. *Baltic Economies-The Quarter in Review* 1/01.
- Cagan, Ph. 1956. The Monetary Dynamics of Hyperinflation In: M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: Chicago University Press, pp.25-117.
- Camard, W. 1996. Discretion with Rules? Lessons from the Currency Board Arrangement in Lithuania. *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment* 96/1.
- 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.
- Freytag, A. 2002. *Success and Failure in Monetary Reform*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Geralavius, V. 1999. Lithuanian Economy: Present and Short-Term Prospects. *Conference: Lithuania, From Transition to Convergence*. Vilnius, 23-24 septembre.
- Hanke, S.H. & Schuler, K. 1991. Réformes monétaires à l'Est : 'currency boards' contre banques centrales. Trad. J. Arfwedson. Institut Euro 92, Paris.
- Hanke, S.H. & Schuler, K. 2000 (1994). *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco: ICS Press.
- Hochreiter, E. & Kowalski, T. 2000. Central Banks in European Emerging Market Economies in the 1990s. *Banca Nazionale del Lavoro* LIII.212, pp.45-70.
- Keller, P.M. 2000. Recent Experience with Currency Boards and Fixed Exchange Rates in the Baltic Countries and Bulgaria and Some Lessons for the Future. *Seminar on Currency Boards. Experience and Prospects*. Eesti Pank, Tallinn, 5-6 Mai.
- Korhonen, I. 1999a. Some Implications of EU Membership on Baltic Monetary and Exchange Rate Policies. *BOFIT Online* 8/1999.
- Korhonen, I. 1999b. The Effect of Russian Crisis on the Baltic Countries. *Baltic Economies-The Quarter in Review*, 8 février.
- Korhonen, I. 2000. Currency Boards in the Baltic Countries: What Have We Learned? *Post-Communist Economies* 12.1, pp.25-46.
- 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.
- Lainela, S. 1999. EU Accession and Baltic Transition, *Baltic Economies-The Quarter in Review* 4/99.
- Lavigne, A. & Pollin, J.-P. 1997. *Les théories de la monnaie*. Paris : La découverte (Repères).
- Léost, G. 2000. Bilan après bientôt 10 ans de *currency board* en Argentine. *Techniques Financières & Développement* 61, pp.49-56.
- Lietuvos Bankas 1999. Guidelines for the Application of the Bank of Lithuania Monetary Policy Instruments. *Valstybes Zinios* 61-2024. Résolution n° 101 du 1<sup>er</sup> juillet 1999.
- Lietuvos Bankas 2000. Memorandum of Economic Policies of the Government of Lithuania and the Bank of Lithuania for the Period January 1, 2000-March 31, 2000.
- Lietuvos Bankas 2001. Credit Institution Operations in 2000. 31 janvier.
- Maldeikis, E. 1999. Lessons from the Banking Crisis and Present Development of the Banking Sector in Lithuania. *Conference: Lithuania, From Transition to Convergence*. Vilnius, 23-24 septembre.
- Meunier, N. 1999. Pays Baltes : délicate indépendance. *CDC Zones Emergentes* 7, pp.53-62.

- Nauseda, G. 1999. Lithuanian Monetary Policy Development in a Changing Economic Environment. *Conference: Lithuania, From Transition to Convergence*. Vilnius, 23-24 septembre.
- 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 novembre.
- OCDE 2000. *Etudes économiques de l'OCDE 1999-2000 : Les Pays baltes. Evaluation économique de la région*. Paris : OCDE.
- Pautola, N. 1996. The Baltic States and the European Union: On the Road to Membership. *BOFIT Review of Economies in Transition* 4/96.
- Pikkani, R. 2000. The Monetary Sector under a Currency Board Arrangement: Specification and Estimation of a Model with Estonian Data. *BOFIT Online* 10/2000.
- 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.
- 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, Edimbourg.
- Santiprabhob, V. Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experiments. *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment* 97/11.
- Schuler, K., Selgin, G. & Sinkey, J. Jr. 1991. Replacing the Ruble in Lithuania: Real Change versus Pseudo-Reform. *Policy Analysis* 163. Cato Institute.
- Sorg, M. & Vensel, V. 2001. Banking System Development under the Estonian Currency Board Arrangement. *The 51st International Atlantic Economic Conference*. Athens, 13-20 mars.
- Tang, H., Zoli, E. & Klytchnikova, I. 1999. Banking Crises in Transition Economies: Fiscal Costs and Related Issues. *World Bank Working Paper Series* 2484.

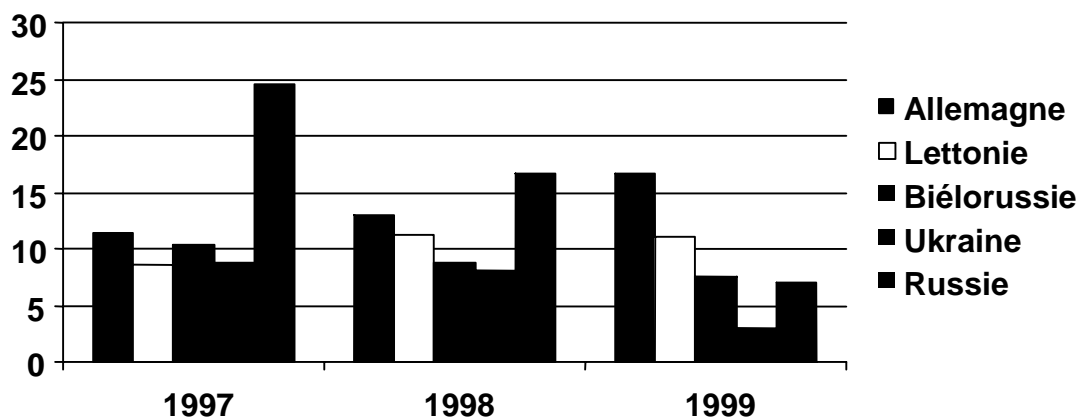
## ANNEXE STATISTIQUE

Tableau 3– Lituanie, indicateurs macroéconomiques

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Croissance du PIB (% à prix constants)</i>	-21,3	-16,2	-9,8	3,3	4,3	7,3	5,1	-3,9	3,3	5,7
<i>Inflation (% fin de période)</i>	1162,5	188,6	72,2	35,5	13,1	8,4	2,4	0,3	1,4	2,0
<i>Solde budgétaire / PIB (%)</i>	0,5	-3,3	-5,5	-4,5	-4,5	-1,8	-5,9	-8,5	-2,8	1,4*
<i>Solde courant / PIB (%)</i>	-4,6	-3,1	-2,2	-10,2	-9,2	-10,2	-12,1	-11,2	-6	-6*
<i>Croissance des salaires réels (%)</i>	-38,1	-38,9	14,2	3,5	3,3	13,4	12,8	4,9	-1,9	
<i>Taux de chômage (Labour force survey)</i>			17,4	17,1	16,4	14,1	13,3	14,1	15,4	16,5 (mai)
<i>Taux de chômage (Employment office records)</i>	3,5	3,5	4,5	7,3	6,2	6,7	6,5	10	12,6	12,5

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

Graphique 1 – Lituanie, destination des exportations



Source : Office de statistiques lituanien

Tableau 4 – Lituanie, dollarisation des crédits et des dépôts (fin de période)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Part des prêts en devises (%)</i>				32	33	42	56	59	(Estonie 20)
<i>Dépôts en devises / M2 (%)</i>	46,5	25,5	26,8	26,0	24,4	21,2	24,1	30,4	-

Sources : Banque de Lituanie, BOFIT