



À la recherche de la stabilité

Elvira Nabiullina explique comment des mesures énergiques ont permis d'éviter une récession plus grave et de réformer le secteur bancaire en Russie

QUELQUES MOIS après avoir pris ses fonctions de gouverneure de la Banque centrale de Russie en 2013, Elvira Nabiullina a dû faire face à une crise économique de plus en plus grave causée par la chute des cours du pétrole, par des tensions géopolitiques et des sanctions. En décembre 2014, le taux de change et le système bancaire étaient en mauvaise posture et l'économie entrainait en récession. Il fallait réagir avec fermeté et la banque centrale décida de laisser la monnaie flotter, d'annoncer immédiatement un plan de lutte contre l'inflation et d'accélérer la réforme du système bancaire. Ces mesures énergiques ont donné des résultats très positifs.

M^{me} Nabiullina, première femme à occuper le poste de gouverneure de la banque centrale russe, s'est vue décerner le titre de « gouverneur de banque centrale de l'année 2015 » par le magazine *Euromoney* et « meilleur gouverneur de banque centrale en

Europe » en 2016 par *The Banker*. Elle a aussi été citée par le magazine *Forbes* parmi les cent femmes les plus puissantes au monde.

Dans un entretien avec Olga Stankova, du département de la communication du FMI, M^{me} Nabiullina, qui avait occupé précédemment les fonctions de ministre du Développement économique, décrit son action à la tête de la Banque centrale de Russie, au cours de cette période difficile.

F&D : Le ciblage de l'inflation (politique décidée par la banque centrale, qui fixe une cible et prend les mesures nécessaires pour qu'elle soit atteinte) est considéré comme un processus plutôt complexe et exigeant dans les pays émergents. Qu'est-ce qui a poussé la Russie à s'engager dans cette voie ?

EN : Au vu de l'expérience d'autres pays, nous nous sommes rendu compte que le ciblage de l'inflation peut permettre de réduire le taux d'inflation et de le maintenir fermement à un niveau relativement bas. C'est bien sûr un processus exigeant pour les pays émergents, car leurs marchés financiers manquent relativement de profondeur et, surtout, le ciblage de l'inflation exige une gestion très stricte. C'est difficile dans un pays émergent où la population a vécu des périodes d'hyperinflation, s'y est accoutumée et ne croit pas qu'il soit possible de faire baisser l'inflation sur le long terme.

Quoi qu'il en soit, nous ne sommes pas passés au ciblage de l'inflation du jour au lendemain. Nous avons commencé à préparer le terrain après la crise de 2008–09. Nous avons d'abord façonné les outils nécessaires pour refinancer les banques et ces outils nous ont permis de gérer les taux d'intérêt (grâce au mécanisme de transmission) de manière à circonscrire l'inflation. Dans un deuxième temps, nous avons peu à peu assoupli le système de change, pour passer d'un taux géré plutôt strictement à un taux flottant. Troisièmement, et c'est très important, le ciblage de l'inflation repose en grande partie sur la qualité des modèles, des projections et des analyses, et nous avons aussi étoffé nos capacités en la matière. Je pense que ces trois éléments ont été cruciaux pour honorer les promesses que nous avions faites au public.

F&D : Le flottement du taux de change a débuté au plus fort de la crise, vers la fin de 2014. Y avait-il un autre choix en la matière ? Et était-il possible de maintenir la gestion du taux de change plus longtemps ?

EN : Nous avons effectivement dû entreprendre le flottement du taux de change durant une période très délicate pour la stabilité financière. Je suis cependant

convaincue que cela ne devait pas retarder notre décision. Nous aurions simplement dépensé une partie de nos réserves d'or et de devises étrangères, et il aurait fallu de toute manière en venir au flottement du taux de change.

Je pense que le flottement du taux de change a bien fonctionné pour absorber les chocs extérieurs et a facilité l'ajustement rapide de la balance des paiements. C'est ce que nous avons constaté à nouveau au cours du cycle suivant, en 2016. Vous vous souviendrez qu'au début de 2016, les cours pétroliers ont chuté et que, grâce au flottement du taux de change, les effets sur les marchés financiers ont été dans l'ensemble négligeables.

F&D : Comment la banque centrale s'est-elle assurée la confiance de l'opinion publique ? Quel a été le rôle de la communication ?

EN : La campagne de communication a été très importante pendant la période de transition, à la fois pour expliquer à la société ce qui se passait et pour démontrer les effets bénéfiques de la nouvelle politique.

Le ciblage de l'inflation requière un niveau de communication avec le marché qualitativement plus élevé que pour les autres politiques, car tout repose sur la gestion des attentes et les prévisions.

Nous avons étoffé nos outils de communication, en commençant par annoncer les dates des réunions du comité de direction un an à l'avance. Nous avons aussi commencé à organiser des conférences de presse, à produire plus d'analyses et de rapports et à multiplier les entretiens et enquêtes, ainsi que les réunions avec les investisseurs et les analystes.

Au début, le but principal était de veiller à ce que les analystes et les professionnels du marché comprennent ce que nous faisons. En fait, nous constatons que les attentes inflationnistes des acteurs du marché sont désormais mieux ancrées. Il est maintenant important d'élargir la communication avec les professionnels et le grand public, pour affermir la confiance dans notre politique et permettre aux gens de construire leurs plans d'avenir et leurs projets financiers plus sereinement.

F&D : Vous avez aussi réformé le système bancaire. Quelles sont les considérations économiques et politiques qui ont guidé votre action ?

EN : Pour que la croissance économique soit stable, il faut que le système financier soit solide. Si le système financier est déficient, il ne peut pas étayer la croissance économique. Notre système bancaire était grevé d'un ensemble de problèmes auxquels nous nous sommes attaqués ces dernières années.

Premièrement, le système bancaire n'avait pas suffisamment de capitaux réels. Vous vous souviendrez

que le système bancaire a été mis sur pied très rapidement au début des années 90, sans capitaux. Et même par la suite, les capitaux circulant dans le système étaient insuffisants. Deuxièmement, à la suite des crises de 2008, puis de 2014–15, la qualité des actifs bancaires s'est dégradée. Ces actifs demeuraient sur les bilans des banques, et il fallait y remédier. Par ailleurs, les banques étaient souvent utilisées pour des pratiques frauduleuses. Leurs propriétaires s'en servaient pour financer leurs propres affaires, avec une mauvaise gestion des risques, et le blanchiment d'argent allait bon train.

Il fallait à l'évidence restructurer le système bancaire, car il ne pouvait pas soutenir la croissance et continuerait à nécessiter de gros apports de capitaux pour survivre à une crise. Il fallait aussi améliorer la

« Il est important que les gens qui travaillent à la banque centrale comprennent qu'ils œuvrent pour le bien du public. »

santé du système bancaire pour éviter de nouvelles injections à l'avenir.

Nous avons conscience que le marché souhaiterait que la part détenue par l'État diminue et nous avons bien l'intention, et nous y travaillons, de réintégrer sur le marché les banques dont nous détenons temporairement une part des actifs dès que l'occasion se présentera.

F&D : Quelles sont les qualités nécessaires pour réussir à la tête d'une banque centrale ?

EN : D'abord, dénicher des professionnels de confiance, et ne pas hésiter à s'entourer de personnes compétentes. Encourager le débat, de sorte que les collaborateurs ne craignent pas de donner leur avis. Et, sur cette base, prendre une décision et s'y tenir.

Il est important que les gens qui travaillent à la banque centrale comprennent qu'ils œuvrent pour le bien du public, avec des objectifs à long terme. Nous devons tenir nos promesses envers la société. C'est un principe crucial, pour moi et pour notre personnel.

Dans toute politique, y compris la politique monétaire, il n'est pas possible d'éviter les compromis. Il est cependant important de comprendre qu'il y a des limites aux compromis. **FD**

Cet entretien a été abrégé et modifié par souci de clarté.