

La caisse d'émission d'Argentine : de la panacée monétaire au carcan budgétaire

Arguments en faveur des caisses d'émission

Les caisses d'émission, conçues initialement en tant qu'accord monétaire pour les colonies britanniques, puis méprisées à mesure que les pays obtenaient leur indépendance politique, sont revenues à la mode récemment. Elles existent aujourd'hui en Argentine, en Bosnie, en Bulgarie, en Estonie, à Hong Kong et en Lituanie. Il s'agit de taux de change strictement fixes déterminés par voie politique mais également législative. La monnaie nationale ne peut être émise que si elle est entièrement adossée à des réserves en devises, le gouvernement et la banque centrale perdant ainsi leur pouvoir discrétionnaire en matière de politique monétaire.

Les défenseurs du système de la caisse d'émission ont souligné que ce régime apporte crédibilité, transparence, inflation faible et stabilité financière dans les pays dont la banque centrale est incapable de garantir un faible taux de croissance monétaire. Si, traditionnellement, le problème de l'incohérence temporelle de la politique monétaire s'explique par la création d'emplois, le désir d'alléger la dette nominale et de renforcer la compétitivité externe sont des considérations bien plus importantes pour les économies en développement et émergentes. Selon les tenants de la caisse d'émission, l'une des caractéristiques majeures de ce régime est l'abaissement et la stabilisation des taux d'intérêt nationaux par la réduction du risque de dévaluation et de défaut et celle de la vulnérabilité du pays aux attaques spéculatives. Des taux d'intérêt faibles et stables, quant à eux, favorisent les investissements et la croissance.

Ces affirmations ont été validées par l'historique des caisses d'émission. Selon Ghosh *et al.* (2000), les pays fonctionnant sous un tel régime ont connu une inflation inférieure à celle des pays dotés d'un régime flottant ou de rattachement à une seule monnaie, ce qui a produit un effet à la fois de discipline (taux de croissance monétaire plus faible) et de crédibilité (croissance plus élevée de la demande monétaire). Les auteurs précisent que ces meilleures performances en termes d'inflation ne se sont pas faites au détriment de la croissance de la production, tout en concédant qu'elles peuvent être dues à un effet de rebond, les niveaux de production étant typiquement déprimés avant l'adoption de la caisse d'émission.

Spécificités du régime argentin

L'Argentine constitue l'un des cas les plus débattus de régime de caisse d'émission. En avril 1991, après une longue période de mauvaise gestion macro-économique et deux épisodes d'hyperinflation, la caisse d'émission a été mise en place, le peso étant rattaché au dollar. Le régime, fondé sur la Loi de convertibilité votée par le Congrès en mars 1991, qui octroie au dollar le statut de monnaie légale, a été ensuite soutenu par une dérégulation complète de l'économie et une totale libéralisation des comptes courants et de capitaux de la balance des paiements.

Figure 1.2. **Risque souverain et risque de dévaluation, points de référence de l'Argentine**

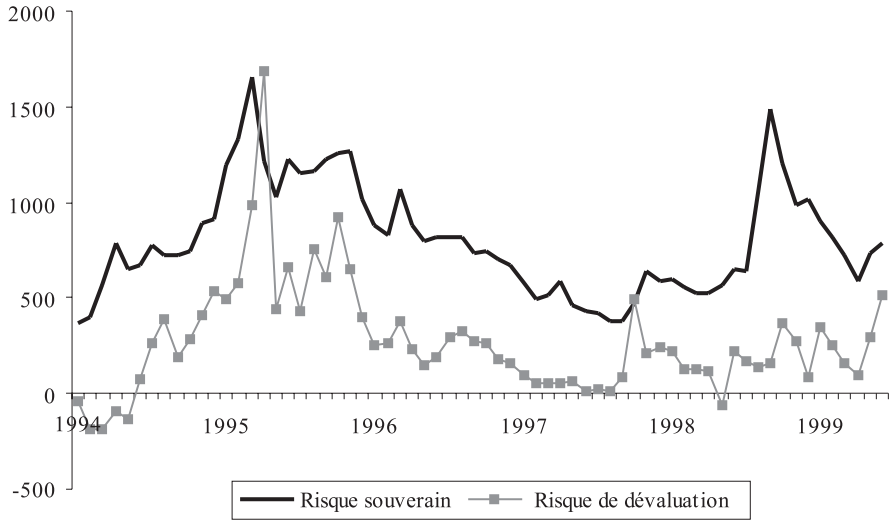
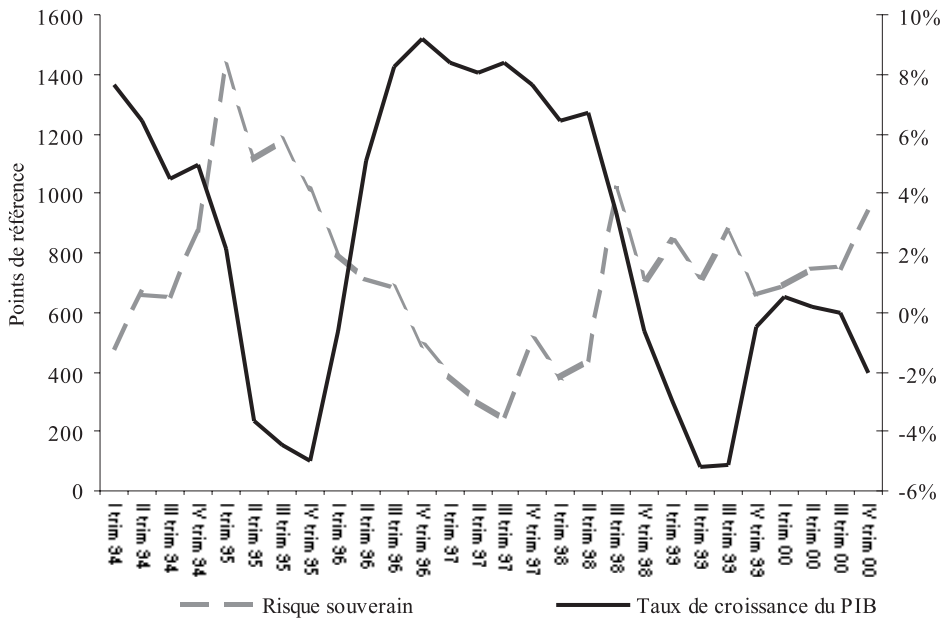


Figure 1.3. **Risque pays et taux de croissance interannuel du PIB**



Le régime argentin se différencie par certains éléments notables d'un régime de caisse d'émission pur. Ces éléments ont été introduits pour compenser la perte du principe de prêteur en dernier ressort induite par le principe-même de la caisse d'émission et exposant le pays à des crises financières en cas d'insuffisance de liquidités : cela nécessite donc que les banques nationales soient fortes et possèdent d'importantes réserves de change. Tout d'abord, la caisse d'émission est intégrée à la banque centrale et il n'existe pas de comptes de caisse d'émission désignés. En second lieu, 20 pour cent de la couverture de la base monétaire peuvent prendre la forme d'une dette publique à court terme de l'Argentine plutôt que celle de réserves de devises. Enfin, le système argentin se caractérise par d'importants besoins en capitaux et en réserves liquides. Les banques sont obligées de détenir 21 pour cent de tous les dépôts en liquidités internationales auprès de la Banque centrale ou de la Deutsche Bank de New York. La Banque centrale dispose par ailleurs d'une ligne de crédit éventuelle auprès d'une douzaine de banques internationales couvrant 10 pour cent des dépôts dans le système bancaire.

Aperçu des performances

Comme l'indiquent les figures 1.2 et 1.3, les performances économiques de l'Argentine ont été mitigées. La contribution à court terme de la caisse d'émission aux performances économiques du pays a très certainement été positive. La caisse a servi de pivot pour réformer en profondeur une économie fortement dénaturée et a contribué à réduire rapidement l'inflation. L'inflation et les taux d'intérêt ont rapidement baissé, soutenant ainsi une croissance rapide du PIB (aidée par la capacité de production non utilisée). La caisse d'émission argentine a survécu à deux grandes crises importées, l'une du Mexique en 1994–95, l'autre du Brésil en 1999, notamment grâce à la robustesse de son système de réglementation bancaire. La politique de réglementation bancaire a promu la privatisation, la libéralisation des capitaux, la liberté d'accès et une bonne gestion des risques de la part des banques (Calomiris et Powell, 2000).

Finalement, toutefois, le système de caisse d'émission n'a pas permis de réduction soutenue du risque de dévaluation ou du risque souverain. La croissance, hormis les épisodes de reprise après l'adoption de la caisse d'émission et après la crise mexicaine en 1994–95, a été faible et volatile, les investissements et les créations d'emplois demeurant anémiques. L'incapacité du système de caisse d'émission argentin à diminuer davantage les primes de risque et à stimuler les investissements, la croissance et l'emploi, est due à une discipline budgétaire insuffisante, à un taux de change effectif réel surévalué et à l'absence d'incitations à l'épargne en raison des forts besoins en liquidités du système bancaire.

Discipline budgétaire insuffisante, déclin de la compétitivité et fortes demandes en liquidités

Le régime argentin de caisse d'émission n'a pas été accompagné d'une discipline budgétaire suffisante et le déficit consolidé du secteur public a progressivement augmenté à partir de 1995, culminant en 1999 à 4.1 pour cent du PIB. Cela a provoqué l'apparition progressive d'un cercle vicieux de hausse des primes de risque-pays et de fléchissement de la croissance qui, à leur tour, ont alimenté le déficit public en raison de la contraction des recettes fiscales et du renchérissement du coût du service de la dette.

Dans une simulation portant sur l'Argentine, Grandes (2001) a démontré la forte endogénéité de ces variables. En décomposant les écarts des prévisions, il constate que 40 à 60 pour cent des écarts du déficit budgétaire corrigé des variations saisonnières, de la croissance de la production corrigée des variations saisonnières et de la prime de risque souverain peuvent s'expliquer par un choc sur ces mêmes variables. Si cette constatation peut confirmer l'hypothèse des défenseurs de la parité fixe selon laquelle, en théorie, les régimes de change très rigides peuvent provoquer un cycle vertueux de baisse de déficit, diminution des écarts de rendement et hausse de la croissance, dans la pratique, le cycle est devenu vicieux. La Deutsche Bank (2000), dans une étude complète sur la viabilité de la dette en Amérique latine, conclut que « l'Argentine devra combler son fossé budgétaire sous-jacent, qui dépasse les recettes fiscales en progrès associées à la croissance (p. 3) ». La banque, qui a calculé que le solde budgétaire sans intérêt (primaire) se monte à 0.63 pour cent du PIB pour 2000, préconise une amélioration du solde primaire de 2 pour cent du PIB pour stabiliser le ratio dette publique/PIB. Par comparaison, en 2000, le Brésil et le Mexique, pays dotés d'un régime de change flottant, ont fait preuve d'une discipline budgétaire suffisante pour assurer la viabilité de leur dette selon les indicateurs de la Deutsche Bank.

L'inertie initiale de l'inflation et la rigidité actuelle des salaires nominaux ont entraîné une appréciation réelle du peso argentin, assortie des déficits courants correspondants et d'un impact récessif sur l'économie. Tandis que la désinflation compensait une bonne partie de la surévaluation pendant les années 90, la dévaluation du Brésil, début 1999, a produit un fort impact sur le taux de change effectif réel de l'Argentine, indicateur de compétitivité externe. Début 2000, la surévaluation réelle du peso était estimée entre 7 et 17 pour cent selon la Deutsche Bank, Goldman Sachs et J.P. Morgan (Edwards, 2000). Même si les estimations sur les déséquilibres des taux de change doivent être considérées avec prudence, le fait que des banques d'investissement influentes les fournissent ne peut que porter atteinte à la crédibilité du régime de caisse d'émission de l'Argentine. Fait encore plus important, le dollar est pour l'Argentine une monnaie d'ancrage qui déstabilisera certainement son taux de change effectif réel : à peine 8 pour cent des exportations du pays vont vers les États-Unis. Les cycles économiques des États-Unis et de l'Argentine n'ont pas été synchronisés pendant les années 90 et, étant donné la différence de structure des deux économies, ne risquent pas de coïncider avant longtemps.

En fait, Domingo Cavallo — architecte de la Loi de convertibilité argentine — a suggéré que, au vu de la confiance croissante envers l'économie argentine, une éventuelle union monétaire entre les membres du Mercosur pourrait être fondée sur un panier de devises incluant l'euro (*Financial Times*, 17 mars 1999 : « Cavallo dit que l'Argentine pourrait laisser flotter sa monnaie »). Les marchés ont réagi de façon négative à cette proposition, provoquant une hausse soudaine de la prime de risque de change (mesurée par l'écart entre les taux locaux des dépôts à terme en peso et les taux locaux interbancaires de dépôt en dollars américains pour les échéances à deux mois maximum) (voir Schmukler et Servén, 2001).

Enfin, pour compenser l'absence de fonction de prêteur en dernier ressort dans une caisse d'émission (ou dans un système intégralement dollarisé), d'importantes liquidités sont nécessaires afin de résister à un retrait massif des dépôts en période de crise. Comme toutes réserves obligatoires minimales, les réserves obligatoires élevées provoquent un écart important entre les taux de prêt, qui augmentent, et les taux d'épargne, qui diminuent (McKinnon et Mathieson, 1981). Une telle distorsion décourage à la fois l'épargne et l'investissement. Cela peut soutenir un cycle de croissance vicieux limité par de faibles investissements et une dette extérieure alimentée par l'insuffisance de l'épargne locale. Ce processus peut aboutir à ce que l'explosion de la dynamique de la dette (provoquée par la différence entre le coût de la dette et le taux de croissance) et le risque de défaut accru ne laissent au pays que trois options : sortir de la caisse d'émission, défaut, ou nouveaux financements étrangers.

Début 2001, le FMI a approuvé un prêt destiné à couvrir les besoins de financement de l'Argentine pour 2001 (et au-delà), le Fonds accordant 13.7 milliards de dollars, la BID et l'Espagne 6 milliards et des sources privées, dont certaines nationales, quelque 20 milliards. La caisse d'émission avait une nouvelle chance, peut-être la dernière, de justifier son bien-fondé.

En mars 2001, Domingo Cavallo a été appelé à défendre le régime qu'il avait introduit une décennie plus tôt. A la mi-juin, le Congrès a approuvé son plan consistant à ajouter l'euro au dollar dans la parité du peso. Curieusement, la réaction première des marchés fut une hausse soudaine du risque de change. Par ailleurs, les coûteuses réserves obligatoires imposées au système bancaire du pays ont été allégées, tandis qu'une taxe sur les transactions financières, processus qui avait prouvé son efficacité budgétaire au Brésil, a permis de réduire l'impôt sur les entreprises et de rééquilibrer les comptes publics. Ces mesures politiques ont corrigé les éléments essentiels causant le cycle vicieux du régime rigide de caisse d'émission d'Argentine. Elles devraient contribuer à stabiliser les taux de change effectifs (donc, à enrayer la baisse de la compétitivité) et à réduire l'écart entre les taux d'épargne et d'emprunt (donc, à stimuler l'épargne et l'investissement).

Entre temps, la nécessité de restaurer l'équilibre budgétaire devenait de plus en plus urgente en raison des écarts accrus des instruments de la dette argentins. La politique de zéro emprunt mise en place en 2001, confirmée fin juillet par le Sénat, dépassant même les objectifs fixés par le FMI, a été qualifiée d'« impressionnante » par le Trésor américain, malgré les inquiétudes récurrentes du marché quant au maintien de la viabilité de la dette à long terme. Même lorsque la dynamique de la dette est stable, s'il devait y avoir une ruée sur les dépôts bancaires, comme après la crise mexicaine, cela produirait un effet néfaste, les troubles sociaux et politiques étant associés avec un ajustement budgétaire contraignant. Le programme de surveillance bancaire bien conçu qui a été mis en place fournit une plus grande transparence que d'habitude dans les marchés émergents mais, en lui-même, ne renforce pas l'engagement à discipliner les banques existant déjà (Diamond, 2001). En tout état de cause, si la politique budgétaire de zéro emprunt ne réussit pas à stabiliser la dynamique de la dette, une crise financière pourrait se produire dans une période où aucun paiement sur la dette existante n'est échu. Ce serait une revanche cruelle du carcan budgétaire.

Enseignements tirés de ces deux cas

En résumé, on ne peut aborder les avantages d'une parité fixe sans répondre d'abord à cette question : d'où provient l'instabilité financière ? Elle peut trouver son origine dans le manque de crédibilité des gouvernements du point de vue de la viabilité budgétaire et de l'inflation sous-jacente ; ou des perturbations extrinsèques provenant des hauts et des bas de l'euphorie financière. Il convient de se demander si la dollarisation fera l'affaire et protégera les pays émergents contre ces risques.

Comme nous l'avons vu, la réponse n'est pas évidente. En cas de crise financière, le risque que les banques locales perdent leur accès au marché interbancaire international demeure intact. La réaction optimale (attendue) de l'autorité confrontée à un tel risque est facile à déduire des exemples classiques : la suspension de la convertibilité. Le risque d'un resserrement du crédit et de défaut généralisé est donc toujours bien là.

La dollarisation en elle-même ne protège pas le pays contre le risque de perte de confiance généré par la menace de défaut et de suspension de la convertibilité. En ce sens, la dollarisation peut être une voie rapide vers la crédibilité à l'importation, mais la crédibilité politique à long terme ne peut être importée, elle doit se mériter. Les réformes nationales permettant d'acquérir de la crédibilité à l'étranger étant souvent impopulaires, le régime de change n'est qu'un des choix difficiles que les marchés émergents et les nations en développement doivent opérer.

Si l'on pense que le moteur déterminant d'une telle prise de risque est l'absence de discipline budgétaire, la dollarisation ne peut être la réponse que si l'on croit que la dette nationale sera contenue une fois libellée en dollars. Les défauts massifs des obligations internationales constatés dans le passé montrent que le respect de cette contrainte n'est pas la norme.

On peut invoquer que, au minimum, le reste de l'économie sera plus à l'abri d'un défaut du gouvernement. Mais ce n'est pas davantage évident : les banques régionales et les secteurs privés sont susceptibles de détenir des obligations d'État, et il sera donc plus difficile de différencier les défauts envers les créanciers étrangers et envers les créanciers nationaux ; cette difficulté augmenterait, et non réduirait, le risque systémique. On ne peut s'empêcher de penser que la dollarisation ne peut fonctionner qu'avec un certain carcan budgétaire. Si l'on part du principe que des engagements semi-constitutionnels en vue d'abaisser le déficit sont envisageables, la question qui se pose alors est la suivante : aller jusqu'à la dollarisation reste-t-il une solution optimale ?

Une autre leçon politique importante tirée des expériences de la CFA et de l'Argentine est le choix du numéraire. Lorsque la monnaie d'ancrage reflète un choc, l'endogénéité des variables structurelles n'est pas suffisamment élevée pour empêcher que les monnaies lui étant rattachées soient victimes de chocs asymétriques. Cette suggestion tirée de la littérature sur la zone monétaire optimale suppose, selon Frankel et Rose (1996), que les critères de choix entre flottement et parité fixe sont en fait endogènes (nous y reviendrons plus loin). Les critères suggèrent que les pays considérés comme petits (dont le secteur des biens non échangeables est négligeable) et ouverts (en termes de part des échanges commerciaux dans le PIB) devraient adopter la parité. Certains pays afficheront un haut niveau de concentration régionale des échanges vers le pays pouvant leur fournir un ancrage monétaire potentiel et subiront des chocs similaires à ceux du pays émetteur de la monnaie d'arrimage. Des variantes du modèle de Barro-Gordon dans les économies ouvertes suggèrent la parité pour les pays qui ont historiquement abusé de leur discrétion monétaire. Ces pays peuvent atteindre un niveau d'équilibre plus bas en matière d'inflation s'ils peuvent s'engager de façon crédible à soutenir leur parité avec la monnaie d'ancrage qui bénéficie d'une meilleure réputation que la monnaie locale. Une parité devient fixe lorsqu'il est difficile d'en sortir.

La discussion qui a précédé sur les expériences de la CFA et de l'Argentine a montré que la parité fixe, ou la dollarisation, n'apporte pas automatiquement de crédibilité politique à long terme. L'importance du choix du numéraire a également été soulignée et il a été fait référence à l'euroisation et aux paniers de devises. Cela semble suggérer que la création d'une monnaie unique européenne serait équivalente à une parité fixe. Si l'euro reflète certainement le casse-tête « ni fixe, ni flottant », nous croyons qu'il doit être interprété comme l'aboutissement d'un processus de convergence entre les membres de l'UE partageant un Cadre de surveillance multilatérale commun. A cet égard, l'euro répond davantage à la formule « flotter pour fixer » et est plus transposable à l'extérieur de la zone euro qu'on ne le croit généralement. Nous nous emploierons à le montrer plus loin. Nous décrirons d'abord l'expérience du SME, puis nous l'intégrerons dans une optique d'intégration européenne fondée sur la « pression des pairs » et suggérerons qu'elle constitue un moyen de gagner en crédibilité accessible à tous les marchés émergents du monde soucieux d'acquérir une réputation financière.