

Régulation et crise monétaires en régime de currency board

Le cas de l'Argentine 1991-2002

Marc GERARD¹
(FORUM – Université Paris X - Nanterre)

1. Introduction

Ce travail se propose d'apporter une contribution au débat théorique en cours sur l'efficacité, la stabilité et les conditions de viabilité des régimes de currency board, au travers d'une étude des fondements analytiques de la crise argentine de 2001-2002. Loin de se réduire à un nouvel avatar des régimes de changes fixes, un currency board se caractérise par la mise en œuvre d'une règle de convertibilité aussi bien interne qu'externe de la monnaie domestique au niveau des agents économiques décentralisés. Il s'agit donc d'un régime monétaire au sens fort, caractérisé par la renonciation à toute possibilité de création monétaire autonome, impliquant des modalités de régulation spécifique de l'économie dans son ensemble. En particulier, les avantages que le dispositif est susceptible de procurer en termes de stabilité des prix et de financement de l'économie apparaissent suspendus à la réalisation d'un certain nombre d'ajustements dans la sphère réelle de l'économie, au premier rang desquels une grande flexibilité dans la fixation des prix dans le secteur abrité et le développement d'une base d'exportation compétitive.

Les débats relatifs aux régimes de currency board ont resurgi dans les années 1990 à propos de l'intégration des pays émergents dans les circuits financiers internationaux. De ce point de vue, l'expérience argentine apparaît emblématique des contraintes et des bénéfices attachés à la mise en place de tels régimes. Instauré en 1991 dans le cadre d'un plan de lutte contre l'hyperinflation, le currency board argentin a constitué la pierre angulaire d'une politique d'ouverture commerciale, de privatisation et de libéralisation financière, qui a permis une indéniable stabilisation macroéconomique et l'établissement d'un environnement propice à attirer les investisseurs internationaux. Le régime a cependant fait la preuve de sa vulnérabilité dès la crise Tequila de 1995 : le système financier a été soumis à de fortes tensions qui n'ont pu être surmontées que grâce à l'appui des institutions financières internationales et au prix d'ajustements drastiques sur le marché du travail. Les années de croissance de 1996-1998 ont par la suite été marquées par un endettement généralisé et croissant de l'ensemble des agents financiers et non-financiers, et en particulier de l'Etat, auprès des bailleurs de fonds internationaux, afin de contourner les contraintes de financement pesant sur l'économie en raison de la rigueur de la règle monétaire. A partir de l'entrée en récession de l'économie fin 1998, induite en grande partie par la surévaluation du taux de change réel, le régime s'est révélé jouer de manière procyclique face aux chocs tant financiers que réels, la hausse prolongée des taux d'intérêt réels alimentant une situation générale d'insolvabilité des agents. Annoncée par la fuite permanente des capitaux, la crise a pris à l'automne 2001 la double forme d'une ruée sur les banques des déposants privés et d'un défaut de paiement de l'Etat, pour conduire début 2002 à la suspension de la convertibilité.

En raison de son caractère multidimensionnel (défaut sur la dette publique, insolvabilité du système financier, effondrement du régime de convertibilité et de la valeur de la monnaie), la faillite du modèle argentin a fait l'objet d'interprétations divergentes. Selon Mussa (2002), la crise a résulté fondamentalement de la dynamique d'insolvabilité de la dette publique induite par l'impérialisme du système fiscal et le laxisme budgétaire des provinces. Mais Haussman et Velasco (2002) ont contesté l'idée que le surendettement de l'Etat ait pu

¹ MINI-FORUM, Université Paris X, Bât K, 200 av. de la République, 92000 Nanterre ; m.gerard@u-paris10.fr
Je tiens à remercier tout particulièrement Michel Aglietta pour son aide, les faiblesses et insuffisances de ce travail restant bien entendu de ma seule responsabilité.

être au fondement de la crise et se sont attachés à souligner l'intensité de la contrainte extérieure. Perry et Servén (2002) ont pour leur part insisté sur la surévaluation du taux de change réel, rendue responsable de la dramatique perte de compétitivité de l'économie. Dans la perspective de rendre plus spécifiquement compte des tensions sur les bilans bancaires, des auteurs tels De la Torre et Yeyati (2002) ont mis en avant la détérioration des structures financières induites par les contraintes monétaires. A la suite de Krugman (2000), certains auteurs tels Schwarzer (2001) ont souligné enfin la fragilité intrinsèque des règles de convertibilité en termes de crédibilité.

En partant de l'idée qu'à la règle de convertibilité ont dues être attachées des modalités de régulation bien spécifiques de l'économie dans son ensemble, ce travail propose une lecture de l'histoire du currency board argentin qui tente de faire la part de ces différentes explications en tâchant des les intégrer au sein d'un cadre théorique commun. Une telle analyse revient à s'intéresser plus spécifiquement aux contraintes proprement monétaires pesant sur les évolutions macroéconomiques comme sur les politiques économiques en régime de currency board.

Une première partie développe un modèle en macroéconomie ouverte décrivant une petite économie à deux secteurs, abrité et exposé, de manière à placer au centre de l'analyse l'évolution des prix relatifs reflétant la contrainte de convertibilité. Le mécanisme de formation des prix considère un environnement de concurrence monopolistique au sein du secteur abrité, cependant que la loi du prix unique est supposée jouer dans le secteur exposé. Le taux d'intérêt y apparaît endogène afin de prendre en compte la dégradation des conditions de financement liée à l'accroissement du risque pays, une prime de risque étant supposée dépendre de la dynamique des dépenses publiques.

Une seconde partie s'attache à montrer sur un plan empirique en quel sens les modalités du développement économique en Argentine dans les années 1990 sont apparues entrer en contradiction avec les exigences du régime monétaire en place. L'examen des composantes de la croissance et du financement du compte courant permet de comprendre pourquoi la monétisation de l'économie n'a pu intervenir qu'au travers d'un processus d'endettement généralisé des agents financiers et non-financiers sur les marchés de capitaux internationaux. La dégradation inexorable de la compétitivité et l'étouffement de la croissance par les contraintes monétaires et financières sont rapportées aux modalités des privatisations et aux formes de l'accumulation dans le pays.

2. Equilibre et régulations macroéconomiques en régime de convertibilité

2.1. Multiplicateur monétaire et taux de change réel en régime de convertibilité

Le currency board argentin

Plus qu'un simple régime de changes fixes ('hard peg'), un currency board² constitue un régime monétaire à part entière, dont le fonctionnement requiert des régulations macroéconomiques bien spécifiques. Il s'agit en effet d'une règle de convertibilité de la base monétaire à un prix déclaré, en l'occurrence un peso pour un dollar dans le cas argentin, inscrite dans la constitution et qui joue à un niveau décentralisé dans l'économie. La monnaie domestique peut être convertie à tout moment par les agents économiques en sa contrepartie externe, de telle sorte que le taux de change ne s'applique pas seulement aux échanges extérieurs, mais régule également les transactions domestiques. Ainsi, il s'agit d'un mécanisme de création monétaire tirée par la demande.

Afin de garantir cette règle de convertibilité, la Banque centrale est tenue de couvrir intégralement la base monétaire par des actifs étrangers liquides, de sorte que la création monétaire ne peut intervenir que dans les limites des réserves de change détenues par l'institut d'émission. La mise en place d'une caisse d'émission a ainsi pu aboutir en Argentine à éradiquer deux sources principales d'inflation : le financement monétaire des déficits publics et les anticipations inflationnistes, dès lors que la règle monétaire apparaît constitutionnellement garantie. Dans les termes du débat canonique amorcé par Kydland et Prescott (1977) opposant crédibilité garantie par des règles et politiques discrétionnaires, le choix d'un currency board relève d'une approche exclusivement fondée sur les règles des problèmes monétaires. En particulier, dans la mesure où aucune création monétaire autonome n'est possible, la Banque centrale se trouve dans l'incapacité de jouer le rôle d'un prêteur en dernier ressort en cas de tensions sur la liquidité du système financier. Les difficultés peuvent être accrues par le fait que les sorties de capitaux ont des effets multiplicateurs négatifs sur la masse monétaire.

Dans le cas particulier de l'Argentine, il faut noter que la mise en œuvre du currency board est apparue renforcée par le fait que le dollar s'est vu conférer cours légal dans le pays, de sorte que le système monétaire argentin était en fait bimonétaire. Il sera par la suite qualifié de régime de convertibilité.

Multiplicateur monétaire

Le bilan de la Banque centrale comprend à son actif des réserves de change en or et en devises R permettant de couvrir la base monétaire en peso H inscrite à son passif, laquelle se compose des réserves obligatoires détenues par les banques commerciales R_o et des billets et pièces en circulation B, ce qui s'écrit :

$$R = H = B + R_o \quad (1)$$

Le bilan du système bancaire agrégé est constitué à son passif des dépôts du public D et à son actif des réserves détenues auprès de l'institut d'émission R_o , ainsi que des prêts à l'économie L. Ainsi :

$$D = R_o + L \quad (2)$$

La masse monétaire est :

² L'appellation française est 'caisse d'émission', mais elle est peu usitée.

$$M = D + B \quad (3)$$

En notant $q = R_0/D$ le coefficient de réserves obligatoires et en considérant que le public tend à détenir un ratio d'espèces par rapport aux dépôts $c = B/D$ constant, au moins dans le court terme et hors période de crise, la masse et la base monétaire s'écrivent :

$$M = (1+c)D \quad (4)$$

$$H = (c + q) D \quad (5)$$

D'où l'on déduit :

$$M = [(1+c)/(c+q)] H \quad (6)$$

On note $m(q,c) = [(1+c)/(c+q)]$ le multiplicateur monétaire. Il est facile de voir d'une part que $m'_q < 0$, et d'autre part que, sous l'hypothèse toujours réalisée $q < 1$, $m'_c < 0$. Compte tenu de la contrainte de couverture de la base monétaire, on peut finalement écrire :

$$M = m(q,c) R, \quad m'_q < 0, m'_c < 0 \quad (7)$$

Pour un ratio de réserves obligatoires fixé de manière réglementaire, la création maximale de monnaie domestique dans l'économie est déterminée par le montant exogène de réserves détenues en vertu de la relation :

$$M = mR \quad (8)$$

Les dépôts effectués directement en dollars auprès du système bancaire n'ont pas été ici pris en compte. Il suffirait de remarquer qu'ils permettent de soulager la contrainte de liquidité, c'est-à-dire de moduler à la hausse le coefficient de réserves appliqué par les banques en accroissant la proportion des réserves libres, et par-là d'accroître les financements à l'économie. On montrera par la suite qu'ils ont effectivement constitué de fait un moyen de monétisation de l'économie.

Taux de change réel

On considère une petite économie ouverte à deux biens, en distinguant deux secteurs : un secteur exposé (T), correspondant à l'ensemble des biens et services qui peuvent être exportés et concurrencés par les importations, et un secteur abrité (sans indice).

Le niveau général des prix à la consommation est une moyenne des niveaux de prix P_T et P dans les deux secteurs, pondérés par leur importance relative ; avec α la part du secteur abrité dans l'économie, on a :

$$P_c = P_T^{(1-\alpha)} P^\alpha \quad (9)$$

Dans le secteur exposé, la loi du prix unique est vérifiée ; en notant E le taux de change nominal entre le peso et le dollar, et en considérant que les prix internationaux P^* sont libellés en dollars, elle s'écrit :

$$P_T = E P^* \quad (10)$$

En vertu du principe de convertibilité, le taux de change est fixé de manière irrévocable tel que $E=1$. Par ailleurs, le niveau des prix étrangers, exogène, peut être normalisé à $P^*=1$. Ainsi :

$$P_T = 1 \quad (11)$$

Le niveau général des prix est par conséquent entièrement déterminé par le niveau des prix dans le secteur abrité :

$$P_c = P \quad (12)$$

En considérant le taux de change réel $Q = P/P_T$, on constate qu'il s'exprime comme le niveau des prix dans le secteur abrité :

$$Q = P \quad (13)$$

Equilibre macroéconomique en régime de convertibilité

Courbe d'offre globale

La courbe d'offre globale est obtenue en combinant une description du marché du travail et une représentation des modalités de détermination des prix intérieurs, prenant en compte les spécificités du cadre institutionnel argentin.

Sur le marché du travail, les salariés s'attachent à préserver leur pouvoir d'achat dans le cadre de négociations collectives, de sorte qu'à moyen terme, les salaires nominaux W suivent, avec un retard d'une période³, l'évolution des prix à la consommation P_c préservant le niveau de salaire réel W_r :

$$W = W_r P_{c,-1} \quad (14)$$

Compte tenu de l'arbitrage inflation-chômage de court terme exprimé par la courbe de Phillips, le salaire réel peut s'élever temporairement au-dessus de son niveau d'équilibre \bar{W}_r si le taux de chômage U passe au-dessous de son niveau d'équilibre \bar{U} en réponse à une hausse de la demande :

$$W_r = \bar{W}_r (U/\bar{U})^{-\alpha} \quad (15)$$

En vertu de la loi d'Okun cependant, les entreprises ne s'adaptent pas aux variations de la demande et aux écarts de la production courante par rapport à la production potentielle en faisant varier le seul niveau de l'emploi, mais en mobilisant d'autres composantes des facteurs de production telles le nombre d'heures travaillées, de sorte que s'opère un arbitrage limitant les variations de l'emploi par rapport à son niveau d'équilibre en réponse aux fluctuations de la production, ce que l'on peut écrire :

$$U/\bar{U} = (Y/\bar{Y})^{-\beta} \quad (16)$$

En conséquence de (15) et (16), le salaire réel d'équilibre apparaît positivement lié à l'écart de production ('output gap') selon la relation :

$$W_r = \bar{W}_r (Y/\bar{Y})^{\alpha\beta} \quad \text{avec } \alpha = \frac{\alpha}{\beta} \quad (17)$$

Dans le secteur abrité, les modalités de fixation des prix dépendent de l'intensité de la concurrence à laquelle sont confrontées les entreprises. Dans un environnement de concurrence imparfaite tel celui qui a pu prévaloir en Argentine tout au long des années 1990, la détermination des prix d'offre s'effectue en fonction d'un principe de coût global majoré (mark-up). En posant a_0 la quantité de travail, a_1 le montant des charges financières et a_2 la

³ On travaille en temps discret. Seules les variables retardées portent un indice.

quantité de biens importés, chacun par unité de produit, ainsi que $\bar{\pi}$ le taux de marge et i le taux d'intérêt nominal, le prix d'offre s'écrit :

$$P = (a_0 W + a_1 i + a_2) (1 + \bar{\pi}) \quad (18)$$

En combinant (17) et (18), on obtient la courbe d'offre globale (SS) :

$$P = [a_0 \bar{W} r (Y/\bar{Y}) - P_{-1} + a_1 i + a_2] (1 + \bar{\pi}) \quad (19)$$

Elle est croissante dans le plan (Y, P) . Sa position est fonction des niveaux d'équilibre de la production et du salaire réel \bar{Y} et $\bar{W}r$, ainsi que des paramètres de la fonction de détermination des prix a_0, a_1, a_2 et $\bar{\pi}$ et du niveau des prix à la période précédente.

Sous une forme simplifiée, la relation s'écrit :

$$P = g Y P_{-1} + h i \quad \text{avec } g > 0 \text{ et } h > 0 \quad (19')$$

Courbe de demande globale et équilibre du marché monétaire

La courbe de demande globale s'écrit classiquement comme somme de l'absorption interne privée A , corrélée positivement à la production et négativement au taux d'intérêt réel r , du niveau des dépenses publiques G considéré comme exogène, ainsi que de la balance courante CA , corrélée négativement à la production et au taux de change réel, identifié au niveau des prix dans le secteur abrité. On a donc :

$$Y = A(Y, r) + G + CA(Y, P) \quad \text{with } Y'_r < 0 \text{ et } Y'_p < 0 \quad (20)$$

Pour une petite économie émergente telle l'Argentine, le taux d'intérêt réel r est déterminé par le taux d'intérêt réel observé par les investisseurs sur les marchés de capitaux internationaux r^* augmenté d'une prime de risque $\bar{\sigma}$:

$$r = r^* + \bar{\sigma} \quad (21)$$

Aussi longtemps que le régime de currency board apparaît crédible, aucun risque de change n'est perçu, de sorte que la prime de risque compense pour l'essentiel un risque de défaut. Compte tenu de la longue histoire d'insolvabilité des politiques publiques en Argentine, on peut faire l'hypothèse qu'un tel risque peut être apprécié au travers du ratio des dépenses publiques rapportées au PIB, considéré comme un indicateur de gestion des finances publiques, soit :

$$\bar{\sigma} = \bar{\sigma} + k G/Y \quad (22)$$

Par conséquent :

$$r = r^* + \bar{\sigma} + k G/Y \quad (23)$$

Le taux d'intérêt réel est ainsi considéré comme endogène afin de prendre en compte la détérioration des conditions de financement lié à la dégradation du risque pays.

Ex post, il correspond par ailleurs au taux d'intérêt nominal diminué de l'inflation⁴ :

$$r = i - \dot{P} \quad (24)$$

⁴ Une variable pointée indique le taux de variation de cette variable.

Si l'offre de monnaie apparaît strictement bridée en régime de currency board, la représentation de la demande de monnaie ne requiert a priori aucune spécification particulière ; ainsi :

$$i = L(Y, M^d/P_c) \quad \text{avec } L'_Y > 0 \text{ et } L'_{M/P_c} < 0 \quad (25)$$

L'équilibre du marché monétaire, pour lequel $M = M^d$, s'écrit :

$$i = L(Y, M/P_c) \quad \text{avec } L'_Y > 0 \text{ et } L'_{M/P_c} < 0 \quad (26)$$

Equilibre macroéconomique et conditions de viabilité de long terme

Une petite économie émergente en régime de convertibilité semblable à l'Argentine des années 1990 apparaît ainsi décrite par l'ensemble de relations suivantes :

$$\begin{cases} P = gYP_{-1}^{-} + hi & (19') \\ Y = A(Y, r) + G + B(Y, P) & (20) \\ i = L(Y, M/P^{-}) & (26) \\ r = r^* + \bar{\sigma} + k G/Y & (23) \\ r = i - \dot{P} & (24) \end{cases}$$

Dans ce système, les variables Y , P , i et r sont endogènes, tandis que G et M sont les seules variables exogènes compte tenu des valeurs considérées comme fixes des paramètres. En particulier, le taux d'intérêt réel apparaît pris en compte de manière endogène dans le modèle afin de prendre la mesure des contraintes de financement exercées sur une petite économie en environnement de finance libéralisée.

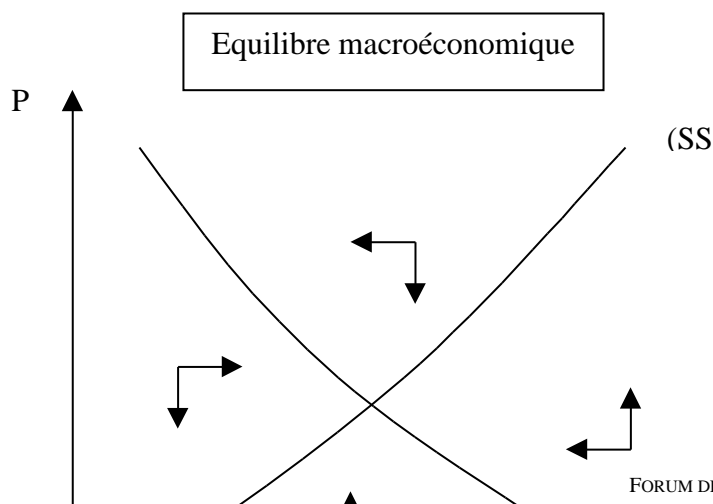
Sous forme condensée, le système s'écrit :

$$\begin{cases} P = gYP_{-1}^{-} + h[L(Y, M/P^{-}) + \dot{P}] & (27) \\ Y = A[Y, r^* + \bar{\sigma} + k G/Y] + G + B(Y, P) & (28) \end{cases}$$

Afin d'en extraire les conditions de long terme de viabilité du régime de convertibilité, on considère la situation à l'équilibre. Par définition, une fois les ajustements opérés, le niveau des prix est stable : $\dot{P} = 0$, et les retards disparaissent. Le système devient alors :

$$\begin{cases} P = gYP^{-} + hL(Y, M/P^{-}) & (27') \\ Y = A[Y, r^* + \bar{\sigma} + k G/Y] + G + B(Y, P) & (28) \end{cases}$$

La relation (27') étant croissante dans le plan (Y, P) et la relation (28) décroissante, leur intersection détermine simultanément le niveau d'équilibre du produit \bar{Y} et des prix \bar{P} .



L'ensemble des points situés au-dessus de (SS) indique un niveau de salaires nominaux supérieur à celui requis par le niveau de la production ; il caractérise des situations de pressions déflationnistes. À l'inverse, les points situés au-dessous de (SS) sont ceux pour lesquels les salaires n'ont pas encore été ajustés à la hausse à l'output gap positif ; ils sont le lieu de pressions inflationnistes. Les points situés au-dessous de (DD) correspondent à des situations pour lesquelles la demande n'est pas satisfaite quel que soit le niveau du taux de change réel ; on se situe alors dans une situation d'excès de demande qui amène une élévation du niveau de la production. Les points situés au-dessus de (DD) caractérisent à l'inverse une situation d'excès d'offre qui induit une réduction de la production. Il ressort ainsi de l'analyse qualitative la stabilité de l'équilibre macroéconomique.

Pour des valeurs d'équilibre \bar{Y} et \bar{P} données, et compte tenu de la composante exogène de la prime de risque et du taux d'intérêt réel étranger, le taux d'intérêt réel d'équilibre \bar{r} apparaît déterminé d'après (23) en liaison avec le niveau des dépenses publiques :

$$\bar{r} = r^* + \bar{\sigma} + k G/\bar{Y}$$

Via le taux d'intérêt nominal, ce taux d'intérêt réel doit correspondre d'après la relation (26) à un équilibre sur le marché monétaire, lui-même donné par le niveau de la masse monétaire :

$$\bar{r} = L(\bar{Y}, M/\bar{P} -)$$

Ainsi, dans ce système à l'équilibre, les relations d'offre et de demande globales ainsi que d'équilibre sur le marché monétaire déterminent complètement les contraintes exercées sur les politiques économiques. Aucune marge de manœuvre n'existe pour la politique monétaire ou pour la politique budgétaire, dont les instruments sont déterminés conjointement. Pour ce qui concerne la politique budgétaire, tout recours au déficit est susceptible d'exercer un fort effet d'éviction en raison de la détérioration induite des conditions de financement, sans même s'accompagner nécessairement d'une baisse des prix dès lors que les charges d'intérêt concourent à la détermination de la courbe d'offre globale. Pour ce qui concerne la politique monétaire, le dessaisissement de tout objectif interne ne saurait surprendre dans le cadre d'un régime monétaire qui assigne explicitement à la Banque centrale le rôle d'un bureau de change.

En conséquence, les conditions de viabilité de l'économie représentée par ce système, définie comme les contraintes auxquelles les variables économiques doivent pouvoir se plier afin que la réalisation de l'équilibre soit possible, sont de deux ordres : le maintien sous contrôle des dépenses publiques et la flexibilité de la masse monétaire.

Il est essentiel de souligner que ces deux conditions sont en fait fortement interdépendantes et surtout hiérarchisées : dès lors qu'un accroissement de la demande domestique de monnaie tend mécaniquement à se traduire par une hausse des taux d'intérêt en raison de l'inexistence de toute possibilité de création monétaire autonome, le sentier d'évolution et la soutenabilité des dépenses publiques apparaissent entièrement conditionnés au rythme de croissance de la masse monétaire. Pour le dire autrement, une fois choisi et constitutionnellement garanti le régime monétaire de convertibilité, les politiques budgétaires perdent tout caractère discrétionnaire autonome. Et c'est parce que le système s'est

progressivement montré inapte à financer la croissance économique que les agents économiques, privés comme publics ont été conduit à recourir à un endettement extérieur de plus en plus considérable, mettant en place les conditions d'une crise financière majeure.

Outre que la dynamique de l'endettement et des dépenses publiques a été abondamment documentée⁵, la section suivante est pour cette raison consacrée plus spécifiquement aux modalités de régulation macroéconomique induites en propre par les contraintes monétaires.

Ajustements macroéconomiques en régime de convertibilité

En raison du caractère extrême du régime monétaire adopté, l'analyse des ajustements théoriquement requis pour en assurer la viabilité peut trouver à s'inspirer de certaines des formulations du monétarisme global, qui considère en particulier des petites économies à prix flexibles dans lesquelles le marché monétaire ne s'ajuste que progressivement à mesure de l'accumulation de réserves de change, seule contrepartie de la masse monétaire⁶. En effet, en régime de convertibilité, la masse monétaire est un strict multiple des actifs extérieurs accumulés, en l'absence de toute possibilité de stérilisation :

$$M = mR \quad (8)$$

Ainsi, l'ajustement (requis) de l'offre de monnaie à la demande s'opère au travers des variations des réserves de change. On peut par exemple considérer le processus d'ajustement suivant, où $_$ représente la vitesse d'ajustement :

$$\dot{R} = _ (M^d - M) \quad (29)$$

Si l'on ne tient pas compte dans un premier temps des flux de capitaux, les variations des réserves constituent la contrepartie du solde de la balance courante :

$$\dot{R} = CA \quad (30)$$

De la sorte, la situation d'équilibre sur le marché monétaire $M^d = M$ correspond à une situation d'équilibre du compte courant $CA = 0$. La courbe de demande globale (20) peut être réécrite sous une forme simplifiée :

$$CA = Y - A - G \quad (20')$$

Et en combinant (20') et (29), on obtient :

$$A + G = Y - _ (M^d - M) \quad (31)$$

Dans cette dernière relation, les imbrications entre les déséquilibres sur le marché monétaire et sur le marché des biens et services apparaissent clairement. Les ajustements requis peuvent être décrits pour les deux cas polaires de déséquilibres. Si $M^d > M$, on se trouve en situation d'excès d'offre de biens, puisque $Y > A + G$. En conséquence, le compte courant est en excédent, ce qui permet une accumulation de réserves de change. Le processus d'ajustement apparaît alors constitué par une augmentation de l'absorption accompagnée de création monétaire, qui réduit progressivement l'excédent courant jusqu'à ce que l'équilibre soit restauré. A l'inverse, si $M^d < M$, un excès de demande sur le marché des biens et des services se traduit par une destruction de monnaie. Cela nécessite que l'absorption se résorbe en liaison avec la diminution de la masse monétaire jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli à un niveau de production moindre.

⁵ Voir en particulier Mussa (2002).

⁶ Voir en particulier Frenkel et Mussa (1981).

La description de ces mécanismes d'ajustement permet de spécifier les formes de la croissance compatibles avec la viabilité du régime de convertibilité, en l'absence dans un premier temps de mouvements de capitaux internationaux, hypothèse qui sera levée par la suite. Dans la mesure où l'on peut considérer que la croissance économique s'accompagne d'une augmentation de M^d à des fins de transactions, on se trouve temporairement dans la situation $M^d > M$. Si l'origine de la croissance est à chercher du côté du dynamisme du commerce extérieur, tel que $CA > 0$, alors $\dot{R} > 0$ et les ajustements s'opèrent via une hausse de l'absorption $A+G$ accompagnée d'une accumulation de réserves de change. Si en revanche la croissance procède pour l'essentiel du dynamisme des composantes internes de la demande globale, alors $CA < 0$, et donc $\dot{R} < 0$ alors qu'une hausse de M^d intervient : en l'absence de financement par des capitaux extérieurs, la croissance sera alors bridée par la hausse des taux d'intérêt, tout particulièrement en situation de rigidité des prix et des salaires⁷.

Si on lève à présent l'hypothèse de restriction des flux de capitaux, il est clair que la croissance peut se trouver pour un temps financée par endettement extérieur sans que soit porté atteinte au carcan monétaire en place. Mais le prix peut alors en être une détérioration des conditions de financement liée à la montée des risques d'insolvabilité, ainsi qu'une vulnérabilité accrue du pays aux retournements des flux de capitaux internationaux. C'est la situation qu'a connue l'Argentine, où le régime de convertibilité a de fait fonctionné comme régime d'endettement.

Au final, dès lors que la création monétaire apparaît mécaniquement liée à l'accumulation d'actifs extérieurs, un excédent structurel du compte courant constitue la condition sine qua non d'une croissance soutenable sans endettement excessif. A l'inverse, un déficit du compte courant doit se traduire par le recours à l'endettement extérieur, seul à même dans ce cas de permettre l'accumulation de réserves nécessaire à la monétisation de la croissance. La hiérarchisation des conditions de viabilité du système apparaît clairement : une insuffisante flexibilité de la masse monétaire doit se traduire par le recours à un endettement extérieur massif qui restreint d'autant les marges de manœuvre de la politique budgétaire.

⁷ Situation que ne considère pas le monétarisme global, les prix et salaires étant supposé parfaitement flexibles, et l'équilibre de plein-emploi réalisé à tout moment.

3. Evolutions macroéconomiques en Argentine dans les années 1990

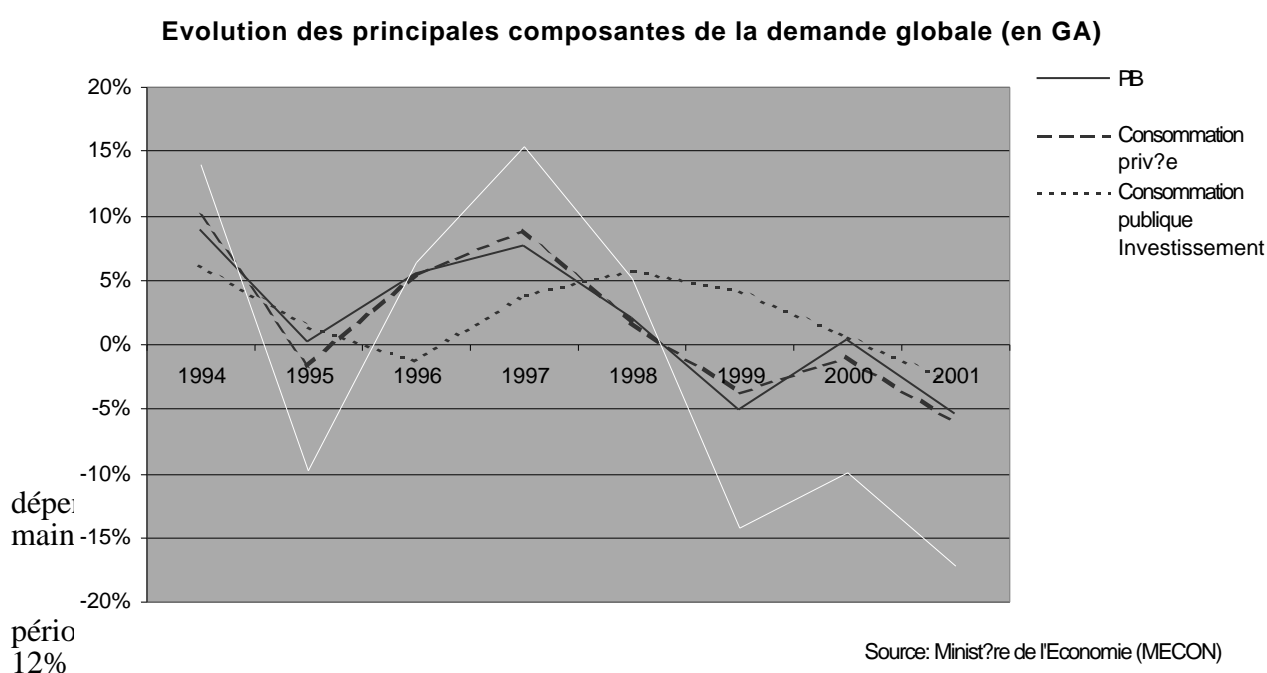
A la lumière des développements qui précèdent, il est possible de montrer en quel sens les données structurelles et les évolutions macroéconomiques en Argentine dans les années 1990 sont apparues entrer en contradiction avec le régime monétaire extrêmement rigide que le pays s'était donné à des fins de stabilisation. Au delà des erreurs de politiques économiques commises, en particulier budgétaire, cela revient à mettre en évidence les racines fondamentalement monétaires de la crise argentine de la fin 2001.

Dans l'esprit de ses promoteurs, l'établissement du régime de convertibilité constituait la pierre de touche d'un plan global de libéralisation financière et d'ouverture commerciale visant à attirer les investisseurs internationaux en vue de financer la croissance. C'est pourquoi l'instauration du currency board, l'ouverture du compte de capital de la balance des paiements, la libéralisation du secteur bancaire, la déréglementation du marché du travail et du commerce extérieur ainsi que le lancement d'un vaste programme de privatisations participaient du même projet de mise en place d'un nouveau modèle de développement en Argentine. Mais parce que le régime de convertibilité a fonctionné dans les faits comme régime d'endettement, il s'est montré inapte à jeter les fondements d'une croissance et d'une stabilisation macroéconomique durables.

Croissance et monétisation de l'économie argentine dans les années 1990

Demande domestique et secteur extérieur

Le modèle de développement argentin a indéniablement connu un certain succès au début des années 1990. En raison de la remonétisation de l'économie permise par l'éradication de l'hyperinflation et du dynamisme de la consommation privée, le taux de croissance du produit s'est élevé à près de 8% entre 1991 et 1994, en liaison avec un afflux massif de capitaux étrangers. Bien plus, une fois la crise Tequila surmontée, la croissance a semblé reposer sur des bases équilibrées puisqu'essentiellement tirée par une forte reprise de l'investissement, qui représentait encore 18% du PIB en 1999, alors que l'économie était déjà entrée en récession.



Exportations / Importations (glissement annuel, en % du PIB)

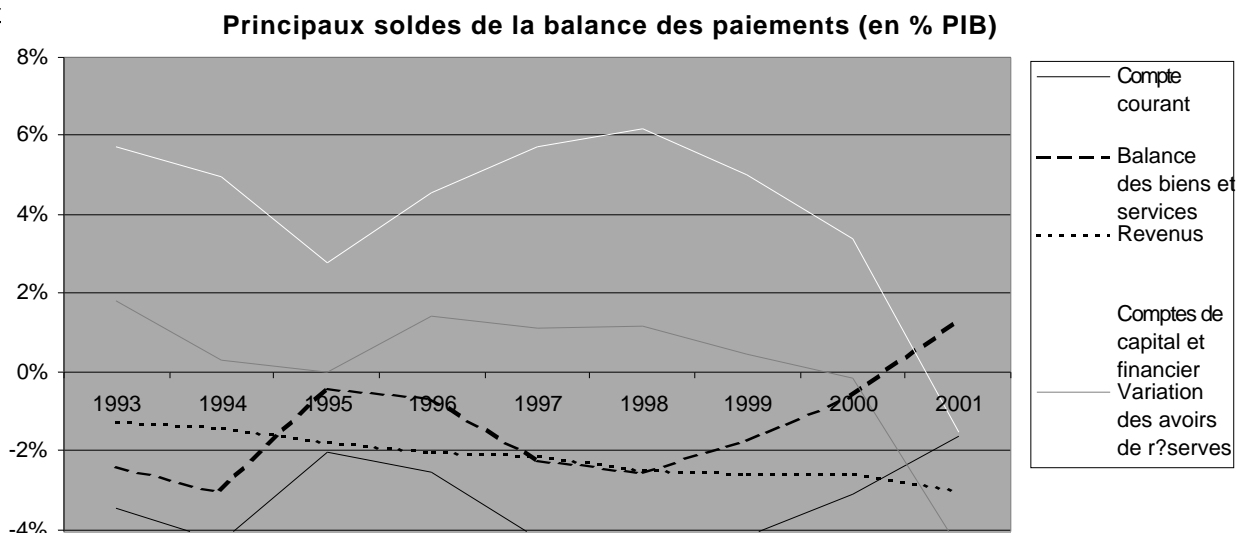
Or en soi, ce quasi-équilibre de la balance courante devait apparaître problématique au regard de l'évolution dynamique des composantes internes de la demande globale, dès lors qu'il ne permettait pas une accumulation d'actifs financiers extérieurs. Cela posait au premier chef la question du financement de la balance courante.

Financement du compte courant

En fait, un examen de la balance des paiements révèle que la situation n'a jamais été saine, dès lors que le compte courant a connu sur la période un déficit structurel qui, bien que modéré, a directement menacé la viabilité du régime de convertibilité. Compte tenu de l'équilibre de la balance commerciale, ce déficit a résulté dans une mesure croissante des charges d'intérêt et des paiements de dividendes aux investisseurs étrangers. Ces sorties de capitaux, qui se sont élevées à près de 7 milliards de dollars chaque année, ont constitué une composante véritablement structurelle du déficit du compte courant, en ce sens qu'elles ne dépendaient pas des fluctuations de la conjoncture. Elles se sont ainsi apparentées à une ponction nette sur la richesse nationale, y compris en période de récession, témoignant de l'incapacité de l'économie nationale à se libérer de la pression de ses créanciers internationaux.

Mécaniquement, un excédent du compte de capital et du compte financier a dû couvrir les déséquilibres du compte courant. Dans le cas de l'Argentine, il apparaît clairement qu'en dépit de sorties importantes et constantes de capitaux domestiques, des flux financiers massifs

(
C



Impact contradictoire des investissements directs étrangers (IDE)

Conformément à ce qui était attendu, les flux d'IDE sont restés importants en direction de l'Argentine durant toute la décennie, en relation avec la mise en œuvre des différents pans du programme de privatisations. Leur affectation fera l'objet de développements ultérieurs, mais on peut d'ores et déjà noter qu'outre leur caractère essentiellement transitoire, lié à la mise sur le marché d'entreprises publiques, ces flux de capitaux n'ont pas véritablement pu contribuer à l'accumulation de réserves à moyen terme, et ce pour deux raisons principales. En premier lieu, la plupart des IDE n'ont pas correspondu à des paiements en cash, car ils se sont trouvés affectés au remboursement de la dette extérieure héritée des années 1980, et n'ont donc pas donné lieu à des flux de paiements. Ainsi, à moyen terme, la détérioration de la balance courante a constitué dans une certaine mesure la contrepartie d'une amélioration de la situation des finances publiques, mais au prix du resserrement des conditions de financement dans l'ensemble de l'économie.

Position d'investissement internationale
(soldes en fin de période, en millions de dollars)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Position d'investissement internationale	-8 645	-9 618	-15 111	-30 174	-37 161	-40 513	-53 135	-64 715	-77 963
Actifs extérieurs	66 618	71 937	86 345	89 000	102 327	117 194	133 300	139 000	149 006
<i>Réserves</i>	7 886	10 991	15 471	16 032	15 963	19 745	22 807	26 249	27 342
<i>Investissements directs</i>	6 107	7 332	8 086	9 148	10 696	12 374	16 041	18 184	19 479
<i>Investissements de portefeuille</i>	15 077	15 112	20 377	19 139	22 526	26 562	28 890	29 757	33 792
<i>Autres</i>	37 548	38 502	42 411	44 681	53 142	58 513	65 562	64 810	68 394
Engagements	76 263	81 555	101 456	119 174	139 488	157 707	186 435	203 715	226 969
<i>Investissements directs</i>	11 524	15 822	17 932	22 319	27 828	32 634	40 979	47 007	71 016
<i>Investissements de portefeuille</i>	7 532	11 245	48 791	56 221	60 257	72 638	87 301	93 823	91 122
dont:									
actions	1 207	1 916	10 257	10 102	11 597	13 730	19 070	14 297	8 215
obligations	6 325	9 329	38 534	46 119	48 660	58 908	68 231	79 526	82 907
<i>Autres</i>	56 207	54 488	34 733	40 634	51 403	52 435	58 155	62 885	64 831

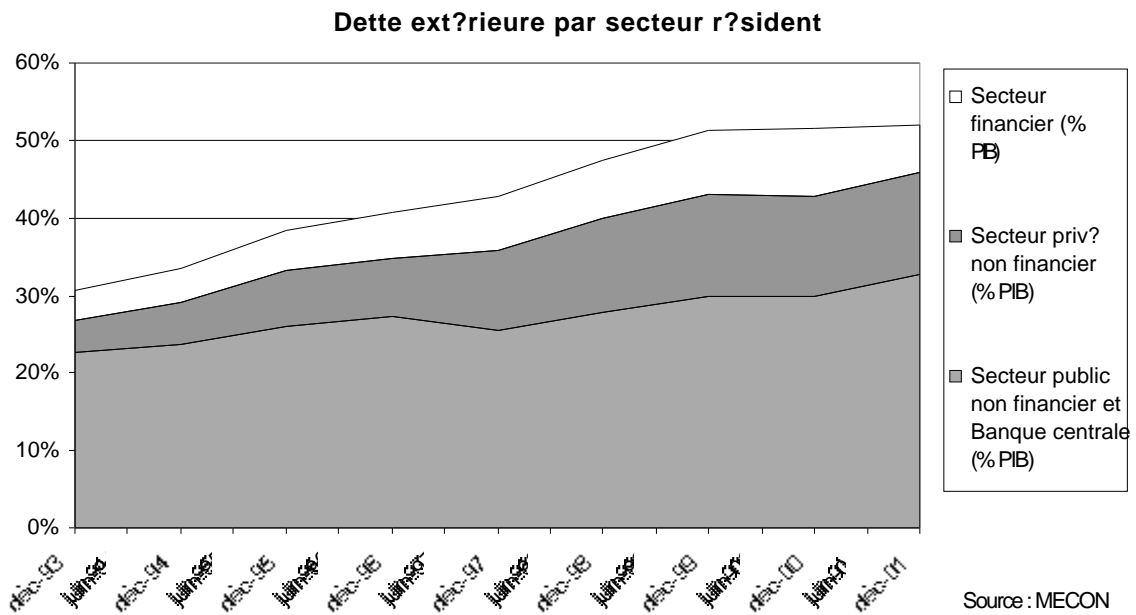
Sources : DNCI

En second lieu, les dividendes réinvestis paraissent avoir constamment diminué sur la période par comparaison avec ceux transférés à l'étranger, ce indique que les investisseurs visaient à se constituer des rentes de situation plutôt qu'à initier des projets de développements dans le secteur productif, susceptibles de procurer à terme des devises à l'économie nationale.

Surendettement et dollarization

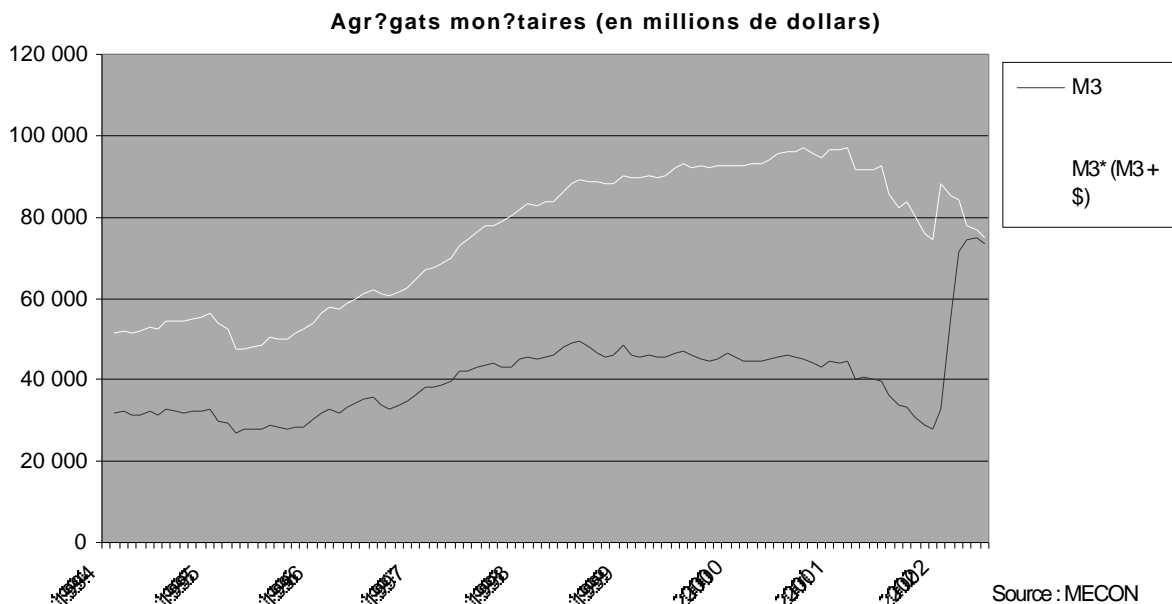
En conséquence de l'impossibilité de toute création monétaire autonome et de cet impact contradictoire des IDE sur le compte courant, le financement de l'économie argentine a du reposer de manière croissante sur un endettement au niveau décentralisé des agents privés et publics auprès des bailleurs de fonds internationaux, directement ou par l'intermédiaire du système financier. Et de fait, tandis que les IDE ont été multipliés par quatre entre 1992 et 1999, pour représenter un total cumulé de 71 milliards de dollars, les investissements de portefeuilles ont pour leur part été multipliés par huit, soit un total de 91

milliards de dollars. Alors qu'ils représentaient environ 13% des flux de capitaux au début de la décennie, les emprunts extérieurs contribuaient à hauteur de 40% au financement de l'économie argentine en fin de période.

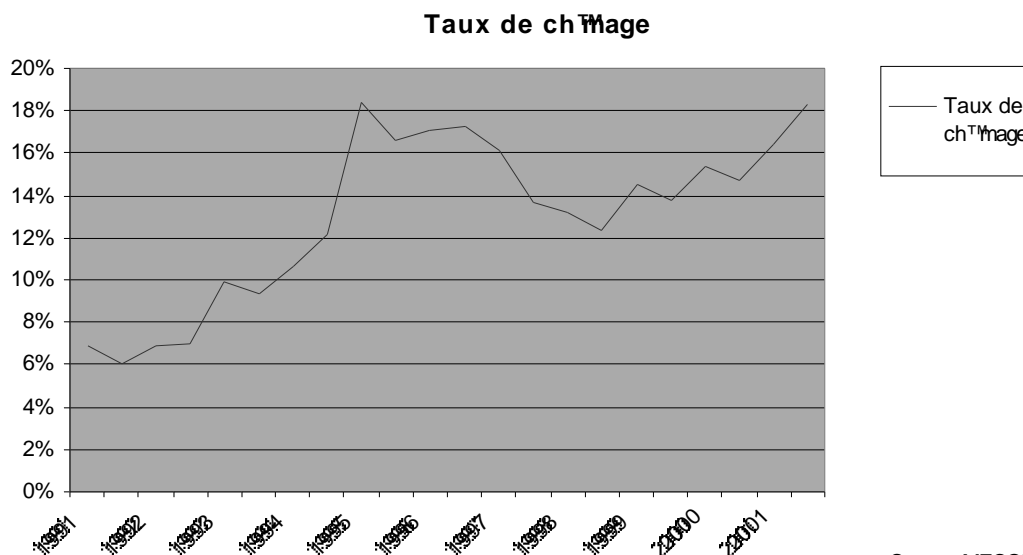


En raison fondamentale d'un tel endettement généralisé à l'échelle dans ce que l'on pourrait qualifier de rareté de l'offre de monnaie domestique, autrement dit dans l'incapacité du système bancaire à développer le crédit en raison des contraintes de liquidités auxquelles il se trouvait soumis dans le cadre du régime de convertibilité. En l'absence d'excédents courants importants, un tel endettement constituait de fait l'unique moyen de financement de la croissance et de monétisation de l'économie.

Une telle évolution s'est en outre trouvée facilitée par la nature bimonétaire du régime de convertibilité, gage aux yeux des dirigeants d'une plus grande crédibilité du peso dans son rôle d'équivalent du dollar. Les agents privés ont de fait exploité les possibilités de financement ouvertes par le cours légal du dollar en s'endettant directement en devises, ainsi qu'en témoigne le gonflement continu des dépôts en dollars dans le système bancaire. Dans ce qui s'apparente à une situation de pénurie de monnaie nationale, la monétisation de l'économie paraît ainsi être pour partie intervenue à un niveau décentralisé via une dollarisation de l'épargne liquide, laquelle demande à être analysée comme une voie de contournement de la règle monétaire.



Il convient cependant de noter que les ajustements réels requis pour préserver une certaine flexibilité de la masse monétaire n'en ont pas moins eu lieu : à partir de la seconde moitié des années 1990, une politique drastique de modération salariale a été mise en œuvre dans le contexte d'une montée du taux de chômage sans précédent au regard de la situation traditionnelle en Argentine.



Cette dégradation de la contrainte monétaire au moyen d'une déstabilisation rampante du système financier et d'une 'flexibilisation' accrue du marché du travail, une conséquence attendue de ce processus d'endettement massif a évidemment été constituée par la forte détérioration de la situation financière de l'économie domestique. C'est dans cette perspective que prend son sens l'examen de la dynamique de la dette publique et de ses effets destabilisants sur la demande de monnaie.

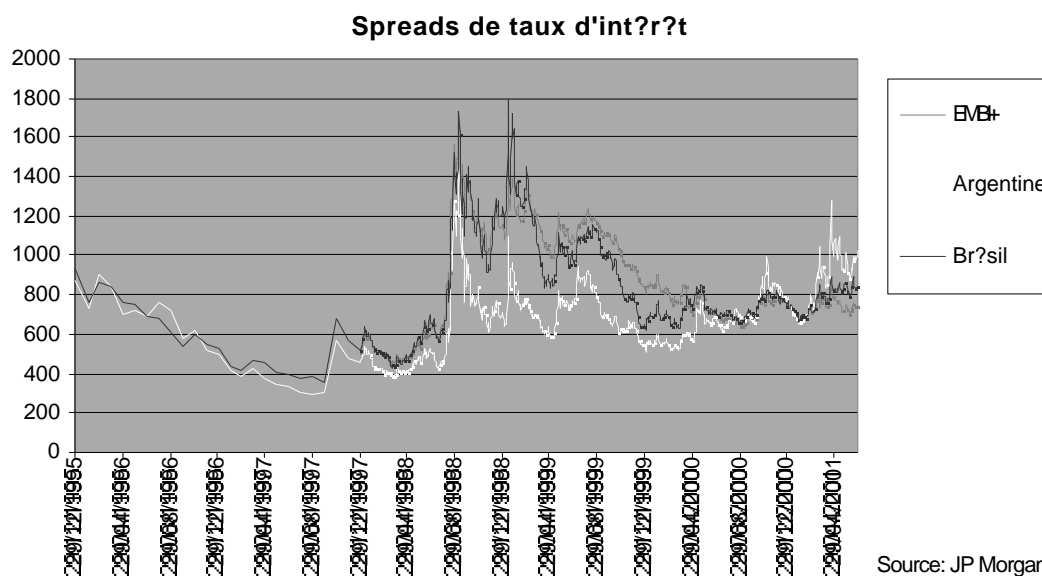
Dynamique de la dette publique

Impéritie fiscale et montée des spreads d'intérêt

Il est clair que le gouvernement central s'est révélé systématiquement incapable d'assurer le recouvrement des impositions en provenance des provinces au cours des années 1990. Un tel échec trouve sa source dans certains dysfonctionnements profonds du système institutionnel argentin, l'histoire du pays se caractérisant depuis la promulgation de la constitution fédérale au milieu du XIX^{ème} siècle par une rivalité récurrente entre les autorités centrales et locales concernant l'appropriation et la redistribution de la rente fiscale. Dans le cadre de lois dites de 'co-participation fédérale', les impôts levés se révèlent systématiquement insuffisants pour financer le budget fédéral, tandis que le système est rendu opaque par de complexes mécanismes de péréquation entre provinces. Dans ce contexte, l'incapacité de l'administration Menem à réformer le système fiscal a conduit à poursuivre dans la voie d'un endettement extérieur de l'Etat pourtant incompatible avec la règle monétaire, contribuant dans une large mesure à la détérioration générale des conditions de financement dans l'économie.

De fait, l'émission de titres publics est restée considérable sur la période 1993-2000, s'élevant à plus de 11 milliards de dollars par an après la crise Tequila pour totaliser environ 84 milliards de dollars à la fin de la décennie, soit un taux d'endettement de 43%. Dans le même temps, les primes de risques telles qu'elles sont mesurées par les écarts de taux

d'intérêts entre obligations nationales et Treasuries américaines s'élargissaient de 300 points de base en 1993-1994 à plus de 500 points à compter de la crise russe d'août 1998, correspondant à des taux d'intérêt réels établis à près de 12% dans un contexte déflationniste.



Maintien sous contrôle des dépenses publiques

Cependant, quelle qu'ait pu être la mauvaise gestion de la dette par les autorités argentines, et en dépit du dérapage procyclique des dépenses publiques à l'occasion de la réélection de Menem en 1996, on ne constate aucune aggravation notable des dépenses budgétaires sur la décennie. Ainsi qu'il apparaît clairement à la lecture du tableau suivant, les autorités ont au contraire poursuivi et atteint un objectif d'excédent primaire du budget, y compris hors revenus tirés des privatisations.

En fait, la détérioration des comptes a résulté de deux facteurs bien distincts⁸. En premier lieu, le service de la dette s'est trouvé continuellement alourdi par la montée générale des taux d'intérêt sur la dette nouvellement émise de l'ensemble des pays émergents – ce qui signale au passage l'échec fondamental des autorités argentines à faire reconnaître aux yeux des investisseurs internationaux une véritable spécificité du régime monétaire de convertibilité. En second lieu, la réforme du système des retraites⁹, avec le passage d'un régime par répartition à un régime par capitalisation, mise en œuvre sur recommandation du FMI, s'est traduite par des charges transitoires sur le budget fédéral, résultant d'un transfert de recettes au profit de fonds privés sans transfert dans l'immédiat des prestations correspondantes – charges d'ailleurs compensées par une accumulation d'actifs par les fonds de pensions pour un montant total de 20 milliards de dollars fin 2000.

Comptes du secteur public non financier (en % PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Revenus courants	21,2%	19,5%	19,0%	17,2%	18,7%	18,8%	19,6%	19,8%	19,0%
Contributions de sécurité sociale	5,6%	5,5%	5,3%	3,8%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%	3,6%
Autres	15,5%	14,1%	13,7%	13,5%	14,5%	14,8%	15,8%	16,0%	15,4%
Dépenses courantes	18,7%	18,4%	18,8%	18,1%	19,1%	19,1%	21,2%	21,3%	21,4%
Restations de sécurité sociale	5,3%	5,9%	6,1%	5,7%	5,9%	5,8%	6,1%	6,1%	6,2%
Autres	13,4%	12,5%	12,7%	12,5%	13,2%	13,2%	15,0%	15,1%	15,2%
dont : service de la dette	1,2%	1,2%	1,6%	1,7%	2,0%	2,2%	2,9%	3,4%	3,8%
Surplus primaire	2,5%	1,1%	0,2%	-0,9%	-0,4%	-0,3%	-1,5%	-1,5%	-2,3%
Solde sécurité sociale	0,4%	-0,4%	-0,7%	-1,9%	-1,7%	-1,8%	2,3%	2,4%	2,6%
Surplus primaire excl. solde sécurité sociale	2,1%	1,5%	0,9%	-2,8%	-2,1%	-2,1%	-3,8%	-3,9%	-4,9%

Ainsi, l'examen de l'évolution des comptes publics ventilés par grande catégorie de recettes et de dépenses ne permet pas d'attribuer la responsabilité de la crise à une soudaine politique de laxisme budgétaire, quand bien même les nouvelles exigences en matière de discipline financière issues de l'adoption de la règle de convertibilité ne semblent pas avoir été bien perçues. Bien plus, à partir de l'entrée simultanée en déflation et en récession de l'économie consécutif au resserrement continu des conditions de financement, le gouvernement paraît s'être progressivement trouvé en quelque sorte investi d'un rôle 'd'emprunteur en dernier ressort', la dynamique d'endettement public se substituant à l'endettement des agents privés en situation de rationnement du crédit ('credit crunch') pour assurer la monétisation de l'économie.

Au total, dès lors que l'économie s'est révélée incapable de réaliser de forts excédents structurels de la balance courante, le financement de l'économie dans le cadre du régime monétaire extrêmement rigide dont le pays s'était doté n'a pu intervenir qu'au travers de l'endettement extérieur des agents privés, et, dans une mesure croissante, publics. Il en a résulté d'une part une dollarisation avancée du système bancaire, et d'autre part le déploiement d'une politique publique progressivement contracyclique d'emprunt sur les marchés de capitaux internationaux, mettant de la sorte en place tout les éléments de la crise financière et monétaire majeure qui allait dévaster le système financier et précipiter la chute de la production à l'automne 2001. Se pose dès lors la question de savoir pour quelle raison les considérables apports de capitaux dont a bénéficié l'économie argentine tout au long de la décennie n'ont pas permis au système de fonctionner autrement que comme un régime d'endettement, et en particulier de générer le dynamisme extérieur pourtant vital à la viabilité du système.

Compétitivité, privatisations et formes de l'accumulation en Argentine

Chocs de compétitivité et surévaluation du taux de change réel

Les difficultés en termes de compétitivité rencontrées dans l'Argentine des années 1990s étaient en fait en germe dans le choix d'un régime monétaire, et plus précisément d'un ancrage externe, totalement inadapté aux structures de l'économie et aux orientations du commerce extérieur du pays. L'Argentine est de fait restée jusqu'au bout une petite économie relativement fermée n'entretenant que des liens commerciaux secondaires avec les Etats-Unis en comparaison de ses relations avec d'autres économies émergentes, en particulier le Brésil.

Structure géographique du commerce extérieur argentin en 2000

(en %)

	Importations	Exportations
Amérique latine	35%	46%
dont:		
Brésil	26%	26%
Chili	3%	10%
Etats-Unis	20%	11%
Union européenne	25%	17%
Autres	20%	26%

Source : FMI

Par conséquent, quand bien même le choix du dollar comme ancrage externe pouvait se justifier pour des raisons de visibilité à destination des investisseurs dans une phase temporaire de stabilisation monétaire, la pérennisation de la convertibilité ne prenait pas en compte les contraintes imposées précisément par la nouvelle règle monétaire sur les

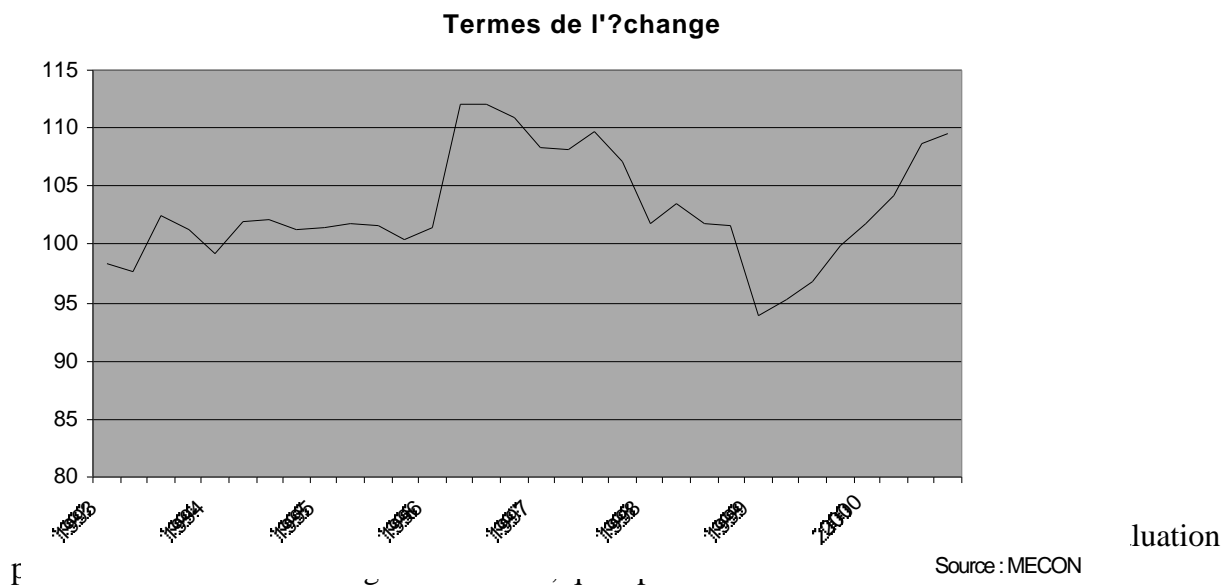
régulations macroéconomiques, au premier chef desquelles la nécessité de dégager des excédents extérieurs structurels afin d'assurer une bonne flexibilité de la base monétaire.

Pour cette raison, l'intangibilité de la relation de parité peso-dollar ne pouvait qu'être sujette à d'intenses problèmes de crédibilité, lesquels sont apparus manifestes au moment de la crise Tequila mais ont plus généralement trouvés leur traduction sur l'ensemble de la période dans la persistance d'un écart de rémunération entre dépôts en dollars et dépôts en pesos auprès du système financier domestique.

Surtout, il a résulté du maintien de la convertibilité une forte détérioration des termes de l'échange à la suite d'une série de chocs asymétriques dans la seconde partie de la décennie, que le pays n'a pu que partiellement absorber au moyen d'ajustements dans la sphère réelle :

- la forte appréciation du dollar à partir de la seconde moitié des années 1990, en relation avec le dynamisme de l'économie américaine ;
- les dévaluations en chaîne des monnaies de la plupart des pays émergents, et particulièrement du Brésil, avec une perte de valeur du real de 40% lors de la crise de 1999, puis à nouveau de 40% en 2000 ;
- l'orientation marquée à la baisse des prix agricoles sur les marchés mondiaux à partir de 1998, qui ont directement affecté certaines des exportations les plus profitables de l'économie argentine, telle le blé ou le soja.

Conséquence de ces chocs, le pays a connu une érosion continue des termes de l'échange vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux dans la seconde moitié des années 1990, faisant suite aux gains de compétitivité enregistrés en début de période, en dépit d'ajustements drastiques sur le marché du travail.



Privatisations et accumulation dans le secteur abrité de l'économie

Reste qu'au-delà de cette inadaptation manifeste de la parité de change retenue et en faisant la part des chocs externes, l'afflux massif d'investissements étrangers dans le pays ne paraît manifestement pas avoir permis le développement d'une base d'exportation compétitive à même de procurer les devises impérativement requises. Par ailleurs, la détérioration du taux de change réel, c'est-à-dire in fine l'évolution défavorable des prix relatifs, a également pour partie résulté d'une forte rigidité à la baisse du niveau des prix dans le secteur abrité de

¹⁰ Voir sur ce point les travaux de De la Torre, Yeyati, Schmuckler (2002) pour la Banque mondiale.

l'économie, signe d'une permanence des structures oligopolistiques en dépit des politiques d'ouverture et de libéralisation.

La clé de ces évolutions, paradoxales au regard de l'intérêt apparent porté par les investisseurs et les institutions internationaux au relèvement de l'économie argentine, réside dans les formes de l'accumulation auxquelles a donné lieu le gigantesque programme de privatisations. De fait, les transferts de propriété se sont pour l'essentiel déroulés dans le secteur abrité de l'économie via la privatisation de la majeure partie des services publics, se traduisant au final par une substitution aux anciens monopoles publics de monopoles privés.

A la fin des années 1980, l'économie argentine se caractérisait par l'importance du contrôle de l'Etat sur le secteur productif : les entreprises publiques contribuaient à hauteur de 15% à la formation du PIB, bénéficiaient d'environ 25% des investissements domestiques et employaient près de 10% de la population active¹¹. Le secteur public était principalement présent dans les domaines de l'eau, de l'électricité, du gaz naturel et du pétrole à hauteur de 90% de la production, dans les mines pour près de 50%, dans les transports et les télécommunications pour environ 30%. Sous la pression des bailleurs de fonds internationaux, le programme de privatisations du début des années 1990 a été mis en œuvre rapidement, par la voie de lois dites 'd'urgence', sans que le démantèlement des anciens conglomerats d'Etat s'accompagne de l'établissement de cadres réglementaires et de modalités de régulation adéquats dans les secteurs nouvellement ouverts aux capitaux étrangers.

Les privatisations sont intervenues pour l'essentiel en deux temps. Au moment de l'instauration du currency board et en vue de contribuer au financement de la stabilisation monétaire, elles ont tout d'abord concerné l'opérateur principal de télécommunication, Entel, la compagnie aérienne nationale Aerolinas Argentinas, environ un tiers du réseau autoroutier, une partie du réseau ferré, quelques industries pétrochimiques, ainsi que des chaînes de radio et de télévision. Dans la plupart des cas, les prix de vente sont apparus rétrospectivement largement sous-évalués. Dans un second temps, à partir de 1993-1994, le champ des privatisations a été consolidé et étendu à de nouveaux secteurs, tels le gaz, l'eau, le reste du réseau autoroutier, le secteur pétrolier avec le transfert partiel de propriété de la compagnie Yacimientos Petroliferos Fiscales (YPF), certaines entreprises métallurgiques, le métro de Buenos Aires, certaines industries d'armement, des équipements portuaires, et pour finir une large part du secteur bancaire ainsi que la gestion du système de retraites.

Cette simple énumération permet de souligner le fait que la plupart des privatisations, concentrées au sein du secteur abrité, n'ont pas manifestement pas été réalisées en vue de procurer au régime de convertibilité les devises qui lui étaient pourtant crucialement nécessaires. Bien plus, l'efficacité au plan microéconomique semble parfois avoir été sacrifiée à des considérations macroéconomiques de court terme, telles le renflouement des déficits publics, sans égard pour les conditions de développement de long terme du pays. La nature des entreprises privatisées ainsi que les modalités des privatisations ont en conséquence directement abouti à un renforcement des structures oligopolistiques dans l'économie, marqué par exemple par des conditions de tarification extrêmement avantageuses concédées aux nouveaux opérateurs des services publics, au détriment des consommateurs. Ainsi qu'il a déjà été remarqué, une grande partie des revenus générés par ces activités ont par ailleurs tendus à n'être pas réinvestis. Au final, les flux de capitaux consécutifs à la stabilisation monétaire et à l'ouverture du compte de capital paraissent avoir canalisé la plupart des ressources financières extérieures vers des investissements non-risqués pour constituer des rentes de situation, au détriment du secteur industriel producteur de devises, exposant le pays à une détérioration structurelle de sa compétitivité extérieure en même temps qu'à de graves tensions monétaires.

¹¹ Voir sur ce point Margheritis (1998).

4. Conclusion

Loin de se réduire à de simples régimes de change particulièrement rigides, les currency board demandent à être appréhendés comme des instances de régulation macroéconomique à part entière. La règle de convertibilité qui en constitue le pivot témoigne en effet, autant qu'elle s'en porte garante, de la subordination de tous les objectifs de politique économique à la préservation de la stabilité monétaire, parce qu'elle soumet la valeur de la monnaie nationale à un test de crédibilité permanent de la part des agents économiques au niveau décentralisé. Elle conduit à reporter de ce fait avec une redoutable efficacité l'essentiel des ajustements aux chocs dans la sphère réelle de l'économie, avec les coûts sociaux que de tels choix comportent.

En cela, les économies régies par des systèmes de currency board paraissent pouvoir fonctionner selon des principes largement similaires à ceux qui ont pu historiquement prévaloir à la fin du XIX^{ème} siècle sous le régime de l'étalon-or, avec absence de politique monétaire autonome, stricte discipline budgétaire et amples mouvements cycliques des prix et de la production. La mise en place de caisses d'émission résulte d'ailleurs dans bien des cas d'une volonté de normalisation et de retour à une ère de stabilité associée à l'étalon-or, à l'issue de périodes de sévères désordres monétaires – ce fut manifestement le cas en Argentine à la suite d'épisodes récurrents d'hyperinflation. C'est oublier cependant que le régime d'étalon-or n'a historiquement fonctionné comme facteur de stabilité que pour les pays du 'centre', détenteurs des plus importants stocks d'or, et que son extension aux pays de la 'périphérie', tels l'Argentine, s'est en revanche révélé intenable dès lors qu'il ne permettait pas d'en financer adéquatement la croissance. C'est négliger également le fait que l'ancrage externe retenu à l'époque contemporaine ne saurait jouer le rôle de l'or, la gestion de sa valeur ne relevant pas d'une convention passive universellement acceptée, mais d'une politique active, menée par un institut d'émission national, dans le cadre d'une concurrence globale entre grandes monnaies au niveau mondial.

Bibliographie

- Aglietta, Michel (1997), *Macroéconomie internationale*, Paris, Montchrestien
- Aglietta, Michel (2002), « Argentine : mécanique de la crise », *Sociétal* n°36
- Alston, Lee, Gallo, Andres (2000) « Evolution and revolution in the Argentine banking system under convertibility : the roles of crises and path dependence », *NBER Working Paper*, November
- Artus, Patrick (2000), « Choix du régime de change : l'exemple de l'Argentine », *Flash* n°170, 22 septembre
- Azpiazu, Daniel, Vispo, Adolfo (1994), « Some lessons of the Argentine privatization process », *Cepal Review*, December
- Bergstein, Fred (2000), « La dollarisation : une fausse solution », *l'Economie politique* n°5, 1^{er} trimestre
- Carrizosa, Mauricio, Leipziger, Danny, Shah, Hemant (1996), « L'effet 'tequila' et la réforme bancaire en Argentine », *Finances & Développement*, mars
- Chang, Roberto, Velasco, Andres (2002), « Dollarization : analytical issues », *NBER Working Paper*, March
- De la Torre, Augusto, Levy Yeyati, Eduardo, Schmuckler, Sergio (2002), « Argentina's financial crisis : floating money, sinking banking », draft, June 3rd
- Della Paolera, Gerardo, Taylor, Alan (1999), « Internal versus external convertibility and developing-country financial crises : lessons from the Argentine bank bailout of the 1930s », *NBER Working Paper*, October
- Edwards, Sebastian (2002), « The Argentine debt crisis of 2001-2002 : a chronology and some key policy issues », *NBER*, January 25th
- Frenkel, John, Mussa, Michael (1981), « Monetary and fiscal policy in an open economy », *American Economic Review*, 71

- Hanke, Steve (2000), « The disregard for currency board realities », *Cato Journal*, spring
- Hausmann, Ricardo, Velasco, Andres (2002), « The Argentine collapse : hard money's soft underbelly », *Kennedy School of Government*, Harvard
- Ho, Corrinne (2002), « A survey of the institutional and operational aspects of modern-day currency boards », *BIS Working Papers* n°110, March
- *IMF Staff Country Report* (2000), « Argentina : selected issues and statistical annex », December
- IMF Research Department (1997), « Exit strategies : policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility », December 11th
- IMF Monetary and Exchange Affairs Department (1996), « Currency boards arrangements – Issues, experiences and implications for Fund-supported programs », December 20th
- Larrain Guillermo, Winograd, Carlos (1996), « Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie : le cas de l'Argentine et du Chili », *Revue économique* n° 6, novembre
- Margheritis, Ana (1998), « Economie politique des privatisations en Argentine », *Problèmes d'Amérique latine* n°29, avril-juin
- Mussa, Michael (2002), « Argentina and the Fund : from triumph to tragedy », Institute for International Economics, March 25th
- Niskanen, William (2000), « Dollarization for Latin America ? », *Cato Journal*, spring
- Perry, Guillermo, Servén, Luis (2002), « The anatomy of a multiple crisis : why was Argentina special and what can we learn from it ? », World Bank, draft
- Riffart, Christine (2001), « A l'impossible, l'Argentine ne peut être tenue », Paris, *Lettre de l'OFCE* n° 209, 10 octobre
- Roubini, Nouriel (2001), « Should Argentina dollarize or float ? The Pros and contras of alternative exchange rate regimes and their implications for domestic and foreign debt restructuring / reduction », Unpublished Paper, NYU, December 2nd
- Roubini, Nouriel (2001), « Why should the foreign creditors of Argentina take a greater hit / haircut than the domestic ones : on the economic logic, efficiency, fairness and legality of 'discriminating' between domestic and foreign debt in sovereign debt restructurings », Unpublished Paper, December 14th
- Saiegh, Sebastian, Tommasi, Mariano (2000), « Le labyrinthe fiscal de l'Argentine et la théorie des coûts de transaction en politique », *Problèmes d'Amérique latine* n°37, avril-juin
- Salama, Pierre (2000), « Dollarisation : la dimension économique », *L'Economie politique* n°5, 1^{er} trimestre
- Santiso, Javier (1999), « L'Argentine face à la crise brésilienne », *Problèmes d'Amérique latine*, n°33, avril-juin
- Schvarzer, Jorge (1997) « Argentine : la longue agonie de la convertibilité », *Problèmes d'Amérique latine* n°42, juillet-septembre
- Sgard, Jérôme (2002), « Hyperinflation and the re-integration of monetary functions : Argentina and Brazil, 1990-2002 », *CEPII*, juillet
- Sgard, Jérôme (2002), « Argentine : une nouvelle aventure monétaire en Amérique latine », *Critique internationale* n°15, avril
- Sgard, Jérôme (2002) « Le peso argentin peut-il résister à la concurrence du dollar ? », *La lettre du CEPII* n°209, février
- Sgard, Jérôme (1996) « L'économie argentine après cinq années de currency board », *CEPII*
- Véganzones, Marie-Ange (1997), « Finances publiques et croissance : l'Argentine au XX^{ème} siècle », *Revue d'économie du développement*, 4^{ème} trimestre