

Currency-board et dollarisation : focus sur le cas argentin

La crise dans les pays émergents a mis en évidence l'**importance prise par la question des taux de change**. Dans le contexte d'ouverture croissante des marchés de capitaux, l'alternative pour les pays émergents se résume souvent au **choix entre la confiance et la stabilité apportées par un taux de change fixe, d'une part, et l'indépendance de la politique monétaire permise par le flottement de la monnaie, d'autre part**. L'enjeu de cette alternative ne doit cependant pas être surestimé car, *in fine*, c'est toujours de la qualité de la politique macro-économique que dépend le succès d'un régime de change.

Le flottement « pur » de la monnaie rend théoriquement la politique monétaire souveraine, mais son problème essentiel est le risque de volatilité, tout particulièrement pour des marchés émergents et des secteurs bancaires de petite taille. Les régimes de change fixe apportent en revanche la stabilité et se sont avérés efficaces pour lutter contre l'inflation. Mais les contraintes de ces régimes, et notamment leur vulnérabilité aux attaques spéculatives, ont été mises en évidence par les crises financières. Suite aux **faillites récentes de certains régimes de change fixe conventionnels** (Asie émergente, Brésil...), l'efficacité de **systèmes de changes fixes beaucoup plus contraignants** (système de caisse d'émission ou « currency board » et dollarisation) a été mise en avant.

Le système de caisse d'émission est un régime de change fixe très contraignant.

Un « currency board » ou « caisse d'émission » est un régime monétaire basé sur l'engagement explicite (parfois législatif comme en Argentine) de maintenir le taux de change entre la monnaie nationale et une autre devise étrangère et d'assurer une convertibilité automatique de la monnaie nationale. Cet engagement est concrétisé par les restrictions sur l'autorité émettrice de monnaie : la masse monétaire fiduciaire en circulation doit être couverte, entièrement ou en partie par les réserves de change (de 60 % à 100 % selon les expériences existantes : Hongkong, Argentine, Estonie, Lituanie, Brunei, Djibouti...).

Ce type de régime signifie un abandon quasi complet de toute souveraineté monétaire. Il limite en effet la capacité d'intervention de la Banque centrale sur les taux d'intérêt de court terme dont les niveaux sont déterminés par la confrontation de l'offre fixée de monnaie et de la demande. Mais il contribue à renforcer la crédibilité du policy-mix, via celle du taux de change, et l'interdiction de fait du financement monétaire des déficits publics.

L'adoption d'un tel système vise généralement à juguler l'inflation, en contraignant la politique monétaire nationale, dans les pays confrontés à des problèmes endémiques de forte inflation. La mise en place du « currency-board » en Argentine en avril 1991 répondait au besoin de briser la spirale d'hyperinflation de 1988 et 1989. Son adoption est aussi recherchée afin de limiter les primes de risque qui renchérisse l'accès aux marchés de capitaux : le risque d'inflation ou de non remboursement (risque souverain) est

souvent jugé plus fort dans les pays émergents que dans les pays industrialisés. Ce système peut enfin être adopté par des pays sans inflation afin d'atténuer la crise de confiance dans la monnaie : ce fut la raison de la création du currency board de Hongkong en 1982.

Mais il nécessite en même temps un système bancaire robuste, puisque les banques supportent l'importante volatilité des taux d'intérêt et se voient imposer de fortes exigences en matière de liquidités. Les limites de ce système « orthodoxe » peuvent être soulignées :

- A court terme, s'il permet certes de limiter les attaques spéculatives, il ne les empêche pas totalement, car, si elle ne dispose pas de réserves suffisantes, la banque centrale ne pourra pas exercer son rôle de prêteur en dernier ressort vis-à-vis des banques solvables mais confrontées à des problèmes de liquidités. C'est ce qui s'est produit en Argentine en 1995 lors de l'effondrement du système bancaire. C'est également ce qui a conduit les spéculateurs à miser, à tort, durant l'été 1998, sur l'abandon du change fixe à Hong Kong.
- Ce système peut induire de fortes variations du change en termes réels et effectifs (c'est le cas de l'Argentine ou de Hong Kong dont les principaux pays compétiteurs ont récemment dévalué). Pour compenser les gains ou les pertes de compétitivité, une grande flexibilité des prix et des salaires, notamment à la baisse comme à Hong-Kong actuellement, est nécessaire.

Ce système n'étant pas toujours suffisant pour garantir, aux yeux des marchés, la crédibilité de la politique de change (lors de la crise brésilienne de mi-janvier 1999, le peso argentin a été attaqué, en dépit de l'existence d'un « currency board »), une proposition de réforme du régime de change de l'Argentine en faveur d'un mécanisme de « dollarisation » de l'économie a été formulée.

Différencier le double sens du terme « dollarisation », en tant que phénomène de « substitution monétaire » et en tant que régime de change du type « union monétaire »

L'usage du terme « dollarisation » présente une ambiguïté récurrente dans les débats publics comme dans une partie de la littérature. Selon les contextes et les auteurs, ce terme est utilisé pour définir soit un phénomène de « substitution monétaire » soit un régime de change du type « union monétaire ». En outre, une seconde ambiguïté terminologique résulte de l'usage du terme « dollarisation » selon qu'il désigne spécifiquement le dollar américain dans son rôle international ou bien qu'il constitue un terme générique dénotant n'importe quelle monnaie de réserve internationale (telle que l'euro et le yen par exemple). Cette double ambiguïté est levée dès lors que l'on utilise les termes spécifiques « substitution » et « union monétaire », conformément à une partie de la littérature.

Dans le premier sens, la « dollarisation » désigne le fait que les résidents d'un pays détiennent une partie significative de leurs actifs ou de leurs passifs dans une monnaie étrangère. Ce phénomène de « substitution » monétaire, substitution de la monnaie nationale par une monnaie étrangère dans un pays, est marqué dans certains pays émergents ou en transition, en particulier, ceux ayant connu une inflation aiguë (tels que, par exemple, la Russie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, l'Argentine, la Bolivie, le Pérou, etc...). Ce phénomène se mesure au moyen du taux de substitution. Considérée comme « substitution monétaire », la « dollarisation » révélerait un dysfonctionnement des institutions publiques nationales ou, du moins, un problème de crédibilité de la politique économique.

Le deuxième sens du terme « dollarisation » est récent et est apparu dans le contexte de la crise brésilienne de mi-janvier 1999, lors du débat sur les régimes de change en Amérique latine lancé par l'Argentine. De nombreuses propositions de réforme du régime de change de l'Argentine ont été avancées. Dans un de ces projets, il est envisagé que l'Argentine adopte le dollar américain comme monnaie nationale, dans le cadre d'un traité avec les États-Unis (prévoyant le mode d'allocation des recettes de seigneurage). Cette proposition d'un nouveau régime de change pour l'Argentine est à mettre en regard d'autres régimes existants du type « union monétaire », tels que l'UEM, à la différence notable que l'Argentine ne participerait pas à la définition de la politique monétaire. Les problématiques théoriques qui y sont associées relèvent du cadre des zones monétaires optimales. Considérée comme « union monétaire », la « dollarisation » présente plusieurs grandes caractéristiques : c'est un processus discret de réforme, ayant vocation à l'irrévocabilité et résultant d'une décision politique du gouvernement. Il s'agit fondamentalement de l'institutionnalisation de l'abandon de la souveraineté monétaire, sur une base essentiellement asymétrique.

L'objectif d'une union monétaire entre l'Argentine et les États-Unis serait de réduire la prime de risque sur l'Argentine, mais elle semble peu justifiable au regard de la théorie des zones monétaires optimales.

Dans ce projet, le principe de la réforme du régime monétaire vise à protéger l'Argentine de tout risque de crise de change,

y compris celui résultant de phénomènes de contagion, par la suppression de la monnaie elle-même. Deux gains économiques principaux sont envisagés :

- la disparition de tout risque d'accroissement du poids de la dette en dollars à la suite d'une dépréciation de la monnaie locale. Ce gain est certain.
- la réduction de la prime de risque sur l'économie argentine. Ce gain est en revanche plus incertain : si la prime de risque sur les emprunts en peso disparaît par définition, la prime de signature, correspondant au risque souverain, est susceptible d'augmenter.

A la lumière de la théorie des zones monétaires optimales, l'union monétaire entre l'Argentine et les États-Unis est difficile à justifier. Tandis qu'une hétérogénéité assez élevée caractérise ces économies, un contrôle strict de l'immigration aux États-Unis fait obstacle à la circulation du facteur travail et les politiques budgétaires, fiscales et structurelles restent complètement autonomes en conséquence. Toute la charge de l'ajustement serait supportée unilatéralement par l'Argentine et non pas répartie entre les deux partenaires. Ce problème est susceptible de se poser dans le simple contexte de l'élaboration usuelle du *policy mix* et en dehors de tout choc, le niveau des taux d'intérêts étant modulé selon son optimalité au regard des cycles économiques des États-Unis sans tenir compte de l'économie argentine.

De plus, sous l'hypothèse d'union monétaire entre l'Argentine et les États-Unis, l'exclusion de toute possibilité d'ajustement du change nominal se traduirait par un coût très élevé pour l'économie de l'Argentine en cas de choc asymétrique (en particulier un choc non transitoire). Dans un tel cas, l'ajustement de l'économie devrait s'effectuer par les prix et les salaires dont les effets seront forcément plus lents et plus coûteux en particulier en terme d'activité. Le contexte actuel difficile de l'Argentine qui justifierait une dévaluation du peso illustre le coût du renoncement à cet instrument d'ajustement.

Enfin, le projet d'union monétaire Argentine/États-Unis doit être apprécié au regard des autres options de régime de changes possibles. **La formation d'un système de change fixes mais ajustables, analogue au système monétaire européen, est susceptible à long terme, dans la perspective d'une intégration économique accentuée, de déboucher sur l'adoption éventuelle d'une monnaie unique au sein du Mercosur.**