Ce qu'on en dit après : le " currency board " argentin et sa fin tragique

Jérôme Sgard

▶ **To cite this version:**

Jérôme Sgard. Ce qu'on en dit après : le " currency board " argentin et sa fin tragique. Revue d'économie financière, 2004, 75, pp.129-151. 10.3406/ecofi.2004.4897 . hal-01019663

HAL Id: hal-01019663

https://sciencespo.hal.science/hal-01019663

Submitted on 7 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

CE QU'ON EN DIT APRÈS LE "CURRENCY BOARD" ARGENTIN ET SA FIN TRAGIQUE

JÉRÔME SGARD *

L'Argentine a mené entre 1991 et 2001 une des expériences de *Currency Board* les plus remarquables de la période moderne. Alors que ce régime monétaire était considéré jusque-là comme une anecdote pour spécialistes de l'histoire post-coloniale, son adoption par ce pays de taille conséquente, sa durée de vie relativement longue et les succès des premières années ont marqué l'entrée de cette règle dans la littérature économique contemporaine, comme dans la boîte à outils des *policy makers* internationaux. En particulier, pendant la seconde moitié des années 1990, dans le débat sur les « solutions en coin » en matière de régimes de change, les *Currency Board* ont été présentés régulièrement comme une option presque standardisée, aux côtés par exemple des unions monétaires ou de la dollarisation complète.

Cela étant, le déclin lent puis la rupture catastrophique de ce régime, à la fin de 2001, ont eu un retentissement tout aussi grand : ruée bancaire et insolvabilité généralisée du système bancaire, défaut sur la dette souveraine, chute du change, contraction de 15 % du PIB en 6 mois, crise sociale et politique majeure. Cet effondrement a évidemment coupé court à la popularité du *Board*, bien que cette expérience reste, sous des traits évidemment moins flatteurs, dans la mémoire commune sur laquelle repose le débat international de politique économique.

À ces considérations pratiques, s'ajoute, il est vrai, un enjeu théorique fort. Parce qu'un *Currency Board* peut apparaître comme une expression particulièrement rigoureuse des règles monétaristes, parce qu'il suppose

* Cepii et Université de Paris-Dauphine.

que la discipline décentralisée des marchés coordonne efficacement les agents, parce qu'enfin leur calcul économique doit, pour cela, intégrer des contraintes inter-temporelles rigides : pour ces multiples raisons, l'expérience argentine restera vraisemblablement l'objet de polémiques récurrentes au plan théorique (et certainement idéologique). Toutes choses égales par ailleurs, elle pourrait devenir l'équivalent, au début du XXI^{ème} siècle, de la vieille querelle sur le *Scottish Banking*, deux siècles plus tôt.

Comment rendre compte de cette expérience, prise dans son ensemble ? Qu'apprend-elle sur les avantages et les inconvénients des *Currency Board* ? Comment expliquer son échec final et quelles conclusions plus générales en tirer ? Telles sont les questions auxquelles on voudrait apporter des éléments de réponse ici. Pour cela, on commence par rappeler les principaux caractères de ce modèle (partie 1), puis on met en perspective la trajectoire de l'économie argentine au cours des années 1991-2001 (partie 2) ; enfin, de manière un peu plus longue (partie 3), on analyse les principales thèses défendues depuis la fin de 2001, en s'en tenant principalement au débat international.

LES SINGULARITÉS DU BOARD ARGENTIN

Le régime monétaire mis en place en avril 1991 en Argentine - connu localement sous le nom de *loi de convertibilité* - présentait tous les traits caractéristiques des *Currency Board* modernes : le change fixe sur le dollar, l'adossement de toute l'émission monétaire interne sur des actifs libellés en dollars, l'interdiction pour la Banque centrale de financer des agents domestiques ou de stériliser les mouvements de capitaux en balance des paiements (ce qui serait revenu, pour la Banque centrale, soit à créer discrétionnairement de la base monétaire, soit à émettre un passif rémunéré). Seule exception notable à l'orthodoxie, les contreparties en dollars de la base monétaire pouvaient correspondre à hauteur de 30 % à des bons (en dollars) émis par l'État argentin, une marge de manœuvre qui sera décisive pour contenir la crise Tequilla de 1995. Cela n'empêchera pas les partisans d'une application intégrale de la règle de voir ici une faiblesse coupable : elle empêcherait maintenant de tirer du désastre final des conclusions plus générales quant à sa validité de ce régime (Schuler, 2002 ; Hanke et Schuler, 2002). Au-delà de cette discussion, un certain nombre de caractères complémentaires doivent être ajoutés :

- le *Board* argentin était entièrement bi-monétaire, au sens où les deux monnaies - le dollar et le peso - étaient utilisées parallèlement dans le pays, avec strictement les mêmes droits d'usage légaux : non seulement il y avait une large circulation interne de dollars cash, mais les bilans,

notamment bancaires, étaient largement dollarisés, tant à l'actif (dépôts) qu'au passif (crédits). Les coûts de conversion entre les deux unités étaient, en outre, très limités, si bien que les banques pouvaient aisément créer des dollars privés, par une pure opération comptable interne. En d'autres termes, une grande partie des dollars inscrits dans les bilans privés argentins ne correspondait à aucun flux passé en balance de paiements. Ceci, évidemment, amplifiait le risque redistributif en cas de rupture de l'ancrage et de revalorisation des dettes libellées en dollars, notamment dans le cas du secteur des biens non échangeables internationalement. Cette source majeure de vulnérabilité oppose en particulier le modèle argentin à celui de Hong-Kong, qui n'est pas associé à une large circulation interne de dollars américains ;

- la Banque centrale argentine ne disposait pas, lors du lancement du *Board,* d'un excédent de réserves de change qui aurait pu lui permettre de répondre discrétionnairement à une crise de liquidité par une intervention relevant du prêteur en dernier ressort. À nouveau, ceci oppose un contraste fort apparaît avec le cas de Hong-Kong, où ces réserves sont très importantes (surplus initial lors de l'ancrage du change, accumulation de surplus budgétaires) ;

- cette contrainte renvoie aux conditions dans lesquelles le *Board* argentin a été adopté, au début de 1991 : il n'y a pas eu à proprement parler un choix, incluant la possibilité de conserver un régime plus discrétionnaire, mais au contraire le constat assez largement partagé qu'il n'y avait pas d'autre issue, sauf la dollarisation complète. À l'issue d'une hyperinflation exceptionnellement violente, le *Board* devait avant tout formaliser la perte déjà constatée de l'instrument monétaire. Les autorités ont donc laissé glisser le taux de change, jusqu'à ce que la contrevaleur en pesos des réserves de change soit égale à l'émission résiduelle de la Banque centrale ; c'est la raison pour laquelle il n'y avait pas de réserves excédentaires au moment où le régime a été adopté (Cavallo et Cottani, 1997 ; Canavese, 1992) ;

- du point de vue du discours de politique économique, cette expérience a été présentée et défendue constamment comme un engagement définitif, et non comme une phase intermédiaire de stabilisation monétaire et de reconstruction institutionnelle. Ce principe s'est prolongé dans les actes : face aux chocs successifs des années 1990 (crise mexicaine, crise asiatique) les autorités ont toujours réagi en *accroissant* les engagements institutionnels attachés au régime monétaire, augmentant ainsi de manière délibérée le coût de tout abandon ultérieur. Presque jusqu'aux derniers mois, les autorités ont défendu qu'en cas de crise majeure elles préféreraient dollariser unilatéralement l'économie plutôt que d'accepter tout flottement, un principe qui était également soutenu par l'opinion publique et par les électeurs[1].

SGARD 3 7/06/04, 11:01

Au-delà du dispositif monétaire et du débat de politique économique, on a dit que le caractère exemplaire pris, pour un temps, par l'expérience argentine reflète aussi les traits plus généraux de cette économie : on n'a pas affaire ici à une petite économie très ouverte (République Balte, Bulgarie) ou encore à une économie portuaire (Hong-Kong). Au contraire, il s'agit d'un pays et d'une économie de tailles conséquentes (35 millions d'habitants, 100 Md$ de PIB en 2003), qui en outre, concentre tous les problèmes classiques de stabilisation et de réforme posés dans les économies émergentes : instabilité chronique au cours des décennies passées, impératif de libéralisation externe et interne, problèmes de privatisations et de réforme de la Sécurité sociale. À ces différents éléments doivent enfin être ajoutés deux traits plus spécifiques : un degré d'ouverture commercial très faible (8 % du PIB) alors que le pays était déjà très ouvert au plan financier et monétaire (dette externe, dollarisation interne, importants actifs privés à l'étranger) ; et puis une règle du jeu politique peu coopérative, dont les dysfonctionnements ont été amplifiés par les interactions instables entre l'État central et les provinces[2].

TROIS GRANDES PHASES

Les 10 années pendant lesquelles s'est développée cette expérience peuvent être schématiquement partagées en trois périodes principales (cf. tableau n° 1). La première, de 1991 à 1997, voit un succès large, marqué par une croissance forte, des entrées importantes de capitaux grâce notamment aux investissements directs et aux privatisations, enfin une défense victorieuse contre la contagion mexicaine, en 1995. Alors se forme l'image d'un pays qui, à la suite de sa réforme monétaire, a agi vigoureusement sur ses structures : ouverture extérieure, réforme agressive de la Sécurité sociale, privatisation du régime de retraite et, après la crise de 1995, adoption d'une supervision bancaire considérée comme une des meilleures parmi les économies émergentes.

Ce dernier élément, ajouté au rachat de la plupart des banques privées locales par de grands groupes financiers internationaux, a renforcé l'idée que ce pays avait trouvé une réponse cohérente aux défis de la globalisation financière. Le déficit de confiance envers les pouvoirs publics avait été d'abord circonscrit par la règle du *Board*, puis l'injection de technologie et de capitaux internationaux dans les banques devaient assurer leur capacité à résister aux chocs futurs ; enfin, en cas de problème, ces actionnaires apporteraient aussi le soutien en liquidité nécessaire à leurs filiales argentines, grâce à une sorte de privatisation et d'internationalisation du prêteur en dernier ressort[3].

Il faudra attendre le début de 2002 pour réaliser pleinement que ces hypothèses dépendaient étroitement de la stabilité du régime monétaire : une fois celle-ci rompue, la solvabilité des banques a été détruite et le soutien des actionnaires étrangers très réduit. En d'autres termes, ces actionnaires ont démontré qu'un prêteur en dernier ressort privé n'avait aucun intérêt à soutenir sa propre filiale, devenue illiquide et insolvable, confirmant ainsi dans ce cadre atypique la vieille règle de Bagehot.

Tableau n° 1
Principaux indicateurs macroéconomiques, 1992-2002

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Croissance de l'économie réelle (en %)											
PIB	10,3	5,7	5,8	- 2,8	5,5	8,1	3,9	- 3,4	- 0,8	- 4,4	-10,9
Exportations	- 1,6	7,0	17,4	25,1	6,6	15,0	11,6	0,7	2,7	4,3	0,7
Importations	79,7	12,9	26,9	- 11,6	19,4	31,2	8,7	- 13,9	- 0,9	- 17,4	- 54,3
Consommation	13,3	5,7	5,1	- 3,6	5,0	8,1	3,5	- 1,3	0,5	- 5,2	- 12,8
Fbcf	33,6	16,0	13,7	- 13,1	8,9	17,7	6,5	- 12,6	- 6,8	- 15,7	- 36,4
Finances publiques (% du PIB)											
Solde budgétaire total	- 3,1	- 3,4	- 3,9	- 3,4	- 4	- 2,6	- 2,5	- 4,8	- 4,2	- 6,9	2,5
dont intérêts	- 1,9	- 1,4	- 1,5	- 1,9	- 2,1	- 2,3	- 2,7	- 3,4	- 4,1	- 4,9	- 2,7
Solde primaire	- 1,2	- 2	- 2,4	- 1,5	- 1,9	- 0,3	0,2	- 1,4	- 0,1	- 2	0,2
Dette publique	30,7	30,6	33,7	36,7	39,1	37,7	40,9	47,6	50,9	62,2	151
Ratio intérêts / revenus fiscaux	8,1	5,7	6,2	8,2	9,5	9,9	11,3	14,0	16,6	20,8	11,8
Balance des paiements (% du PIB)											
Solde courant	- 2,5	- 3,5	- 4,3	- 2,0	- 2,5	- 4,2	- 4,9	- 4,2	- 3,2	- 1,5	9,5
dont paiements d'intérêts bruts	- 1,5	- 1,5	- 1,9	- 2,5	- 2,7	- 3,0	- 3,5	- 4,0	- 4,3	- 4,6	nd
Flux financiers publics	0,5	1,7	1,7	3,0	3,7	2,6	3,0	3,5	3,2	2,8	1,4
Flux financiers privés nets, yc E&O	3,5	3,6	2,9	- 1,1	0,2	2,7	3,0	1,1	- 0,2	- 5,9	- 15,4
dont IDE	1,9	1,2	1,4	2,2	2,6	3,1	2,4	8,5	3,7	0,8	
Position extérieure (Md$)											
Dette extérieure totale	63	72	86	99	111	125	142	145	147	140	134
dont : dette publique	51	54	61	67	74	75	83	85	85	88	89
Avoirs extérieurs bruts du secteur privé	53	57	63	7	84	96	102	107	113	115	122

Sources : FMI, ministère de l'Économie argentin, Banque centrale argentine, INDEC.

SGARD 5 7/06/04, 11:01

La seconde période (1998-2000) est celle du déclin, préalable à la crise finale. Elle s'ouvre par deux chocs externes. D'abord, sur les marchés de capitaux internationaux, la crise en Asie et en Russie s'est traduite dans l'ensemble des économies émergentes par une hausse massive des primes de risque, qui s'est prolongée automatiquement en Argentine par un resserrement du crédit interne. Ensuite, la dévaluation du real brésilien, à partir de janvier 1999, suivie de l'appréciation du dollar face à l'euro, a amplifié le choc sur les termes de l'échange[4]. Tant qu'elle restait soumise au régime de *Board*, l'économie ne pouvait répondre, en effet, à ces deux événements que par la déflation, c'est-à-dire par l'ajustement individuel, à la baisse, des salaires et des prix nominaux des biens non échangeables. Les trois années suivantes vont donc voir l'addition de pressions déflationnistes (environ 3 % en tout sur les prix à la production), d'une récession forte (8,7 % en cumulé), d'un accroissement massif du chômage (à 18 % à la veille de la crise) et de déséquilibres budgétaires.

La crise finale (2001-2002) a résulté de ces multiples tensions : ruée conjointe sur le système bancaire et sur les réserves de change de la Banque centrale, défaut sur la dette souveraine et sur une bonne part de la dette privée en devises, décrochage violent du change après l'abandon du *Board* (janvier 2001). L'ampleur du choc a donc confirmé le calcul antérieur, tout comme la peur croissante des autorités argentines et du FMI, à l'approche de la crise.

Le plus frappant, au cours de cette phase finale, est que la règle monétaire a été abandonnée lorsque presque tout le reste avait cédé : le pays n'avait plus accès aux marchés de capitaux internationaux depuis environ 9 mois ; les provinces étaient en défaut, comme en témoignait l'émission de monnaies parallèles ; le système bancaire faisait l'objet d'une ruée généralisée et l'économie était soumise à une crise de liquidité aiguë, imposant une large suspension des paiements privés[5]. Dans tout autre pays, la probabilité émergente de telles évolutions aurait précipité bien plus tôt le changement de cap de la Banque centrale. Au lieu que le dispositif institutionnel ait discipliné l'économie, et lui ait permis d'absorber plus aisément les chocs exogènes, il a donc servi principalement à reporter plus longtemps l'issue finale, rendant ses effets plus désastreux.

À ce moment-là, la rupture n'a pas répondu à un arbitrage, même mené sous des contraintes dures, mais elle s'est imposée aux autorités, comme au Fonds monétaire international. Si, la cause ponctuelle a été la suspension d'un crédit *stand by*, celle-ci ne répondait aucunement au passage à une stratégie alternative ; cette issue s'est imposée d'elle-même, sans qu'à aucun moment, un quelconque projet alternatif ait apparemment été pris en considération au plan politique. En particulier,

l'hypothèse d'une dollarisation volontaire ne semble pas avoir été envisagée au cours de cette troisième phase, de même, par exemple, qu'une dépréciation ponctuelle du change suivie immédiatement d'une dollarisation complète. Tel est l'un des paradoxes de l'expérience prise dans son ensemble : de même que la dollarisation a été rejetée en 1991, alors qu'elle pouvait paraître logique au regard des justifications apportées au *Board*, elle n'a pas non plus été prise en considération en 2001 bien qu'entre les deux dates les autorités aient répété sans cesse que cette voie était la seule alternative envisageable. Il est vrai que des réserves fortes avaient été exprimées apparemment par le FMI et, plus encore, par le gouvernement américain[6].

Autre démenti du discours, le flottement du peso n'a pas été suivi immédiatement d'une dérive explosive des prix, comme cela avait également été répété : alors que le chaos généralisé de la fin des années 1980 a été un facteur puissant pour légitimer le *Board*, l'expérience de 2002 n'a pas confirmé du tout l'argument implicite - l'impossibilité de toute politique monétaire discrétionnaire, du fait de la crédibilité radicalement insuffisante des pouvoirs publics. Au contraire, le système de paiements, les prix et le change ont été stabilisés en quelques mois.

Quelle stratégie de sortie ?

Au-delà du champ politique et des échanges avec le FMI, divers acteurs et analystes ont proposé des voies de sorties, au cours de la dernière phase de déclin du *Board* et dans les mois suivants :

- la dollarisation unilatérale a été défendue au moins rétrospectivement par Pou (2002) : selon lui, cette opération aurait dû avoir lieu optimalement en 1996, sans qu'on sache s'il a défendu cette position lorsqu'il était gouverneur de la Banque centrale d'octobre 1996 à avril 2001. Krueger (2002), première directrice adjointe du FMI dans la phase finale de la crise argentine, tout comme cette institution plus généralement, n'ont apparemment jamais défendu la dollarisation, ne serait-ce que pour une raison de droit : le choix du régime de change est le privilège du souverain. Au moins sur le principe, cette position a été défendue aussi par Calvo *et alii* (2003), ainsi que par Caballero et Dornbusch (2002), qui proposaient, en outre, de mettre l'ensemble des finances publiques argentines sous tutelle internationale[7] ;
- l'abandon du *Board* et le flottement ont été soutenus par Perry et Serven (2002), Roubini (2001) et Krugman (2001), bien qu'assez tardivement. Krueger (2002) s'est contentée de défendre *a posteriori* que si on avait tenté de passer de manière ordonnée à un régime de flottement, alors le mieux aurait été de franchir le pas en 1996, ce qui n'est pas une position très conflictuelle : cette date réunit quasiment tous les suffrages, pour tout changement institutionnel, puisque c'est l'année où tout semblait réussir

et où les tensions étaient minimales. D'où le problème : ceci était une excellente raison pour ne pas sortir d'un *Board* qui semblait offrir tous les avantages, sans grandes contraintes ,
- Hausman (2001), quelques semaines avant la rupture finale, anticipant sur le choc bilantiel de la dévaluation, a proposé une pésification unilatérale et une indexation sur l'inflation interne des contrats de dette, le tout suivi d'un flottement du change ; il s'inspirait en cela de l'expérience des États-Unis de Roosevelt, en 1933 (voir notamment Kroszner, 1999) ;
- une autre proposition, moins limpide, était de dollariser les bilans pour garantir la valeur-dollar des contrats financiers, puis de pésifier à la marge l'économie (flux financiers et prix), cela pour lui rendre une capacité compétitive (De la Torre *et al.,* 2002) ;
- enfin, Rodriguez Saa, président de la République par intérim entre le 23 et le 30 décembre 2001, soit *avant* l'abandon de la *loi de convertibilité,* a proposé la mise en circulation d'une nouvelle monnaie - l'*Argentino* - qui n'aurait pas été soumise à la règle du *Board*. De fait, cette option, qui répondait à la croissance rapide des monnaies parallèles au cours des mois précédents, était bien l'alternative à la rupture brutale de la règle monétaire existante. Sans doute était-elle, formellement, la meilleure option disponible[8]. Dans la pratique, elle aurait demandé toutefois beaucoup de doigté et de transparence politique pour assurer la migration en bon ordre des prix et des contrats vers cette nouvelle unité, cela en particulier au regard des énormes enjeux redistributifs impliqués ; l'interaction entre la restructuration inévitable de la dette publique et le système bancaire aurait aussi dû être traitée. Il est permis de douter que l'économie politique exceptionnellement brutale qui caractérise l'Argentine aurait autorisé un tel succès.

Quelle solution s'est imposée dans les fait, une fois la rupture du *Board* consommée ? Alors qu'un premier glissement du peso avait déjà affecté les bilans, un consensus s'est formé assez vite au début de 2002 pour engager le pays dans la voie de la pésification obligatoire et rapide de l'ensemble des prix et des contrats de dette (Sgard, 2002b). L'opération a été un succès, au moins en ce qu'elle a été associée à une désinflation et une stabilisation rapides du change, bien qu'elle ait fait l'objet de critiques sérieuses en raison de l'intervention qu'elle impliquait de l'État dans les contrats privés. L'élément le plus controversé a été, à juste titre, les multiples mesures à caractère redistributif dont la pésification a été le prétexte, qui ont considérablement entaché son efficacité et sa légitimité : notamment la pésification asymétrique du passif et de l'actif bancaire ou les modalités de l'indexation ultérieure des contrats pésifiés[9].

À tort ou à raison, cet épisode est devenu un élément important du débat rétrospectif sur la crise : pour les défenseurs de la *loi de*

convertibilité, ces interventions arbitraires restent le signe spectaculaire que l'abandon de cette règle, quels que soient ses défauts, devait fatalement s'accompagner d'un retour aux pires pratiques de la politique argentine (voir notamment Cavallo et Cavallo, 2003). En somme, celles-ci ne se sont pas exprimées par l'irresponsabilité monétaire et l'inflation, comme annoncé, mais, en un mot, par ce que della Paollera et Taylor (2003) appellent le *gaucho banking*, en référence à la précédente expérience de change rigide (1880-1935), qui avait déjà été ruinée par des désordres majeurs au plan micro-institutionnel et politique[10].

LES INTERPRÉTATIONS CONCURRENTES DE L'ÉCHEC

Comment rendre compte maintenant de l'échec du *Currency Board* argentin ? S'est-il effondré du fait d'un concours de hasards malheureux, de chocs externes exceptionnels, d'erreurs de politique économique ou encore en raison d'un défaut de conception intrinsèque ? La question présente, en soi, un intérêt analytique et historique important. Pour beaucoup d'intervenants, elle renvoie aussi à un questionnement plus politique qui pourra mettre en cause les autorités argentines ou le Fond monétaire international, dans lesquels on pourra chercher les responsables de la tragédie. Évidemment, ce constat vaut pour tous les intervenants qui, entre 1991 et 2001, ont occupé eux-mêmes des positions importantes, tant à Buenos Aires qu'à Washington. Enfin, comme on l'a déjà souligné, l'expérience argentine continue d'être marquée par une relation très directe avec le débat de théorie économique le plus général.

De fait, une première ligne d'opposition entre les différents arguments en présence ramène sur un terrain connu : l'échec final met-il en question d'abord les comportements des agents privés, ou bien plutôt celui des acteurs publics, notamment à travers la politique budgétaire ? Dans le premier cas, il faudra éventuellement admettre que les entreprises, les banques ou les ménages n'auraient pas eu un comportement entièrement rationnel d'un point de vue inter-temporel ; certains marchés au moins auraient donc connu des défaillances sérieuses, cela en dépit d'une politique de dérégulation et de règles monétaires extrêmement rigides. Faudra-t-il conclure que le bon fonctionnement d'un *Currency Board,* et les hypothèses microéconomiques qui le soutenaient, seraient en fait contingentes ? Voilà une concession qui risquerait d'ouvrir des droits de suite théoriques. Inversement, si l'on peut montrer que les responsabilités principales sont du côté du gouvernement et des acteurs politiques, ignorants du bien commun, alors les hypothèses microéconomiques ne sont pas *a priori* entachées. Peut-être même la viabilité du régime de *Currency Board* pourra-t-elle être sauvée ?

La crise budgétaire

Sans surprise, l'« hypothèse fiscale » réunit surtout les auteurs qui ont occupé des postes officiels à la Banque centrale argentine ou au FMI, pendant la période de *Currency Board*. Tel est le cas, en particulier, de Mussa (2002), qui a été directeur du Département de la recherche du Fonds entre 1991 et 2001, ainsi que de Krueger (2002). Pour eux, la principale coupable est bien l'indiscipline budgétaire, cela en particulier pendant les années de forte croissance (1992-1998), qui ont vu une augmentation plus que proportionnelle des dépenses primaires (hors-intérêt). Résultat, en dépit d'une croissance forte jusqu'en 1997, la dette publique du pays est passée de 33 % du PIB en 1993 à 62 % à la fin 2001, la charge d'intérêt passant de 0,8 % à 4,6 % du PIB (voir tableau n° 1). Cet argument est développé par une série de contributions :

- Krueger (2002) souligne, en particulier, le gonflement de la masse salariale des administrations publiques, passée au cours de la même période, de 8 % du PIB à 9,9 % (la dérive s'observant sur le plan des salaires moyens dans le cas de l'État fédéral et sur celui des effectifs dans les provinces) ;
- Teijero (2001) présente l'argument de manière générale et détaille les différents aspects de la politique fiscale et budgétaire au cours des années ;
- une récente étude du FMI (International Monetary Fund, 2004b) reprend l'argument d'ensemble et souligne le poids des nombreux postes extra-budgétaires, qui ont pu entretenir l'impression d'une relative discipline, alors que ce n'était pas le cas : à eux seuls, ils ont représenté en moyenne 2,5 % de PIB par an pendant 10 ans[11] ;
- Weisbrot et Baker (2002) soulignent, quant à eux, l'impact de la réforme de la Sécurité sociale, et notamment le passage à un régime de retraite par capitalisation : mécaniquement, celui-ci aurait eu un impact de 1 % de PIB à partir de 1994, impliquant *in fine* un accroissement de la dette publique de 13,5 points, compensé, selon eux, par une épargne équivalente placée dans les fonds de pensions (ils ne donnent pas d'indication sur l'effet net de cette réforme sur l'épargne des ménages).

L'enjeu budgétaire a fait cependant l'objet d'une seconde série de contributions, qui insistent plus sur la dynamique de court terme, dans la dernière phase, et formulent un jugement plus modéré sur la phase antérieure. On a pu alors souligner que si le déficit primaire s'est établi à 1,3 % du PIB en moyenne sur la période, il s'est amélioré sensiblement dans sa seconde moitié (à 0,7 % sur 1997-2001). Le problème est que cet effort s'est révélé insuffisant pour compenser la hausse de la charge d'intérêt (gonflement de la dette, détérioration de la prime de risque, reprises de dettes extra-budgétaires) : le déficit total s'est donc accentué

SGARD 10 7/06/04, 11:01

irrésistiblement en 1998 et 1999, à l'approche des élections présidentielles et provinciales (octobre 1999) et en réponse à la détérioration de l'environnement : dévaluation brésilienne, appréciation du dollar, tensions sur les marchés de capitaux, ralentissement de la croissance. Puis, une réaction lente et insuffisante du nouveau gouvernement a conduit à la catastrophe.

Telle est, en particulier, la thèse défendue par Calvo, Izquierdo et Talvi (2003), qui affirment d'emblée que les déficits n'étaient pas si sérieux pendant la période de croissance, et tant que le pays avait aisément accès aux marchés de capitaux. Selon eux, le point de rupture aurait été atteint en 1999-2000, avec le resserrement brutal (*sudden stop*) des marchés, alors même que l'effort à fournir n'était pas très important : un excédent primaire permanent de 3 % du PIB aurait suffi à éviter la crise. Un argument comparable est employé par Pou (2002), à l'époque gouverneur de la Banque centrale argentine, qui estime, pour sa part, qu'un surplus primaire de 2 % aurait suffi pour éviter le pire ; le point est repris par Powell (2003), qui était à l'époque l'économiste en chef de la même institution, mais qui, toutefois, n'avance pas d'estimation chiffrée. Enfin Chang (commentaires à Hausman et Velasco, 2002) évalue cet effort supplémentaire à 0,9 point de PIB.

Selon ces auteurs, on n'a donc pas affaire à une crise structurelle, renvoyant à des déséquilibres permanents dans le niveau des dépenses publiques. On se rapproche plutôt d'une problématique d'équilibres multiples : face à une série de chocs adverses, et avec les contraintes spécifiques au *Currency Board*, le retard d'ajustement au plan budgétaire a entraîné, presque par malchance, un dérapage sur le plan de la prime de risque, de la croissance réelle et du budget. Résultat, quand des mesures de correction ont commencé à être prises, l'économie était déjà en récession, ce qui évidemment rendait l'opération plus douloureuse, plus contestée et *in fine* moins crédible. Les taux d'intérêt n'ont donc pas baissé, la production a continué de décliner et les déficits publics de se creuser irrémédiablement (voir aussi Perry et Serven, 2002).

De manière classique, la phase finale de la crise a été alors ouverte par l'annonce d'un vaste plan de stabilisation, centré sur la réduction du solde primaire, devant imposer à l'économie un « choc de confiance ». L'objectif affiché était l'auto-réalisation dans le bon sens : grâce à une baisse massive de la prime de risque (et donc des taux d'intérêt internes), une reprise rapide de la demande privée permettrait d'obtenir une correction budgétaire sans coût majeur en termes de croissance. Pour résumer, c'était le vieux modèle danois de 1983 ou de la politique économique américaine des années 1990. D'expérience, on sait que ce pari de politique économique est récurrent dans les économies émergentes en situation de surendettement, menacées d'une crise immi-

SGARD 11 7/06/04, 11:01

nente. En exagérant à peine, lorsque le FMI justifie ostensiblement un programme massif par l'attente d'un enchaînement allant de la prime de risque vers la croissance, c'est que la situation est grave. Et si, en plus, le Fonds monétaire est exposé à une situation d'aléa moral (*too big to fail*), ou s'il est compromis dans les politiques des années antérieures, alors le cas est sans doute désespéré. Un bon exemple est donné par le dernier programme du FMI en Russie, un mois avant le défaut souverain d'août 1998, mais le plan argentin de novembre 2000 (40 Md$), confirmé encore en août 2001, restera tout aussi convaincant à cet égard ; dans les deux cas, d'ailleurs, la normalisation ultérieure des relations du FMI avec ces pays a été particulièrement difficile.

Le taux de change réel

Classiquement, la phase finale d'une crise d'endettement voit l'asphyxie conjointe des finances publiques et de la croissance, du fait de la hausse des taux, jusqu'au jour où l'impossibilité de refinancer la dette échue précipite soit le défaut, soit la monétisation interne. Dans le cas argentin, tous les auteurs s'accordent donc pour reconnaître que la récession a joué un rôle central dans la dernière phase et que les restrictions budgétaires ont amplifié le problème. Cela n'implique pas toutefois que tous convergent *in fine* sur une même réponse à la question qui suit immédiatement : des restrictions budgétaires plus fortes, dans un environnement politique plus favorable, auraient-elles pu sauver la situation ? Une réponse positive à la question est bien sûr apportée par Domingo Cavallo, ministre des Finances de 1991 à 1996, puis à nouveau de mars à décembre 2001 : en juillet de cette année, il a proposé de faire passer les finances publiques sur un régime de caisse, impliquant automatiquement un déficit nul[12].

De même, Pou (2002) et Powell (2002), qui ont eu des responsabilités importantes à la Banque centrale dans la période immédiatement antérieure, reprennent cette analyse et rejettent formellement l'autre terme de l'alternative, autour duquel se retrouvent leurs critiques les plus virulents : ceux pour qui la récession était aussi due, pour une bonne part, à l'appréciation du taux de change réel depuis 1998 (crise de change brésilienne, appréciation du dollar, aversion au risque des investisseurs internationaux). La réponse de Pov et Powell à cette hypothèse repose en fait sur un seul constat empirique : le retour de la croissance au quatrième trimestre 1999, avec une prime de risque revenue à un niveau relativement bas. Ceci témoignerait de ce que le choc réel dû à la dévaluation brésilienne et au défaut russe avait déjà été absorbé par l'économie, en 9 mois. La rechute de la croissance, au second semestre 2000, devait donc répondre à d'autres facteurs - en l'occurrence budgétaires.

SGARD 12 7/06/04, 11:01

À cet argument on peut opposer, d'abord, la relance budgétaire préélectorale de 1999, déjà évoquée (les élections se tenaient en octobre). Et puis, la croissance des exportations est restée très basse sur toute la période suivante : de 15,1 % l'an en moyenne entre 1994 et 1998, elle est passée à 2,1 % entre 1999 et 2001, ce qui témoigne quand même d'un problème sérieux de compétitivité réelle, même en tenant compte du ralentissement mondial. L'hypothèse d'un effet spécifique du change réel sur la croissance, indépendant de celui dû aux effets des tensions budgétaires (via les taux d'intérêt), ne semble donc pas pouvoir être écartée uniquement sur cette base. Dans ce cas, l'analyse est renvoyée au fonctionnement des marchés et aux comportements des agents privés, face au choc de prix.

Hausman et Velasco (2002) formalisent l'argument à l'aide d'un modèle dans lequel le change réel détermine la croissance des exportations anticipée par les investisseurs internationaux ; de là, les auteurs dérivent successivement les entrées de capitaux, puis l'investissement interne, la croissance et l'équilibre budgétaire. Ici, la dégradation des finances publiques n'est donc pas la cause, mais l'effet d'une crise dont la raison principale est la surévaluation du change réel. En d'autres termes : les mesures d'austérité prises en 2000 et 2001 ne pouvaient pas permettre d'éviter la catastrophe, tant que cette variable restait inchangée. Les auteurs peuvent alors aller droit au but : une déflation limitée (3 %), obtenue au prix d'une récession de 8,7 %, démontrait amplement qu'une sortie de crise sans dévaluation, c'est-à-dire sans abandon du *Currency Board,* était impossible. C'est la position à laquelle sont arrivés Roubini (2001) et Krugman (2001), mais aussi Machinea (2002), qui a été ministre des Finances entre la fin 1999 et mars 2001. En somme, ils posaient qu'il y a un moment où il faut donner la priorité à l'économie réelle et à la croissance, par rapport aux engagements institutionnels, et éventuellement à l'intégrité des contrats. C'était évidemment, aussi, la position des critiques internes du *Board*, en Argentine, réunis notamment autour du Plan Fenix (Fenix Plan, 2001).

Le constat d'un problème de prix relatifs n'impliquait pas toutefois automatiquement une conclusion aussi radicale. On pouvait aussi mettre en question les conditions d'ajustement des marchés intérieurs, notamment sur le plan des biens non échangeables et, plus encore, du travail. Tel est notamment le cas de Krueger (2002) et de Feldstein (2002), qui insistent, en particulier, sur le second terme pour expliquer le coût récessionniste de la déflation, soulignant ainsi à nouveau l'insuffisance des réformes au cours des années antérieures. La beauté de l'argument, comme on le sait, est qu'il n'est pas falsifiable dès lors qu'en théorie un ajustement du prix des biens non échangeables et des salaires est équivalent à une dévaluation. On se retrouve donc dans l'impasse

SGARD 13 7/06/04, 11:01

bien connue : l'argument théorique n'est pas faux, mais l'argument de politique économique n'est peut-être pas réaliste. D'ailleurs, les contributions venues d'économistes argentins insistent peu sur ce point, même lorsqu'elles mettent en cause fortement, par ailleurs, des gouvernements qui n'ont pas su ou pas voulu mettre en œuvre les réformes de structures nécessaires.

Sur ce thème, une étude déjà citée du FMI (2004) souligne assez classiquement les réformes insuffisantes du marché du travail, mais relève aussi que pendant la période de forte croissance (1994-1998), le salaire nominal moyen dans l'industrie a diminué de 1 % par an, tandis que les coûts unitaires du travail baissaient de 20 % au total, principalement du fait des réductions d'effectifs. Pour le moins, ces données ne suggèrent pas avant 1998 un problème massif de contrôle des coûts salariaux. On serait plutôt orienté, bien qu'avec des ressources statistiques limitées, vers le constat de difficultés plus générales sur le plan de l'entrée de nouvelles entreprises sur le marché, de la création d'emplois et du ré-investissement des profits. À partir d'un modèle de croissance néo-classique, Kydland et Zaragaza (2002) concluent ainsi à un niveau d'investissement nettement inférieur, au cours des années 1990, à ce que les tendances historiques et des hypothèses théoriques prudentes permettaient de prévoir. D'autres pourront aussi être tentés d'établir un lien entre ce problème d'investissement et la permanence des fuites de capitaux pendant presque toute la période[13].

Les banques

Le rôle des banques dans la dynamique d'investissement comme dans la crise argentine fait l'objet, pour sa part, d'un assez large consensus : il n'y a pas eu de bulle spéculative ou de sur-accumulation, tandis qu'une supervision solide et un actionnariat étranger important leur assuraient des niveaux de solvabilité élevés, au taux de change en vigueur. Inversement, si le *Board* était abandonné, plus aucune garantie ne tenait, comme on l'a vérifié en 2002[14]. Leur vulnérabilité était, en outre, accentuée par l'accroissement, dans les trois dernières années, de la part de la dette publique à l'actif des banques : ceci a ajouté un risque souverain au risque de change et au risque de liquidité[15]. Les déposants ayant une parfaite connaissance de cet état de fait, on a observé un lien étroit entre leurs anticipations sur ces différents plans : de manière significative, les retraits ont commencé en mars 2001, au moment même où le pays perdait l'accès aux marchés de capitaux internationaux (émissions primaires)[16]. Au-delà, aucun auteur ne s'aventure à attribuer un rôle déterminant à la ruée bancaire plutôt qu'à la ruée sur les réserves de la Banque centrale, en novembre et décembre 2001 ; il est vrai que, à ce point, l'enjeu au plan de l'analyse comme de la théorie est négligeable.

Cela étant, la prise en compte de la dollarisation des bilans privés affecte aussi l'analyse de la déflation et ramène, ainsi, à la question de la récession, à partir de 1999. À la thèse selon laquelle l'ajustement des prix relatifs par la déflation était préférable au flottement du change, Galiani *et al.* (2003) opposent que dans une économie financièrement dollarisée, l'ajustement du change réel n'a pas des effets identiques selon qu'on adopte l'une ou l'autre de ces deux voies, cela en raison de leurs effets dans le secteur des biens non échangeables. En cas de dévaluation, toutes choses égales par ailleurs, on observe une réduction de la charge de la dette des agents endettés en monnaie locale : seuls les agents endettés en devises sont mis en difficulté par le glissement du change nominal. Dans le second cas, en revanche, la déflation par la dette, à la Fischer, atteint *tous* les producteurs, quelle que soit l'unité de compte utilisée dans leurs contrats financiers. Tous, en effet, sont contraints de servir leur dette avec un flux de revenu nominal diminué, ce qui signifie que la solvabilité de l'ensemble du secteur des biens non échangeables est atteinte, là où la dévaluation n'aurait touché que les agents endettés en devises. L'impact sur l'actif des banques est donc accru proportionnellement, *même* si dans ce cas l'effet récessioniste dans l'économie réelle est limité grâce à des marchés intérieurs flexibles.

Ceci donne d'autant plus de poids à la remarque de Rojas-Suarez (in NBER 2002), lorsqu'elle souligne l'accroissement régulier du crédit en devises attribué au secteur non exportateur, en particulier dans les dernières années. L'argument de l'arbitrage de taux d'intérêt n'est évidemment pas viable, puisque l'accroissement de la prime de risque reflétait dès 2000 la crédibilité déclinante du régime monétaire. Ceci laisse ouverte l'hypothèse d'un aléa moral : les agents auraient anticipé que la contrainte de remboursement de leur dette pourrait être relâchée à l'avenir par un choc majeur sur le système de paiements et la discipline contractuelle. On sait que l'anticipation plus ou moins explicite d'une crise de ce type peut affecter précocement les comportements financiers ; on l'a vu, par exemple, lors de la crise chilienne de 1982, assez proche à certains égards de l'expérience argentine de 2001-2002 (Diaz-Alejandro, 1985).

Comportements privés et institutions publiques

Prolongeant cet argument, Galiani, Heymann et Tommasi (2003) soulignent un point plus troublant encore pour les défenseurs les plus convaincus du *Board* : pendant toutes les années 1990, les agents privés, et notamment les ménages, ont très peu intégré dans leurs comportements la dégradation des finances publiques et, plus généralement, l'hypothèse que leurs revenus futurs pourraient subir des chocs adverses importants. Comme le confirme le tableau n° 2, le taux d'épargne privé

SGARD 15 7/06/04, 11:01

a diminué de 1,6 point de PIB entre la période 1993-1997 et les quatre années suivantes : il a fallu attendre l'année 2001 pour que ce taux s'accroisse (dans un contexte de sorties massives de capitaux privés, voir tableau n° 1). En d'autres termes, le secteur privé n'a pas montré des comportements de type ricardien, reposant sur une hypothèse de revenu permanent qui intégrerait la probabilité de telles ruptures à l'intérieur d'une contrainte budgétaire inter-temporelle[17]. Ceci s'est reflété, notamment, sur le plan de l'endettement privé et de la distribution de crédit.

Tableau n° 2
Épargne et consommation privée, 1993-2002
(en % du PIB)

	Solde courant	Épargne nationale	Épargne publique	Épargne privée	Cons° privée
1993	- 3,5	15,6	- 3,4	19,0	59,8
1994	- 4,3	15,7	- 3,9	19,6	60,6
1995	- 2,0	15,9	- 3,4	19,3	59,3
1996	- 2,5	15,6	- 4,0	19,6	60,7
1997	- 4,2	15,2	- 2,6	17,8	63,1
1998	- 4,9	15,1	- 2,5	17,6	63,5
1999	- 4,2	13,8	- 4,8	18,6	61,3
2000	- 3,2	13,0	- 4,2	17,2	61,2
2001	- 1,5	12,8	- 6,9	19,7	58,2
2002	9,5	21,5	- 2,5	24,0	43,7

Sources : FMI, IDEC, ministère de l'Économie.

Le corollaire est que, dans ce cas, l'équilibre à long terme entre épargne et investissement était susceptible d'être mis en question par un État défaillant, mais aussi par les agents privés : non seulement ils ne neutralisaient pas la désépargne de l'État, mais ils ont pu aussi amplifier ses effets macroéconomiques ; la rupture généralisée des contrats de dette, au bout de quelques années, atteste la non soutenabilité du solde courant au cours des années antérieures. Pour une part, ceci renvoie à des sources d'incertitude réelles : par exemple sur l'estimation qui pouvait être faite, au début des années 1990, sur la soutenabilité de la *loi de convertibilité,* sur la croissance de la productivité ou l'effet de l'ouverture commerciale sur les performances économiques. Mais le régime monétaire a aussi pesé : non seulement, les politique de taux de change et de taux d'intérêt n'étaient pas disponibles, alors qu'elles sont d'habitude un instrument majeur pour régler le niveau de l'épargne interne ; en plus, des dérives durables sur ce dernier plan peuvent impliquer, à terme, des évolutions du taux de change d'équilibre, dont on sait qu'elles seront difficiles à absorber.

SGARD 16 7/06/04, 11:01

Cette interaction entre les institutions et les comportements des agents privés conduit assez directement à des considérations d'économie politique au sens large. Quasiment tous les intervenants dans ce débat aboutissent d'ailleurs à ces variables, que ce soit pour expliquer l'endettement des agents privés, la politique budgétaire à court ou à long terme, la réforme insuffisante des marchés du travail, ou encore les initiatives confuses qui ont marqué l'année 2001 et le début de 2002[18].

L'intérêt de l'analyse de Galiani, Heymann et Tommasi (1983) est de prendre en compte ces enjeux sans les renvoyer en bloc à un monde radicalement exogène, qui serait à jamais corrompu, inepte et pour cela la source intarissable de tous les échecs économiques - c'est-à-dire la position *ad hoc* habituelle en la matière[19]. Au contraire, ils restent sur le plan « micro-institutionnel », qui apparaît alors comme l'interface entre les deux champs. Alors que, soulignent-ils, le *Currency Board* avait pour objet de relancer l'activité contractuelle dans l'économie - et donc la croissance - les autres institutions qui supportent les contrats et assurent leurs intégrités dans le temps ont fait l'objet de très peu de réformes, pour des raisons qui sont directement politiques. Ces auteurs évoquent alors le système judiciaire, la règle du jeu fédérale, les lois de responsabilité fiscale, l'assurance des dépôts ; on pourrait ajouter la régulation des services publics privatisés ou la négociation sociale. Dans le même esprit, Eichengreen (in NBER 2002) souligne que l'échec du *Board* est venu *in fine* de ce qu'il n'a pas fonctionné comme un « forum pour les réformes » : soit, pour résumer, comme une institution qui aurait coordonné à la fois les agents économiques (sur le marché) et les acteurs politiques (au Parlement par exemple).

Cette défaillance institutionnelle éclaire l'issue de l'expérience. D'un côté, la résistance du régime de change est devenue l'enjeu de plus en plus exclusif des anticipations microéconomiques, alors que son succès aurait dû, au contraire, banaliser l'institution[20]. De l'autre côté, lorsqu'elle s'est imposée, la rupture a entraîné un choc majeur sur l'ensemble des autres institutions qui soutiennent l'intégrité inter-temporelle des contrats et sur les droits de propriétés eux-mêmes. C'est pourquoi la relance durable de l'économie argentine repose d'abord sur la résorption de cet énorme choc microéconomique subi en 2001 et 2002, dont les effets immédiats ont été spectaculaires, mais dont toutes les conséquences deux ans plus tard sont loin d'être résorbées. Il restera alors à donner au pays ces diverses institutions élémentaires sans lesquelles une économie de marché ne se survit pas.

Dans l'introduction de leur contribution Blejer *et al.* (2002) posent une question naïve : qu'est-ce qui est spécifique à l'Argentine dans la

crise qu'elle a connu, au-delà du *Currency Board* et d'une politique particulièrement instable ? On pourrait, en fait, retourner la question et demander ce qui, dans l'expérience argentine, éclaire aujourd'hui le débat sur les politiques de change et l'insertion financière des économies émergentes, étroitement insérées dans les marchés internationaux. Trois problèmes peuvent, en particulier, être soulignés à l'issue de cette discussion.

D'abord, se posent les problèmes liés dits du « péché originel », c'est-à-dire la difficulté, pour une majorité de pays dans le monde, de s'endetter à moyen ou long terme dans leur propre devise, et donc la tendance forte à la dollarisation des passifs privés et publics (Eichengreen *et al.,* 2003). Alors qu'on a affirmé tout au long des années 1990, notamment en Argentine, que ceci était principalement le prix provisoire à payer pour les errements passés de la politique économique, il apparaît que la « dé-dollarisation » est un processus beaucoup plus lent et plus complexe qu'on ne le suggérait - à supposer qu'il ait lieu. Quelles politiques peuvent être mises en œuvre pour réduire la dollarisation, ou pallier ses inconvénients ? Les risques financiers qu'elle induit vont-ils conduire dans d'autres pays à des mesures équivalentes à la pésification autoritaire de 2002 alors que l'hypothèse de dollarisation totale et volontaire est en recul ?

Ces enjeux affectent directement la question du régime de change et donc de la politique monétaire. D'un côté, le consensus international est désormais nettement en faveur du flottement auquel se sont ralliées, au moins officiellement, la quasi-totalité des économies émergentes ; en même temps des bilans dollarisés et des monnaies souvent fragiles face aux chocs de change impliquent des politiques de taux d'intérêts fortement pro-cycliques (cf. le Brésil). Comment concilier ces deux tendances - flottement et dollarisation ? Conduisent-elles à une généralisation des régimes de flottement administré, avec les risques qu'ils créent, du fait de la « peur de flotter » (Calvo et Reinhardt, 2002) ? Ou bien vont-elles inciter à un moindre appel aux capitaux internationaux et donc à un recul de l'intégration financière internationale, par rapport aux niveaux élevés atteints dans les années 1990, sous des régimes fixes ou très encadrés ?

Enfin, la conjonction des problèmes de dollarisation et des crises de paiement affecte la question du traitement des défauts multiples, sur la dette privée et publique, après l'abandon du projet de « loi de faillite pour les États souverains » proposé par le FMI (International Monetary Fund, 2003a). On relève que le caractère constitutionnel de l'ancrage de change, sous la *loi de convertibilité,* est désormais utilisé contre le gouvernement argentin dans les procédures d'arbitrage international engagées par les opérateurs de services publics privatisés (Gaillard 2004).

SGARD 18 7/06/04, 11:01

Au total, une conclusion assez ambiguë ressort ainsi de ce débat argentin. D'un côté, on peut avoir l'impression que la discussion de politique économique n'apporte pas d'éléments très originaux tant au regard de l'avant-crise, que de problématiques plus générales. D'un autre côté, il est frappant que, non seulement les contraintes de fonds qui ont conduit à adopter le *Currency Board* soient toujours présentes, mais qu'elles aient même eu tendance à s'étendre, sous des formes variables : dans la majorité des économies émergentes, l'ancrage aux marchés des capitaux internationaux reste une source majeure d'instabilité, qui renvoie en premier lieu à la fragilité des monnaies et des systèmes bancaires (et donc à celle des régimes de change). En arbitrant entre ces institutions, les agents privés peuvent les exposer à des pressions violentes, voire à des ruptures dont les conséquences pourront être très durables. C'est pourquoi le lien entre la participation aux marchés de capitaux et la construction d'institutions de marchés solides, au plan local, reste un enjeu central pour l'avenir de la globalisation financière. De ce point de vue, l'Argentine se distingue plus par la radicalité de la réponse adoptée au cours des années 1990, que par l'originalité du problème posé.

NOTES

1. Le président de la République élu en octobre 1999, issu de l'opposition, a fait ainsi de la défense du *Board* une des pierres de touche de son programme : ceci était largement considéré, à l'époque, comme une condition *sine quae non* pour être élu.

2. Sur ce dernier point, voir notamment Dillinger et Webb (1999), Prévôt-Schapira (2003), Tommasi (2002).

3. Sur les réformes et les performances bancaires au cours des années 1990, voir notamment Alston et Gallo (2000), Calomiris et Powell (2000), Caprio *et alii* (1996), Rodriguez *et alii* (2001), Soledad et Schmukler (1999).

4. Alberola *et al.* (2004) estiment une équation de taux de change d'équilibre réel pour l'Argentine qui établit à plus de 50 % la surévaluation du peso en 2001. Servén et Perry (2002) parviennent à une estimation équivalente (55 %).

5. L'année 2001 a été marquée par une série de mesures nettement hétérodoxes, au moins par rapport à la logique du *Board* : subvention aux exportations et taxation des importations simulant une dévaluation de 8 % du change nominal ; proposition d'un double ancrage dollar/euro du peso ; échange de la dette publique. Puis, à la fin novembre 2001, face à l'accroissement des ruées de déposants, le gouvernement a imposé des restrictions sévères au retrait des dépôts bancaires à vue - c'est ce qu'on appelé le *corralito* ; ces mesures ont été prolongées début janvier par des mesures similaires sur les dépôts à termes - le *coralon*. Enfin, au même moment, un contrôle étroit a été imposé sur les sorties de capitaux.

6. Le gouvernement américain n'a jamais marqué une opposition de principe à la dollarisation, dès lors qu'il serait clair qu'elle ne devait avoir aucune implication sur la conduite de la politique monétaire par la Fed ; la question du seigneuriage pouvait cependant faire l'objet de négociations, bien que le point n'ait pas été éclairci. En revanche, les autorités américaines se seraient opposées à une telle opération menée dans

un contexte de crise économique aiguë et de discrédit politique large. Cette position trouve notamment un écho dans la position de Forbes (in NBER 2002), qui était alors responsable des affaires latino-américaines au Département américain du Trésor.

7. Pour une discussion plus précise du choix du régime de change, après la rupture du *Board*, voir aussi Fanelli et Heymann (2002).

8. De manière plus générale, la sortie « naturelle » d'un *Board* et *a fortiori* d'une situation de dollarisation commencerait ainsi par la création d'une monnaie parallèle, par une institution quelconque (ministère des Finances, banque privée, chambre de commerce... Destinée à répondre à une situation d'assèchement extrême de la liquidité interne, cette émission d'un titre privé, dont le prix se formerait sur un marché libre, pré-figurerait sa transformation en unité monétaire complète, relevant d'un change flottant. Le pas décisif consisterait alors à lui transférer le cours légal.

9. Les dettes bancaires en dollars des entreprises ont été échangées au pair en pesos, alors même que celui-ci s'était déjà considérablement déprécié, ce qui impliquait un transfert de revenu à leur bénéfice. Les dépôts étaient convertis au taux de 1,4 peso par dollar. Le tout, évidemment, affaiblissait un peu plus les banques. Par ailleurs, les clauses d'indexation de ces divers contrats ont fait l'objet de négociations longues et confuses dont l'objet redistributif ne laissait à l'évidence aucun doute. Voir Sgard (2002b) et Sgard (2004).

10. Voir della Paollera et Taylor(2001), ainsi que Irigoin (2000) pour la difficile stabilisation monétaire de l'Argentine dans la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, dans un contexte de luttes violentes autour de l'enjeu fédéral.

11. Ce type d'incertitude expliquent que les données de déficits budgétaires utilisées par les différents auteurs sont souvent nettement divergentes. On utilise ici celles utilisées dans IMF (2004).

12. La difficulté à réussir un « choc de confiance » a été de nouveau illustrée à cette occasion (15 juillet 2001) : au lieu d'entraîner une réduction, même provisoire et limitée de la prime de risque, l'annonce de cette mesure a été suivie d'un accroissement de 400 points de base de la prime de risque (Embi).

13. Les statistiques officielles font état d'un accroissement des avoirs nets à l'étranger du secteur privé non-financier de près de 60 Md$, entre 1993 et 2001 ; le volume total de ces avoirs aurait représenté 107 Md$ en fin de période, toujours selon les données officielles.

14. Pedro Pou (2002) affirme que les règles prudentielles assuraient que les banques pouvaient supporter une dévaluation de l'ordre de 40 % ; il ne donne pas de source, mais il était gouverneur de la Banque centrale argentine entre 1996 et 2001, et donc en charge de la supervision.

15. De 10 % à la fin 1994, la part de la dette publique dans l'actif bancaire est passée à 15 % à la fin 2000 et 30 % à la fin 2001, à la veille du défaut. Cette évolution reflète entre autre la réglementation prudentielle qui ne demandait pas de provisionner le risque souverain argentin.

16. Domingo Cavallo, qui était ministre des Finances entre mars et décembre 2001, affirme même que la ruée finale sur les banques, à partir de novembre, a été déclenchée par l'annonce par le FMI d'un projet de « cour de faillite pour les États souverains », destiné à codifier une règle de réduction des créances d'États surendettés. Les déposants argentins auraient alors anticipé que leur pays serait le premier bénéficiaire de cette procédure - et eux les premiers perdants. (Conférence à la Maison des sciences économiques, Paris, 22 mai 2003).

17. Formellement, ceci infirmait à l'avance la stratégie de « choc de crédibilité » sur laquelle reposait le dernier plan de stabilisation : l'hypothèse que la dépense privée pouvait compenser la contraction de la dépense publique supposait bien une réévaluation ponctuelle et importante du niveau de revenu permanent sur laquelle les agents privés fondent, selon ces hypothèses, leur fonction de demande.

18. Fronti, Miller et Zhang (2002) intègrent la gestion de crise à court terme par les politiques dans une analyse reposant sur une logique d'équilibres multiples : le politique est ici un des facteurs qui fait passer l'économie (le pays) d'un équilibre à un autre. Pour des analyses politiques de cette période, voir par exemple Corrales (2002) ou Faucher et Armijo (2003). De manière intéressante, seuls « les partisans de l'économie réelle » se montrent peu sensibles à la question politique, sinon à travers les effets sociaux de la récession.

19. Cette position est en particulier celle des auteurs qui, en tant que technocrates de la politique, ont dû assumer une interaction directe avec les acteurs politiques (Pou, Powell, Mussa...). Pour une expression caricaturale voir toutefois Nancy Birdsall (2002).

20. En juillet 1999, alors qu'il n'était plus ministre des Finances, Domingo Cavallo a évoqué dans le *Financial Times* l'hypothèse d'une sortie du *Board* : la prime de risque argentine s'est immédiatement tendue.

BIBLIOGRAPHIE

ALBEROLA E., LOPEZ H., SERVÉN L. (2004), « Tango with the Gringo: The Hard Peg and Real Misalignment in Argentina », Banco de Espana, Documento de Trabajo, 0405.

ALSTON L. J., GALLO A. (2000), « Evolution and Revolution in the Argentine Banking System under Convertibility: the Roles fo Crises and Path Dependance », NBER, *Working Paper* 8008, novembre.

BIRDSALL N. (2002), « What Went Wrong in Argentina? », Washington, Center for Global Development, janvier.

BLEJER M. (2002), « Interview », *Central Banking,* XIII-1.

BLEJER M., HENKE A., LEVY-YEYATI E. (2002), « Issues for discussion », NBER, Conférence *The Argentine Crisis,* 17 juillet, miméo.

CABALLERO R., DORNBUSCH R. (2002), « Argentina: A Rescue Plan that Works », MIT, miméo.

CALOMIRIS CH., POWELL A. (2000), « Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline ? The Case of Argentina, 1992-1999 », NBER, *Working Paper* 7715, 45 p., mai.

CALVO G., REINHART C. (2000), « Fear of Floating », University of Maryland, miméo, juin.

CALVO G., IZQUIERDO A., TALVI E. (2003), « Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability : Argentina's Lessons », Banque Inter-Américaine de Développement, Département de la recherche, miméo.

CANAVESE A. (1992), « Hyperinflation and Convertibility-based Stabilization in Argentina», in : Zini A. (Ed.), *The Market and the State in Economic Development in the 1990's,* Elsevier.

CAPRIO G., DOOLEY M., LEIPZIGER D., WALSCH (1996), « The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board: The Case of Argentina », Banque Mondiale, *Policy Research Working Paper,* 1648, 47 p., septembre.

CAVALLO D. (2002), « An Institutionnal Coup », déposition au juge Norberto Oyarbide, chargé de l'enquête sur les événements de décembre 2001 en Argentine.

CAVALLO D., CAVALLO E. (2003), « Argentine 2002 : le démantèlement des institutions monétaires et financières des années 1990 », Paris, présentation à la Maison des sciences économiques, miméo, 22 mai.

CORRALES J. (2002), «The Politics of Argentina's Meltdown,» *World Policy Journal,* Fall, pp. 29-42.

DE LA TORRE A., LEVY YEYATI E., SCHMUCKLER S. (2002), « Argentina's Financial Crisis : Floating Money, Sinking Banking », Banque Mondiale, miméo, juin.

DE LA TORRE A., LEVY YEYATI E., SCHMUCKLER S. (2003), « Living and Dying with Hard Pegs : the Rise and Fall of Argentina's Currrency Board », Banque mondiale, miméo, janvier.

DIAZ-ALEJANDRO C. (1985). « Good-bye financial repression, hello financial crash ». *Journal of Development Economic,* 19.

DILLINGER W., WEBB S. (1999), « Fiscal Management in Federal Democracies : Argentina and Brazil », Banque Mondiale, *Working Papers/Macroeconomics and Growth* 2121.

DORNNUSCH R. (2001), « Argentina at the End of the Rope », MIT, miméo, avril.

EDWARDS S. (2002), The great exchange rate debate after Argentina », *North American Journal of Economics and Finance,* 13.

EDWARDS S., FRANKEL J., org. (2002), « The Argentina Crisis », NBER, Conférence *The Argentine Crisis*, 17 juillet, miméo.

EICHENGREEN B., HAUSMANN R., PANIZA U. (2003), « The Mistery of Original Sin », miméo.

FANELLI J., HEYMANN D. (2002), « Dilemas monetarios en la Argentina », contribution à la Conférence *Towards Regional Currency Areas,* Santiago du Chile, 26-27 mars.

FAUCHER PH., ARMIJO L. E. (2003), « Currency Crisis and Decision Making Frameworks: The Politics of Bouncing Back in Argentina and Brazil », article présenté au Congrès de la *Latin American Studies Association,* Dallas, 27-29 mars.

FELDSTEIN M. (2002), « Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis », *Foreign Affairs,* mars/avril.

FENIX PLAN (2001), *Hacia el Plan Fenix: Diagnostico y propuestas.* Buenos Aires, Universidad de Buenos Aires.

SGARD 21 7/06/04, 11:01

FRONTI J., MILLER M., ZHANG L. (2002), « Sovereign Default By Argentina: 'Slow Motion Train Crash' or Self-Fulling Crisis », CEPR Discussion Paper 3399, mai.

GAILLARD E. (2004), « Chronique des sentences arbitrales », Banque mondiale/ CIRDI, miméo

GALIANI S., HEYMANN D., TOMMASI M. (2003), Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertiblity Plan », *Economia,* printemps.

GALIANI S., LEVY YEYATI E., SCHARGRODSKY E. (2003), « Financial Dollarization and Debt Deflation Under a Currency Board : The Case of Argentina », Banque Inter-Américaine de Développement, Département de la recherche, mai.

HANKE S., SCHULER K. (2002), «What Went Wrong in Argentina?», *Central Banking Journal,* 12-3

HAUSMANN R. (2001), « À Way Out for Argentina : The Currency Board Cannot Survive Much Longer », *Financial Times,* 30 octobre.

HAUSMANN R., VELASCO A. (2002), « Hard Money's Soft Underbelly : Understanding the Argentine Crisis », article préparé pour la conférence *Brookings Trade Forum,* juillet.

IRIGOIN M.A. 2000. « Inconvertible Paper Money, Inflation and Economic Performance in Early Nineteenth Century Argentina », *Journal of Latin American Studies,* 32, mai, pp. 333-359.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2003a), « Crisis Resolution in the Context of Sovereign Debt Restructuring : A Summary of Considerations », *Policy Development and Review Dept.,* 28 janvier.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2003b), « Lessons from the Crisis in Argentina », *Policy Development and Review Dept.,* 8 octobre.

KEHOE T. (2003), « What Can We Learn from the Current Crisis in Argentina? », Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis, Research Dept. Staff Report 318, juillet.

KROSZNER R. (1999), « Is it better to Forgive than to Receive? Repudiation of the Gold Indexation Clause in Long-Term Debt During the Great Depression », University of Chicago, Graduate School of Business, miméo, 45 p.

KRUEGER A. (2002), « Crisis Prevention and Resolution : Lessons from Argentina », NBER, Conference *The Argentine Crisis*, 17 juillet.

KRUGMAN P. (2001), « À Cross of Dollars », *The New York Times,* 7 novembre.

KYDLAND F. E., ZARAZAGA C. (2002), « Argentina's Recovery and 'Excess' Capital Shallowing », Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper* 02-04.

LATIN AMERICAN SHADOW FINANCIAL REGULATORY COMMITTEE (2002), « Resolution of Argentina's Financial Crisis », Buenos Aires, Statement 5.

LEVY YEYATI E. (2003), « Financial Dedollarization: A Carrot and Stick Approach », Université Torcuato di Tella, Document de travail 08/2003.

MACHINEA J-L., (2002), « Currency Crisis : A Practitioner's View » présentation lors de *the Brookings Trade Conference*, Washington, Brookings Institution, Mai.

MUSSA M. (2002). « Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy ». Washington, IIE, 19 p.

MUSSA M. (2004), « Statement to the Senate Banking Subcomittee on International Trade and Finance », *Hearing on the Argentine Financial Crisis,* 10 mars.

PABLO DE J.C. (1999), « Economists and Economic Policy: Argentina since 1958 », CEMA, miméo, juin.

PAOLLERA DELLA G., TAYLOR A. M. (2001), *Straining the Anchor, The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability,* 1880-1935, Chicago, The University of Chicago Press, 274 p.

PAOLLERA DELLA G., TAYLOR A. M. (2003a), « Gaucho Banking Redux », NBER, *Working Paper* 9457, janvier.

PAOLLERA DELLA G., TAYLOR A. M. eds. (2003b). *A New Economic History of Argentina,* Cambridge, Cambridge University Press, 2003.

PERRY G., SERVÉN L. (2001), « The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It », miméo, Banque mondiale.

PERRY G., SERVÉN L. (2003), « The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It ? », Banque mondiale, *Working Paper - International economics, trade, capital flows,* 3081.

POU P. (2002), Contribution à la Conference du NBER *The Argentine Crisis*, 17 juillet.

POWELL A. (2002), « The Avoidable Argentine Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice », paper presented at *the Brookings Trade Conference,* Washington, Brookings Institution, May.

PREVOT-SCHAPIRA M.-F. (2003), « La débâcle argentine et le fédéralisme », *Critique Internationale,* 18, janvier.

RODRIK D., (2002), « Argentina. Trade Rout » *The New Republic,* January 14.

ROUBINI N. (2001), « Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/ Reduction », miméo, New York University, december.

RODRIGUEZ C., BOLZICO J., DRUCK P., HENK A., RUTMAN J., SOSA ESCUDERO W., and STREB J. (2001), « Credit Constraints Facing Firms in Argentina », unpublished, CEMA.

ROLLAND D., CHASSIN J. eds. (2003), *Pour comprendre la crise argentine.* Paris, L'Harmattan, 276p.

ROUBINI N. (1998), « The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currrency Board », miméo, février.

SCHULER K. (2002), « Fixing Argentina », Cato Institute, *Policy Analysis* 445, 16 juillet.

SGARD J. (2002a), « Le peso argentin peut-il résister à la concurrence du dollar ? », *La Lettre du Cepii,* février.

SGARD J. (2002b), « L'Argentine un an après », *La Lettre du Cepii,* octobre

SGARD J. (2003), « Hyperinflation and the re-integration of monetary functions: Argentina and Brazil, 1990-2002 », Document de travail du Cepii, 2003-1, janvier

SGARD J. (2004), *La economía del pánico. Cómo enfrentar las crisis financieras,* Buenos Aires, Fundo de Cultura Economica.

SOLEDAD M.S., SCHMUCKLER S. (1999), « Do Despositors Punish Banks for 'Bad' Behavior ? : Examining Market Discipline in Argentina, Chile, and Mexico », Banque centrale du Chili, *Working Papers* 48.

STIGLITZ J. (2002), « Argentina, shortchanged », *Washington Post,* 12 mai.

TAYLOR A. M. (1998), « Argentina and the World Capital Market: Saving, Investment, and International Capital Mobility in the Twentieth Century », *Journal of Development Economics,* 57 : 1, pp. 147-184.

TEJEIRO (2001), « Una vez mas, la politica fiscal... », Buenos Aires, Centro des Estudios Publicos, juin.

TOMMASI M. (2002), « Federalism in Argentina and the Reforms of the 1990s' », Stanford University, Center for Research on Economic Development and Policy Reform, *Working paper* 147.

U.S. SENATE (2002), *Argentina's Economic Crisis, Hearing before the Subcomittee on International Trade and Finance,* Washington, 28 février.

WEISBROT M., BAKER D. (2002), « The Role of Social Security Privatization in Argentina's Economic Crisis », Washington, Center for Economic and Policy Research, avril.

SGARD 23 7/06/04, 11:01