HAL
open science

Argentine : une nouvelle aventure monétaire en Amérique latine

Jérôme Sgard

To cite this version:

Jérôme Sgard. Argentine : une nouvelle aventure monétaire en Amérique latine. Critique Internationale, 2002, 15, pp.33-44. 10.3917/crii.015.0033 . hal-01017841

HAL Id: hal-01017841

https://sciencespo.hal.science/hal-01017841v1

Submitted on 3 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.

Contre-jour

Argentine : une nouvelle aventure monétaire en Amérique latine

par Jérôme Sgard

La crise en Argentine est entrée dans une phase aiguë au début de 2002, à l'issue d'une maturation particulièrement longue. Contrairement aux scénarios de rupture inattendue créant un choc international violent, comme lors de la crise russe de 1998, on a vu approcher le désastre de très loin. Et quand il est arrivé, l'effet de surprise a été nul et la contagion financière inexistante. Le paradoxe est assez étonnant. Depuis 1995, des dizaines de contributions savantes ont tenté de définir des « indicateurs avancés » ou des « tableaux de bord » permettant d'anticiper les crises financières ; dans le même temps, le Fonds monétaire international menait un grand tapage pour que les pays menacés lui fournissent une information « prompte et transparente », qui laisserait le temps, face à une crise montante, de mettre en place une stratégie de *containment*. Or voilà qu'un des principaux pays émergents, un des modèles des années 1990, porteur d'une dette de près de 130 milliards de dollars, fait naufrage lentement pendant des mois, sinon des années, sans que personne ne réagisse.

Pour comprendre comment est arrivé ce désastre et pourquoi on a si peu fait pour y échapper, il faut prendre en compte deux types de facteurs : d'une part certaines contraintes structurelles, parfois très anciennes, et de l'autre une règle du jeu institutionnelle adoptée en 1991 pour stabiliser l'environnement monétaire, le *Currency Board*. Les premières éclairent pourquoi l'économie a peu profité des réformes des années 1990 et s'est révélée finalement très fragile ; la seconde permet de comprendre la mécanique de la chute et la difficulté de l'empêcher.

Ouverture financière et fermeture commerciale

Si l'on replace la crise actuelle dans l'histoire économique argentine, l'élément le plus frappant est sans doute le poids des deux grandes ruptures du XXe siècle. La première, au début des années 1930, a mis un terme au modèle classique de croissance extravertie qui, inventé dans les années 1870-1880, avait donné à ce pays un niveau de vie européen. La fermeture brutale des marchés internationaux, à partir

de 1932, a été suivie de l'adoption d'une politique de substitution aux importations, qui n'a été relâchée que très progressivement à partir des années 1970. Résultat : ce pays de petite taille, qu'on s'attendrait à voir exporter au moins 25 ou 30 % de son PIB, n'en exporte que 10,5 %, soit moins que les États-Unis ou la zone euro. Ceci, bien sûr, a freiné la croissance de son économie, mais aussi sa capacité à servir la dette extérieure, qui bute très vite sur la faiblesse des recettes d'exportations. C'est ainsi qu'après deux larges défauts de paiement sur la dette extérieure publique, en 1933 et 1982, on se retrouve une fois de plus, depuis décembre 2001, dans la même situation.

La seconde rupture historique est l'inflation des années 1980. Non seulement elle a fini par imposer un régime monétaire très rigide, mais elle a aussi détruit le système financier et réduit durablement le niveau de l'épargne intérieure. Le financement de l'État et des entreprises est limité à la fois par la faiblesse des ressources disponibles et par le refus des épargnants de placer leurs fonds en monnaie locale. Il faut donc leur offrir des actifs libellés en dollars – notamment pour éviter la fuite des capitaux – tout en faisant appel en plus aux capitaux étrangers. Le paradoxe de l'économie argentine est d'être très ouverte au plan financier (balance des capitaux) alors même qu'elle est très fermée au plan commercial. Cela rend d'autant plus difficile toute dévaluation : son coût financier est élevé et peut entraîner une crise d'insolvabilité (réévaluation de la dette extérieure), alors que ses bénéfices immédiats sur les exportations et la croissance sont faibles. Ainsi, l'écho toujours puissant des crises des années 1930 et 1980 exprime l'échec de l'Argentine, depuis soixante-dix ans, à trouver un régime de croissance solide, reposant sur une insertion stable dans l'économie mondiale. C'est en quoi ce pays n'est pas encore sorti du XIXe siècle. Et, parce que le monde a changé, il n'arrête pas de tomber en faillite.

Pourtant il n'y avait pas de fatalité qui d'avance aurait condamné au cauchemar le rêve d'un retour à l'âge d'or, nourri pendant dix années de *Currency Board* et de réformes libérales. Depuis 1991, des erreurs ont aussi été commises et des incohérences ont marqué ces réformes. Pour une bonne part, elles renvoient à un contresens principal : les dirigeants argentins ont cru pouvoir construire en quelques années une économie très libérale et déréglementée, tout en restant dans l'économie politique traditionnelle dont ils étaient le produit et les principaux bénéficiaires. Comme dans tant d'autres pays, la simplicité formelle du discours libéral et des réformes les plus techniques a permis de faire « comme si » une économie de marché se construisait simplement par le « retrait » de l'État et la « libération » de l'initiative individuelle, alors qu'elle demande une redéfinition de leur *rapport* – ce qui est beaucoup plus complexe.

L'autoritarisme péroniste, ses penchants clientélistes et son mépris pour l'État de droit se sont alors additionnés à une approche technocratique des réformes,

chacun trouvant son compte à ne pas entendre les appels répétés à l'équité sociale ou à la lutte contre la corruption. Tel était, de 1991 à 1996, le fond de l'alliance improbable entre Carlos Menem – dont les méthodes sont un pur produit des années 1950 – et Domingo Cavallo, docteur de Harvard et grand ingénieur des réformes financières (Sgard 1996). Le premier a alimenté l'iniquité et l'abus de pouvoir, le second les a entérinés. Il n'est pas interdit de penser qu'au-delà de résultats économiques décevants, cette torsion des réformes a contribué à la fragilité de la société civile comme à la faible légitimité des institutions et des forces politiques. Cela a pesé sur l'efficacité des réformes au cours des années 1990, puis sur la possibilité de faire appel au civisme et à la confiance de la population, à partir de décembre 2001. Le sauve-qui-peut et la violence sociale ont alors été d'autant plus irrésistibles que, depuis longtemps, tout avait été fait pour convaincre chacun que l'action publique et le bien collectif n'appartenaient qu'au petit nombre. Dans les semaines suivantes, les manifestants devant les banques contestaient certes le gouvernement, mais ils demandaient avant tout le droit de retirer leurs dépôts et de les changer contre des dollars. La mobilisation restait marquée par la règle du jeu monétaire et politique qu'elle voulait contester.

La dynamique de la crise : le rôle du *Currency Board*

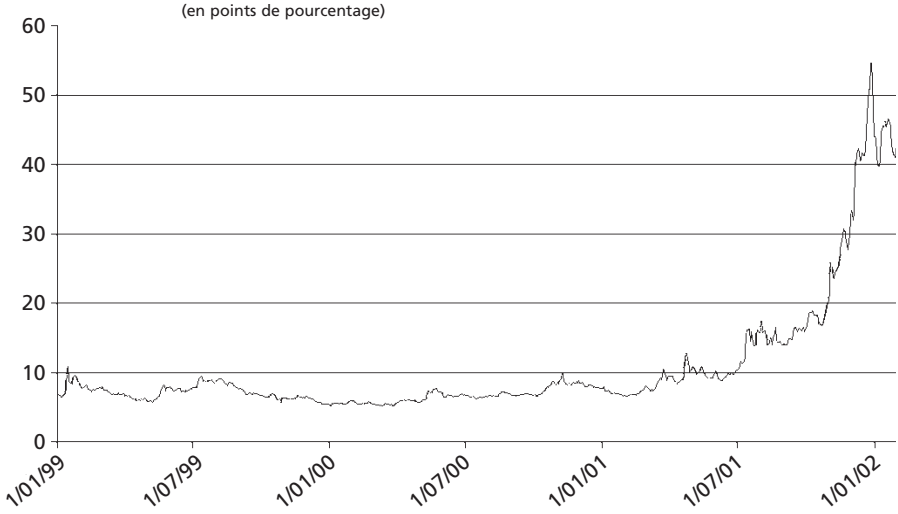
Ceci ne répond pas entièrement à la question initiale : pourquoi n'a-t-on rien fait pour éviter la crise finale et tenter de corriger le tir ? Face à une crise bancaire et à une attaque spéculative (interne ou externe), on s'attendrait à voir toute Banque centrale, qu'elle soit corrompue ou intègre, compétente ou dilettante, changer de politique bien plus tôt. C'est ici qu'il faut prendre en compte la spécificité du *Currency Board*, cette institution monétaire dont on a cru peut-être que, par son extrême rigidité, elle compenserait l'extrême faiblesse de (presque) toutes les autres institutions publiques.

On sait que ce régime monétaire, qui est un héritage direct de l'étalon-or antérieur à 1914, a été adopté en avril 1991, à l'issue d'une des hyperinflations les plus destructrices de l'histoire. L'hyperinflation étant l'effet d'un abus massif et répété de l'émission monétaire, il s'agit de lier les mains des autorités par un mécanisme public, institutionnalisé et aisément vérifiable. Ainsi, espère-t-on, les agents accepteront de détenir *encore* quelques pesos (plutôt que des dollars), malgré les pertes énormes qu'ils ont subies pendant des années du fait d'une politique monétaire irresponsable[1]. Tel est le paradoxe de ce régime : il ne se justifie que par la tentative de préserver ce qui reste de la monnaie nationale, mais il en limite étroitement l'usage comme outil de politique économique. En revanche, la dollarisation complète et volontaire, telle que l'a appliquée l'Équateur en 2000, rend beaucoup plus difficile toute reconstruction d'une monnaie nationale.

Techniquement, le *Currency Board* repose sur deux principes. D'une part, le taux de change est fixé, en principe définitivement, sur le dollar (au pair), ce qui implique que le pays renonce à mener une politique de change active : en cas de perte de compétitivité commerciale, par exemple, il faudra faire baisser un à un les salaires et les prix nominaux, ce qui est beaucoup plus compliqué que de dévaluer en une fois. D'autre part, toute émission de monnaie nationale répond automatiquement à un accroissement équivalent des réserves de change de la Banque centrale ; et, inversement, une perte de réserves entraîne une contraction de la masse monétaire et donc du crédit. La politique monétaire est alors entièrement déterminée par l'addition de deux variables : les taux d'intérêts américains, qui sont la référence de base (le *benchmark*), et la prime dite de « risque-pays » qui reflète le fait que, toutes choses égales par ailleurs, prêter à la même entreprise en Argentine ou aux États-Unis n'implique pas le même risque d'investissement. Si l'on prévoit que le pays finira par dévaluer ou par imposer un contrôle des changes, ou encore qu'il connaîtra une longue récession porteuse de faillites, ces anticipations se répercuteront dans le coût de financement *ex ante*.

Idéalement, le but du jeu est d'acquérir toujours plus de « crédibilité », celle-ci permettant une baisse de la prime de risque : dès lors, la dette publique serait plus aisée à gérer et, surtout, les entreprises pourraient bénéficier d'un financement meilleur marché, qui soutiendrait la croissance. Tel est le Saint Graal sur lequel les autorités argentines ont cru mettre la main, après leur succès face à la contagion mexicaine, en 1995. Or c'est le contraire qui s'est passé, comme le montre le graphique ci-dessous. La situation s'est irrémédiablement dégradée jusqu'à devenir intenable à la fin décembre 2001 : non en raison d'une politique monétaire amé-

Prime de risque argentine, 1999-2001
(en points de pourcentage)



ricaine inadaptée, mais du fait de la composante risque-pays, qui a atteint alors plus de 40 points de pourcentage. Dans un pays en légère déflation, cela implique que toute dette, publique ou privée, est prise dans une dynamique d'accroissement exponentiel qui, en quelques mois, conduit à la faillite sans reprise possible de la croissance. C'est en quoi la hausse des taux d'intérêt témoigne d'un raccourcissement irrésistible de l'horizon temporel des agents – État ou entreprises – alors même que l'automatisme et la prévisibilité absolus du *Board* devaient allonger la temporalité économique.

Il est alors possible, rétrospectivement, de dater de 1996 ou 1997 la divergence qui a engagé le pays sur une trajectoire catastrophique : c'est à ce moment-là qu'il aurait dû amorcer sa sortie du *Board*. Or le discours de la crédibilité et les bénéfices du système n'ont pas permis d'envisager sérieusement l'hypothèse. En revanche, dans les années suivantes, notamment après la dévaluation brésilienne de 1999, le contexte a changé ; il n'est nullement nécessaire, pour expliquer le refus de changer de cap, d'en appeler à l'aveuglement d'« idéologues monétaristes », à une Banque centrale défendant son honneur de manière stupide, ou encore à des pressions extérieures et intéressées (FMI, Administration américaine, Wall Street, etc.). La marche au désastre a été d'autant plus irrésistible que *tous* les acteurs ont été pris dans le même piège. Tel est le fond de l'affaire, qui renvoie à un problème d'action collective ou de décision politique : il est certes possible d'envisager diverses solutions techniques pour sortir d'un *Board* (Sgard 1996), le problème est qu'il n'y avait pas de bon moment pour prendre la décision.

Quand la situation est bonne, ce régime n'est pas vraiment gênant et quiconque suggérerait de le relâcher serait immédiatement accusé d'affoler les marchés et de mettre en question la croissance. Mais il en va de même quand elle se détériore : plus on avance dans la crise, et plus les incitations sont fortes pour ne lâcher *à aucun prix*. Cela parce qu'au lendemain d'un décrochage, la Banque centrale n'aurait ni la crédibilité ni les instruments pour engager une gestion active de la monnaie et du change, lui permettant d'avoir prise sur les marchés. Dans un contexte de panique et d'incertitude politique maximale, on s'expose alors à une dollarisation spontanée, qui détruirait à la fois le peso, les banques et une grosse partie de l'épargne intérieure. À partir de 1999, la paralysie des responsables politiques s'explique avant tout par l'incertitude et les risques extrêmes que présentait toute sortie à chaud du *Board*. Et l'expérience a confirmé l'anticipation.

Les plans du FMI se sont donc succédé, sans reprise de la croissance et sans retour des capitaux privés, jusqu'à ce qu'on entre dans un scénario de « fin de partie » qu'on avait d'ailleurs déjà observé en Russie en 1998 : l'air vibre d'une panique imminente, la situation se dégrade de jour en jour, chacun s'affaire à se prémunir de la débâcle, mais on multiplie à perte de vue les faux-semblants – ultime programme FMI, nouvelles coupes dans les dépenses sociales, raid du ministère des Finances sur les

fonds de pension, renégociation au rabais de la dette publique, subvention aux exportations[2]...

La dernière occasion raisonnable pour sortir du *Board* s'est vraisemblablement offerte après le rappel de Cavallo au ministère des Finances, lors des négociations avec le FMI de l'été 2001. Il y a fort à parier en effet que tout le monde, à commencer par le Fonds, était disposé à laisser le sauveur de l'Argentine défaire ce qu'il avait fait dix ans plus tôt. Mais celui-ci, comme le président de la Rua après son élection en 1999, a répété qu'il ne changerait rien à la règle du jeu. Résultat, on a abandonné le *Currency Board* quatre mois plus tard, quand (presque) tout le reste avait déjà lâché : l'ordre public, les autorités élues, les banques et le crédit extérieur du pays.

Fin de partie : de la crise financière à la crise monétaire

Dans cette toute dernière phase, l'élément le plus significatif est le passage d'une crise portant sur le change et la dette à une crise de nature monétaire, qui se reflétera dans la violence sociale des mois suivants et dans les coûts collectifs que supportera le pays. Jusqu'en 2000, l'enjeu principal était l'interaction entre la récession et le gonflement de la dette publique, aboutissant à un problème de solvabilité. C'est ce qui a conduit finalement, à la fin décembre 2001, à la suspension du service de la dette extérieure et à l'ouverture d'un processus de renégociation qui promet d'être complexe. Toutefois, à ce moment-là, on avait déjà atteint le point où une crise de nature financière, portant sur le bilan des agents, les stocks de dette et l'ajustement des dépenses courantes, se transformait en une crise portant sur les flux de *paiements*. On était donc passé à une dynamique de caractère plus systémique, mettant en question la monnaie. La grande originalité de la crise argentine, dans sa dynamique de court terme, est que l'ancrage du change a été lâché *après* que les paiements eurent largement été rompus, tant au plan interne qu'externe. D'habitude, c'est la menace imminente d'une telle rupture qui conduit la Banque centrale la plus déterminée, ou la plus aveuglée, à abandonner le combat.

Le premier signe de cet ultime infléchissement de la crise est apparu au mois d'août 2001. Très endettées elles aussi, les provinces et les principales villes argentines, à commencer par Buenos Aires, se sont trouvées incapables de boucler leurs fins de mois : c'est le moment où l'insolvabilité a buté sur une contrainte monétaire directe. Dans le bon vieux temps, la Banque centrale aurait pu fabriquer du cash, quitte par exemple à augmenter les réserves obligatoires qu'elle impose aux banques commerciales afin d'éviter un effet immédiat sur les prix ou sur le taux de change. Cela n'étant pas possible, ces provinces et ces villes ont commencé à émettre elles-mêmes des monnaies parallèles, avec lesquelles elles ont réglé une partie des salaires de leurs employés.

À certains égards, ces « patagons » et ces « lecops » – c'est leur nom – ressemblaient à des bons du Trésor : certains portaient un (petit) taux d'intérêt et devaient être remboursés à terme en pesos, ce qui les ancrait à la monnaie officielle. Néanmoins, il était aussi possible de régler ses impôts avec ces curieux artefacts, ou encore de payer ses achats dans de nombreuses chaînes de supermarchés ; bientôt, on a même pu les retirer dans les distributeurs automatiques de billets, en plus des pesos et des dollars. Si leur champ de validité était limité, ils présentaient donc bien les caractères d'une monnaie. C'est-à-dire un titre de dette créé par un agent public – qui de préférence ressemble à une Banque centrale – et auquel la loi confère un pouvoir libératoire sur toutes les obligations de paiements, qu'elles soient fiscales ou commerciales (*a contrario*, il est compliqué de payer au supermarché avec une obligation privée ou avec une lettre de crédit émise par un client ou un employeur). En un mot, ces collectivités locales se sont dotées d'une planche à billets « maison ». Alors que le *Board* n'autorise à créer de la monnaie qu'en contrepartie d'une réserve supplémentaire correspondante en dollars, on est revenu à la règle antérieure. Comme la haute inflation, ces monnaies parallèles, qui ont déjà pris place dans l'histoire colorée des aventures monétaires latino-américaines, étaient une manifestation de l'insolvabilité publique. Mais, de manière plus radicale, elles marquaient aussi une violation du monopole de l'émission monétaire, attribut régalien sur lequel repose *in fine* l'ordre des marchés.

La seconde étape dans la crise monétaire est intervenue en décembre 2001 et, à travers les banques privées, elle a mis en question de manière beaucoup plus radicale la régulation monétaire de l'économie. Au départ, on trouve une des contraintes principales imposées par le *Board* : limitée dans ses capacités de création monétaire, la Banque centrale ne peut pas apporter le cash nécessaire pour répondre à une demande massive de retrait des dépôts bancaires. En d'autres termes, il n'y a pas de prêteur en dernier ressort. Cela crée une situation très instable : la crise est d'autant plus probable que chacun sait que les banques seront rapidement illiquides en cas de ruée des déposants (*corrida*, en espagnol). Face à une incertitude ponctuelle, il est donc d'autant plus urgent d'arriver le premier aux guichets.

C'est ce qui est arrivé à partir de l'automne 2001. Une partie croissante de la population a commencé à céder à la panique, anticipant à la fois sur le comportement des autres déposants, sur les pertes des banques dues à la récession et, enfin, sur une dévaluation de plus en plus probable qui impliquerait des pertes massives sur toute l'épargne en pesos. Pour répondre à une telle menace sans lever la règle d'émission monétaire, il n'est bientôt resté qu'une solution : le rationnement, c'est-à-dire la libération contingentée des dépôts, qui ont donc été partiellement gelés. En décembre, face au risque immédiat d'une crise généralisée des banques, les autorités ont ainsi décidé de limiter à 1 000 pesos par mois les possibilités de retrait. Puis, au début de janvier, on a bloqué une partie des dépôts en dollars, à

nouveau pour éviter un drainage du système bancaire qui aurait entraîné son effondrement. De la sorte, c'était le système de paiements et les règles d'usage de la monnaie qui étaient mis en question.

Les conséquences ont été beaucoup plus spectaculaires que dans le cas des émissions de patagons. La plus frappante a été évidemment la révolte d'une partie de la population qui a perdu l'accès à ses dépôts. Les expériences passées de destruction massive de l'épargne restant très présentes dans les esprits, cela a suffi pour faire tomber deux présidents de la République en deux semaines. Très vite, on a vu aussi se développer toutes les conséquences habituelles d'une perturbation forte du système de paiements : la capacité des entreprises et des ménages à régler leurs dettes a été atteinte et des chaînes de non-paiement se sont progressivement étendues. A peut théoriquement régler sa dette envers B, mais il doit pour cela recevoir un règlement de C, dont les fonds sont bloqués par sa banque ; donc B n'est pas payé non plus, et il ne peut régler ses propres créanciers, etc. C'est la définition d'une crise de liquidité qui, parce qu'elle frappe les transactions entre entreprises, peut rapidement entraîner une chute de l'activité : c'est ce qui s'est passé à partir de la fin décembre, même les exportations ayant du mal à se poursuivre, en raison du blocage des banques.

Quelles sorties de crise ?

La situation est donc devenue intenable. L'accès aux dépôts bancaires se bloquait progressivement, le pays était en défaut de paiement extérieur, l'anticipation d'un décrochage du change devenait irrésistible et la population se sentait tout près d'être encore une fois spoliée de son épargne. Il était clair que si on relâchait les restrictions sur les dépôts, tout le monde se précipiterait : d'abord pour retirer ses avoirs des banques, ensuite pour changer sa partie libellée en pesos contre des dollars cash. La crise s'entretiendrait alors d'elle-même, par une interaction directe entre la destruction des banques et la chute du change. En effet, dès lors qu'on dévalue de 40 ou de 70 %, les dettes en dollars se réévaluent arithmétiquement : virtuellement, les épargnants deviennent d'autant plus riches, et les agents endettés d'autant plus pauvres. Le problème est qu'une telle redistribution de richesse est économiquement et socialement impossible, ce qui met les banques au premier plan, puisqu'elles sont les intermédiaires entre les épargnants et les endettés. Et l'anticipation de cet effondrement des banques ne peut que précipiter la ruée des déposants, puis la sortie en masse vers le dollar. Par un retour de sa tragique histoire monétaire, ce pays s'est donc retrouvé, à la fin de 2001, dans la situation connue dix ans plus tôt, à la fin de l'hyperinflation : c'est-à-dire dans la perspective d'une destruction complète de la monnaie nationale et d'une dollarisation spontanée de l'économie. En quelques semaines, la valeur du peso pouvait tomber à un ou deux *cents* américains.

Dans quelle voie le président Duhalde s'est-il engagé après son arrivée au pouvoir, au début de janvier 2002 ? La recherche d'une sortie de crise s'est faite en deux temps. Après la dévaluation du 11 janvier et pendant une à deux semaines, l'enjeu central était les conditions sous lesquelles le taux de change pourrait se stabiliser à un niveau raisonnable. Le gouvernement cherchait à passer dans un étroit interstice entre deux contraintes écrasantes : d'un côté la pression de la population, à qui on promettait un déblocage prochain du contrôle sur les banques ; et de l'autre le risque que tout relâchement des contrôles sur la liquidité interne entraîne une ruée sur les banques et sur le peso. C'était comme dans *Le salaire de la peur* : un énorme poids-lourd, surchargé de liquidité hautement inflammable, tentait de descendre très lentement une longue pente raide, avec des freins qui lâchaient progressivement.

La réponse principale a été l'amorce de la « pesification » des bilans bancaires, c'est-à-dire leur conversion de dollars en pesos. L'objectif était d'abord d'atténuer l'effet redistributif de la dévaluation et donc de réduire les tensions financières exercées sur les banques. Puis il est apparu, peut-être avec un léger retard, que l'enjeu stratégique était en fait plus large : derrière la question de la survie du peso sur un marché de change libre, se posait celle de la viabilité d'un régime bimonétaire dans un régime de change flottant. Peut-on avoir, à l'intérieur d'un même pays, deux monnaies dotées du même statut, et mises directement en concurrence ? Telle était la question de fond posée, dès lors que le lien institutionnel entre le peso et le dollar était suspendu.

Depuis 1991, on n'avait pas affaire, en effet, à une dollarisation rampante et informelle, comme dans la majorité des économies en développement (Cohen 1998). Lors des crises en Israël, en Pologne, en Russie ou en Indonésie, le dollar n'a jamais été en situation de se substituer *entièrement* à la monnaie nationale. En Argentine, en revanche, le bimonétarisme était complètement institutionnalisé : non seulement les deux monnaies servaient à libeller une grande partie de l'épargne et des dettes, mais elles étaient aussi des unités de paiement largement utilisées, donnant lieu à une circulation fiduciaire importante, en cash ; même les transactions interbancaires, dans le système de paiements de gros, se réalisaient en dollars. C'est parce que le bimonétarisme prévoyait explicitement leur substituabilité que la population pouvait décider d'abandonner l'une des monnaies, dès lors qu'elle anticiperait son effondrement. Mis en concurrence ouverte, le peso pouvait donc se volatiliser au premier frémissement, au lieu de suivre un scénario classique de crise de change, avec un surajustement suivi d'une stabilisation progressive, comme l'a fait par exemple le Brésil en 1999.

L'alternative n'en devenait que plus tranchante. Soit le gouvernement considérait que le combat pour le peso était perdu et il dollarisait l'économie, évitant une partie des coûts d'ajustement. Soit il tournait le dos à la dollarisation et il était confronté à un défi extraordinaire : il lui fallait tenter de reconstruire le peso

comme seule monnaie nationale, ce qui supposait de lui rendre le monopole sur les fonctions monétaires qu'il avait partagé de fait et de droit avec le dollar pendant au moins dix ans. C'est cette seconde voie qui a été progressivement adoptée. Alors qu'on avait promis initialement un déblocage rapide des dépôts, on a commencé dans les derniers jours de janvier à les renforcer et à les préciser afin de les inscrire dans la durée. L'objectif de la « pesification » s'est donc modifié rapidement quand il est apparu que préserver une forme de bimonétarisme, c'est-à-dire un choix privé entre les deux unités de change, était une voie dangereuse, sinon impraticable. Alors que la conversion des dépôts était initialement optionnelle, elle s'est généralisée et, surtout, elle est devenue obligatoire : la substituabilité des monnaies ne relevait plus du choix individuel mais d'une décision de l'État, se traduisant par une intervention massive dans les contrats privés. On réaffirmait par là que le choix de l'unité de compte est un acte de souveraineté et non l'objet d'un arbitrage privé, comme lorsqu'on choisit entre un taux d'intérêt fixe et un taux variable. Mais, comme le risque inflationniste était massif et menaçait de priver de toute viabilité cette stratégie, on a aussi décidé l'indexation complète des dépôts sur l'indice de prix intérieur. Ainsi, on annonçait à la population que son pouvoir d'achat en dollars serait certes atteint par la dévaluation, mais qu'il serait protégé en monnaie locale.

Logiquement, la mesure a été étendue des contrats financiers (crédits et dépôts) aux contrats commerciaux, aux prix et aux salaires, dont on a interdit la fixation en toute autre unité que le peso. Face au glissement du taux de change, il fallait que l'ensemble des transactions financières et commerciales reste ancré sur l'unité de compte nationale, au lieu de finir de se transférer sur le dollar. Ou, en d'autres termes : la monnaie nationale devait être de nouveau largement utilisée pour qu'elle redevienne un bien public précieux, qui résiste à la crise et contribue à l'ajustement extérieur et à la reprise de l'économie. Si, par exemple, les salaires n'étaient plus fixés en pesos, dévaluer n'améliorerait pas la compétitivité commerciale ; et si l'intermédiation restait surtout en dollars, tous les effets positifs de la dévaluation seraient annihilés.

Le problème était de savoir si, une fois mis devant le fait accompli, les agents valideraient ce rapatriement administratif des fonctions monétaires sur le seul peso. Ou bien imposeraient-ils néanmoins le dollar, dans un choix rationnel à court terme et au plan individuel, mais qui serait sans doute irrationnel, collectivement et à long terme ?

L'extrême fragilité du dispositif explique que la réouverture des transactions, au plan intérieur comme sur le marché de change, devait se faire de manière très précautionneuse : les autorités chercheraient à desserrer les robinets de la liquidité monétaire le plus doucement possible – quitte à tout refermer au premier signe de fuite vers le dollar. Dans le meilleur des cas, cela aboutirait au rétablissement complet des paiements extérieurs sur les échanges réels (compte courant), conjointement à l'établissement d'un contrôle des changes cohérent sur les mou-

vements de capitaux, sans doute pour plusieurs années : si elle survit, cette monnaie restera longtemps bien trop faible pour affronter la haute mer des marchés internationaux. Beaucoup plus que la libération des mouvements de capitaux à court terme, la priorité est de rétablir au plus vite le fonctionnement régulier du marché de change et des paiements internes.

Dans le pire des cas, en revanche, on verrait une destruction du peso *après* la « pesification » des bilans financiers, ce qui impliquerait une destruction de tous les avoirs non protégés en pesos. Ici la victime principale serait plutôt la population qui n'a pas accès au système bancaire (environ 60 %), dont l'épargne est certes thésaurisée en dollars, mais qui serait atteinte plus directement par ses encaisses de transaction. Au total, le choc social serait massivement amplifié et la trajectoire future de l'économie excessivement confuse. On pourrait ainsi envisager le cas inédit où les deux monnaies connaîtraient simultanément deux crises opposées : la dévaluation brutale du peso prendrait la forme d'une hyperinflation, impliquant une contraction massive de la masse monétaire, si bien que l'économie « redollarisée » serait plongée dans une déflation profonde. Les prix exploseraient en pesos, tout en se contractant en dollars : on ne pourrait compter que sur le surplus du compte courant ou sur l'aide extérieure pour apporter les dollars nécessaires à la remonétisation du pays. Dans cet environnement économique et monétaire largement détruit, on pourrait voir réapparaître alors des monnaies parallèles et fragmentées, comparables aux patagons mais qui, à portée de vue, ne seraient aucunement à même de fonder un nouveau régime monétaire cohérent.

Enfin, entre le succès de la « pesification » et la dollarisation à chaud, l'économie pourrait aussi être conduite vers un état intermédiaire, lui aussi très chaotique : d'un côté, on tenterait de maintenir le cap d'une réouverture des marchés, de l'autre, on courrait d'une urgence à la suivante pour colmater les fuites et éviter le dérapage fatal. La dollarisation s'imposerait sans doute *in fine* mais, avant cela, les contrats financiers seraient durablement suspendus, le circuit monétaire fractionné et les agents pris dans des chaînes de non-paiement de plus en plus larges. N'ayant ni adopté d'emblée le dollar, ni reconstruit un régime monétaire propre, l'économie resterait dans un entre-deux inédit, d'autant plus dangereux qu'il se prolongerait, rappelant alors la Russie des années 1990. Non seulement toute reprise de la croissance serait impossible, mais le rétablissement de la discipline financière et du marché du crédit deviendrait de plus en plus difficile. Comme dans le cas précédent, la crise de 2002 prendrait la suite de celle des années 1930 et 1980. ■

(Achevé de rédiger le 4 mars 2002)

Jérôme Sgard est chercheur au CEPII (Centre d'études prospectives et d'informations internationales) et professeur associé à l'Université Paris-Dauphine. E-mail : **sgard@cepii.fr**

1. Sur l'expérience des années 1980, voir notamment Machinea et Fanelli 1988, Giorgio 1989, Canavese 1992, Cavallo et Cottani 1997.
2. Voir FMI 2001 pour un bon exemple de cette pathologie, et CDC-IXIS 2001 pour une analyse détaillée de la dernière phase.

Bibliographie

CANAVESE (A.), 1992. « Hyperinflation and convertibility-based stabilization in Argentina », dans A. ZINI (ed.), *The Market and the State in Economic Development in the 1990's*, Amsterdam, Elsevier.

CAVALLO (D.), COTTANI (J.), 1997. « Argentina's convertibility plan and the IMF », *American Economic Review* 87 (2), pp. 17-22.

CDC IXIS, 2001. *Zones émergentes*, 11, décembre.

COHEN (B.), 1998. *The Geography of Money*, Ithaca, Cornell University Press.

FMI, 2001. « IMF loan agreement good for Argentina », A Letter to the Editor, *Los Angeles Times*, 15 septembre (**http://www.imf.org/external/np/vc/2001/091501.htm**) (texte signé par Th. DAWSON).

GIORGIO (L.A.), 1989. « Crisis financiera, Reestructuración bancaria y hiperinflación en Argentina », Buenos Aires, Banco central de la República de Argentina, miméo.

MACHINEA (J.L.), FANELLI (J.M.), 1988. « Stopping hyperinflation : The case of the Austral Plan in Argentina, 1985-1987 », dans M. BRUNO, G. DI TELLA, R. DORNBUSCH et S. FISCHER (eds.), *Inflation Stabilization : The Experience of Israel, Argentina, Bolivia and Mexico*, Cambridge (Mass.), The MIT Press, pp. 111-152.

PALERMO (V.), 2001. « Racionalidad política y gestión económica de gobiernos representativos en Argentina y Brasil : los planes de Convertibilidad y Real », *Ciclos* XI (21), premier semestre, pp. 35-83.

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 », Stern School of Business, New York University, 2 décembre.

SGARD (J.), 1998a. « Inflation, stabilisation et prix relatifs. L'expérience de l'Argentine et du Brésil dans les années 1990 », *Revue Economique*, 1, janvier.

SGARD (J.), 1996. « L'économie argentine après cinq années de *Currency Board* », rapport pour le Centre d'analyse et de prévision, Paris, ministère des Affaires étrangères, octobre.