

DOMINGO F. CAVALLO <sup>1</sup>

# LA QUALITÉ DE LA MONNAIE

*Domingo F. Cavallo a été fait Docteur Honoris Causa de l'Université Paris I Panthéon Sorbonne, le 18 mars 1999; ce texte reprend l'allocution qu'il a prononcée à cette occasion à la Sorbonne.*

## La quantité de monnaie

« La monnaie, c'est capital », mais « l'aspect véritablement capital est la *quantité* de cette monnaie. » Ces deux expressions, qui trouvent leur origine dans la littérature monétariste universitaire, ont fait florès au début des années soixante-dix <sup>2</sup>.

L'inflation endémique, qui a été le lot des économies latino-américaines pendant des dizaines d'années avant de toucher les Etats-Unis et la plupart des pays industrialisés vers la fin des années soixante et tout au long des années soixante-dix, a ainsi été expliquée par une augmentation persistante de la quantité de monnaie en circulation. Et si certains pays, l'Allemagne et la Suisse, notamment, ont pu conserver des taux d'inflation modestes, c'est, dans cette optique, grâce à une meilleure maîtrise de la croissance de leur masse monétaire.

Au cours des années quatre-vingt en Amérique du Nord, en Europe, en Asie de l'Est et en Océanie, puis à partir du début des années quatre-vingt-dix en Amérique latine, on a constaté une baisse généralisée des taux d'inflation, phénomène que les analystes monétaristes ont attribué à un ralentissement de la croissance de la masse monétaire. Les crises monétaires qu'ont connues l'Europe en 1992, le Mexique en 1995, l'Asie du Sud-Est en 1997, la Russie en 1998 et le Brésil en 1999 sont pour leur part imputées à des politiques macroéconomiques

1. DOMINGO F. CAVALLO, actuellement député au parlement argentin, a été ministre des Finances de 1991 à 1996; e-mail : cavallo@is.com.ar.

2. Friedman (1968, 1969, 1970, 1971, 1972) et Allais (1962, 1969, 1970, 1972).

trop expansionnistes, tant sur le plan monétaire que budgétaire, dans le cadre de régimes de change trop rigides<sup>3</sup>.

Pour ceux qui adhèrent à cette théorie moderne de la quantité de monnaie, et qui interprètent de la sorte l'inflation et la stabilisation, la recette des mécanismes monétaires internationaux est fort simple : d'une part, chaque pays devrait confier sa monnaie à une banque centrale indépendante, de manière à garantir la stabilité du niveau général des prix ; d'autre part, la valeur de cette monnaie devrait être déterminée par un régime de change flottant. Dans un tel cadre, il n'y aurait ni à coordonner les politiques monétaires, ni à limiter les flux de capitaux. La stabilité des prix serait garantie dans chaque économie nationale, ainsi qu'à l'échelle mondiale. Enfin, les crises monétaires n'existeraient pas.

## Les politiques de stabilisation

L'examen des résultats obtenus par les politiques nationales de stabilisation à la fin des années quatre-vingt-dix montre que la stabilité des prix est aujourd'hui une réalité aux Etats-Unis, en Allemagne, ainsi que dans la plupart des pays d'Europe occidentale. Sur le continent américain, il en va de même pour le Canada, le Panama et l'Argentine. En Asie, c'est également le cas à Singapour, Hong Kong et Taïwan, auxquels il faut ajouter l'Australie et la Nouvelle-Zélande.

Dans le reste des économies (au-dessus d'une certaine taille et en exceptant le Japon), le taux d'inflation annuel reste supérieur à 3 %. Certains pays, le Chili, Israël, la Colombie et la Bolivie, par exemple, sont certes parvenus à poursuivre leur politique de stabilisation sans à-coup majeur depuis le milieu des années quatre-vingt. Il en va de même pour le Pérou, la Pologne et la Hongrie depuis le début des années quatre-vingt-dix. Pourtant, dans aucun de ces cas il n'a été possible de faire naître un climat de stabilité permanente du niveau général des prix. Le problème de l'inflation y demeure donc sans solution.

Après avoir rencontré pendant quelques années un certain succès dans leur lutte contre l'inflation, d'autres pays ont quant à eux souffert de crises monétaires ou financières, qui ont relancé le phénomène. Cette catégorie comprend le Mexique, la Thaïlande, les Philippines, la Malaisie, la Corée, l'Indonésie, la République tchèque, la Russie et le Brésil. Il faut enfin mentionner un groupe d'économies émergentes, avec notamment la Turquie, le Venezuela et l'Equateur, qui ne sont pas encore parvenues à mettre en place des plans de stabilisation durables. À l'autre extrême, on trouve l'exception à la règle : le Japon, qui traverse un épisode déflationniste d'une ampleur que l'on n'avait pas vue depuis les années trente.

Au vu de ces expériences observées sur les deux dernières décennies, une question vient naturellement à l'esprit : pourquoi tant de diversité ? La réponse des monétaristes est on ne peut plus simple : « Les pays qui ont persévéré dans la maîtrise quantitative de leur monnaie sont parvenus à la stabilité des prix. Les

3. FMI (1996).

autres ont échoué. » Je ne suis pas de cet avis : pour moi, ce qui distingue ces deux groupes est une caractéristique institutionnelle. Les pays qui ont réussi sont ceux qui sont parvenus à établir une monnaie de qualité, c'est-à-dire qui soit capable de faire disparaître les anticipations inflationnistes à long terme et qui permette à l'économie nationale de maintenir des relations commerciales et financières actives avec le reste de l'économie mondiale. Les pays du second groupe ont fondé leur politique de stabilisation sur la maîtrise de monnaies de moindre qualité, c'est-à-dire véhiculant encore une part d'anticipations inflationnistes à long terme, et dont les fluctuations ont affecté les relations financières et commerciales avec le reste du monde. Quant au Japon, sa monnaie ne véhicule aucune anticipation inflationniste, mais elle fluctue considérablement par rapport aux autres unités de compte asiatiques, qui restent dans leur grande majorité liées au dollar. Ces fluctuations ne contribuent guère à l'efficacité du système industriel et commercial structuré autour de l'économie japonaise.

Mon expérience de l'action publique en Argentine m'a convaincu qu'à l'échelon national comme dans l'économie mondiale, la stabilité des prix ne découle pas tant de la *quantité* que de la *qualité* de la monnaie. Et cet accent sur la *qualité* conduit à un ensemble de propositions assez dérangelantes sur l'organisation du système monétaire international.

## Vers une théorie monétaire plus complète

La théorie monétaire des années soixante-dix – qui est encore enseignée à l'université – ne s'attache guère aux aspects institutionnels de la monnaie. Elle ne tient pas la *qualité* de la monnaie pour une question importante. Cette théorie repose sur le principe que toute économie possède une monnaie, avec une banque centrale pour l'émettre et la gérer. Les principaux domaines abordés sont alors la gestion par cette banque centrale de la politique monétaire nationale, la quantité de monnaie en circulation, le niveau des taux d'intérêt et la politique de change. Or, le point de départ de ce raisonnement n'est pas tout à fait exact. Mon expérience m'amène en effet à conclure que la théorie monétaire devrait commencer par un débat sur la manière dont une économie peut instituer une monnaie de qualité. Ce débat doit précéder celui sur la politique monétaire. En fait, on peut même affirmer que pour parvenir à une monnaie de qualité, l'économie doit bien souvent renoncer (au moins pour un temps) à la possibilité de conduire une politique monétaire.

C'est précisément en se penchant sur la monnaie en tant qu'institution, plutôt que sur la politique monétaire, que l'on trouvera des réponses à la plupart des problèmes d'instabilité économique qui assaillent le monde d'aujourd'hui.

## La monnaie en tant qu'institution

La monnaie est une institution économique essentielle, tant pour le fonctionnement de l'économie de marché que pour les finances publiques. Le prix des

biens et services est exprimé par la monnaie. Les budgets des administrations publiques sont approuvés et gérés en termes monétaires. La majorité des droits de propriété des individus sont définis et trouvent leur traduction concrète sous forme monétaire.

Lorsqu'une monnaie perd de sa valeur, c'est-à-dire lorsque le niveau des prix augmente, l'économie de marché fonctionne moins bien. Les acheteurs et vendeurs de biens et services ont alors plus de difficulté à distinguer entre les variations de prix relatifs et absolus. En d'autres termes, l'absence de stabilité dans une monnaie altère le contenu informationnel des prix et rend le système des prix moins efficace dans son rôle d'affectation des ressources. Dans les pays souffrant d'inflation, la formulation et l'exécution des budgets publics, et en particulier la collecte de l'impôt, sont ainsi condamnées à une incertitude et à une complexité croissantes. Par ailleurs, les changements erratiques de valeur d'une monnaie débouchent sur une violation arbitraire des droits de propriété définis sous forme monétaire.

En bref, une monnaie qui ne parvient pas à conserver une valeur constante détériore le fonctionnement des deux mécanismes essentiels de la coordination économique dans les pays modernes – le marché et le budget –, avec à la clef une plus grande incertitude sur le plan des droits de propriété. La qualité d'une monnaie réside, d'une part, dans son aptitude à sauvegarder durablement la stabilité des prix et, d'autre part, dans la confiance que cette monnaie suscite chez les agents économiques, qui l'utiliseront alors pour leurs transactions commerciales et financières. Le meilleur indicateur de qualité d'une monnaie est le taux d'intérêt à long terme. Plus celui-ci est proche du taux de croissance de l'économie, plus la qualité de la monnaie est grande. La raison en est simple : la disparition des anticipations inflationnistes ou déflationnistes se reflète dans le niveau des taux d'intérêt, avec pour effet de garantir l'équilibre à long terme de l'économie dans un contexte de stabilité des prix. Le degré d'utilisation d'une monnaie dans les transactions réalisées hors de ses frontières constitue un autre indicateur de qualité.

La qualité d'une monnaie se dégrade lorsque l'Etat en abuse pour financer son déficit budgétaire ou pour accroître la compétitivité extérieure de son économie. Si, au lieu de s'en tenir à une règle quantitative, comme celle proposée par les monétaristes, et qui laisse au seul marché la tâche de déterminer les taux d'intérêt et de change, le gouvernement décide d'user de la politique monétaire pour influencer sur les taux d'intérêt ou la compétitivité extérieure du pays, les agents économiques ne tardent pas à anticiper une augmentation de l'inflation.

Ils se rendent compte que, pour pouvoir générer des transferts réels en direction des agents endettés et des producteurs de biens marchands, l'Etat doit impérativement parvenir à collecter une taxe inflationniste. Paradoxalement, les taux d'intérêt à long terme finissent par augmenter du fait de l'incertitude croissante entachant les droits de propriété définis en termes monétaires : c'est ce qu'on appelle communément le risque de change. À moyen et long terme, les agents endettés et les producteurs de biens marchands – en tout cas ceux qui font un usage intensif du capital – voient alors leur situation relative se dégrader.

Une politique monétaire menée de manière discrétionnaire se traduit par des évolutions divergentes des taux d'intérêt à court et long terme, ainsi que par des fluctuations de la compétitivité extérieure. Une économie dans cette situation ne possède plus une monnaie de qualité. Lorsqu'on en arrive à cette conclusion, la préoccupation fondamentale devient : comment rétablir la crédibilité de cette monnaie ? Les monétaristes n'en démordent pas : pour eux, il faut renoncer aux mesures discrétionnaires et adopter des principes quantitatifs de manière permanente. Là encore, je n'arrive pas à la même conclusion : les décideurs doivent, à mon sens, tirer parti de l'existence de devises de meilleure qualité pour ramener la confiance dans leur monnaie nationale. En fait, ces deux approches aboutissent normalement aux mêmes résultats, mais avec des conséquences différentes pendant la période où la crédibilité est limitée.

Une fois la qualité retrouvée, l'ordonnance monétariste retrouvera sa pertinence et une politique monétaire indépendante redeviendra possible. Dans l'intervalle, pour rétablir la qualité de sa monnaie, l'Etat devra renoncer pour un temps à cette indépendance et faire siennes toutes les décisions adoptées par le pays de sa monnaie de référence.

## Conseils monétaires et banques centrales

Un conseil monétaire (ou *currency board*) est une institution monétaire dont la mission est de permettre la convertibilité de la monnaie nationale par rapport à une devise de qualité supérieure, considérée comme la monnaie de référence ou d'ancrage<sup>4</sup>. Instituer un conseil monétaire, c'est renoncer *de facto* à une politique monétaire indépendante. À l'inverse, une banque centrale est une institution qui crée et gère une monnaie fiduciaire, et qui a la capacité de mettre en œuvre une politique monétaire indépendante.

On peut parler de processus sain d'organisation monétaire d'une économie ouverte lorsqu'un conseil monétaire se transforme avec succès en banque centrale. Cela ne peut se produire que lorsque la monnaie convertible s'apprécie par rapport à sa devise d'ancrage. Si, toutefois, cette appréciation provient d'une baisse de qualité de cette devise d'ancrage, on maintient en général le conseil monétaire, avant de changer de devise de référence. Mais si cette appréciation résulte d'une croissance de la productivité plus forte dans l'économie nationale que dans celle de la devise de référence, le pan réel de l'économie pèsera en faveur d'une appréciation de la monnaie nationale. À ce stade, cette monnaie sera en toute logique habilitée à flotter, et le conseil monétaire se transformera en une banque centrale, prête à mener une politique monétaire indépendante.

La livre sterling et le dollar des Etats-Unis ont été convertibles en or à partir de 1821 et 1879, respectivement. En pratique, la Banque d'Angleterre a fonctionné comme un conseil monétaire jusqu'à l'abandon de la convertibilité, en 1913. En revanche, le régime de parité fixe entre le dollar et l'or a survécu à la

4. NDT : dans ce texte, l'idée de convertibilité sous-entend toujours l'existence d'une parité fixe avec la devise à laquelle est arrimée la monnaie locale.

première guerre mondiale, et n'a pris fin qu'en 1933, pendant la Grande Dépression. Au Royaume-Uni, l'utilisation de la livre sterling comme fondement d'une politique monétaire active a été suivie de crises monétaires graves et répétées, qui lui ont coûté son rôle de monnaie de réserve. Aux États-Unis, en revanche, c'est précisément l'accumulation d'or par la Réserve fédérale qui a conduit le dollar à devenir la monnaie pivot du système monétaire créé à Bretton Woods, à l'issue de la seconde guerre mondiale. La livre comme le dollar sont donc passés par deux stades : conseil monétaire, puis banque centrale. Lors du second stade, la monnaie américaine a moins souffert des crises monétaires que la devise britannique, et a donc vu s'accroître son rôle de monnaie de réserve <sup>5</sup>.

Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, l'histoire du yen et du deutsche mark peut également être envisagée à travers le prisme de cet enchaînement institutionnel. En vertu des accords de Bretton Woods, toutes les monnaies nationales, y compris la japonaise et l'allemande, avaient une valeur déterminée en dollars, mais susceptible d'être « ajustée » en cas de « déséquilibre fondamental » de la balance des paiements. En pratique, les Allemands comme les Japonais se sont abstenus de dévaluer leur monnaie, préférant progresser vers la convertibilité de leur compte courant. De ce fait, aux derniers jours du système de Bretton Woods, leurs monnaies étaient presque entièrement convertibles en dollars à une parité fixe, et leurs autorités monétaires respectives étaient assimilables à des conseils monétaires.

Pendant plus de vingt ans, les deux pays concernés ont enregistré des gains de productivité supérieurs à ceux de l'économie américaine. De ce fait, lorsque le dollar s'est affaibli sous l'effet des politiques expansionnistes des années soixante, ils ont pu renoncer à leur ancrage au dollar. Le yen et le deutsche mark ont alors flotté, avec une nette tendance à l'appréciation. Dès lors, la Banque du Japon et la Bundesbank ont commencé de fonctionner comme des banques centrales, pleinement responsables de leur politique monétaire <sup>6</sup>.

Singapour et la Malaisie offrent les exemples les plus frappants de passage institutionnel d'un conseil monétaire à une banque centrale. Le conseil monétaire de la Fédération de Malaisie cessa d'exister en juin 1967, suite à la rupture entre Singapour et la Malaisie. Singapour établit alors son propre conseil monétaire, avec la livre sterling comme monnaie de réserve. En Malaisie, un rôle analogue fut dévolu à la *Malaysian Negara Bank*. Pendant cette période, les monnaies des deux pays furent totalement interchangeables. En 1972, après le flottement de la livre, la Malaisie et Singapour arrimèrent leurs monnaies respectives au dollar, dans l'espoir de préserver la parité entre elles et d'éviter de suivre la livre sur la voie de la dépréciation.

En 1973, c'est le dollar qui commença de perdre de sa valeur. Le ringgit et le dollar de Singapour lui emboîtèrent le pas, accélérant le processus « d'inflation importée ». Les gouvernements de Singapour et de Malaisie laissèrent alors leur monnaie flotter, ce qui conduisit rapidement à leur appréciation. C'est la solidité de ces deux économies qui leur permit de sortir avec succès de ce système <sup>7</sup>.

5. Eichengreen (1996).

6. McKinnon (1996).

7. Bercuson (1986).

## Taux de change fixes et conseils monétaires

Les économies émergentes choisissent souvent d'arrimer leur monnaie à une devise de référence, sans toujours assurer une convertibilité totale. Or, cette situation n'est pas idéale sur le plan institutionnel. En effet, elle ne garantit pas totalement aux utilisateurs de la monnaie en question qu'ils pourront en toutes circonstances acquérir la devise de référence au cours fixé *a priori*. Les limitations apportées à la convertibilité et aux mouvements de capitaux entraînent généralement l'émergence d'un marché parallèle, sur lequel les monnaies s'échangent à un cours différent de celui fixé officiellement.

Dans un tel système, les banques centrales estiment souvent disposer d'une certaine indépendance dans leur politique monétaire. Et de fait, les limitations des mouvements de capitaux permettent un écart considérable entre les taux d'intérêt portant sur les transactions libellées en monnaie nationale ou en devises. À court terme, les fluctuations du taux de croissance du crédit sur le marché intérieur autorisent en outre des variations du taux d'intérêt sur ce même marché, même lorsque le taux de change est fixe<sup>8</sup>.

Tôt ou tard, néanmoins, les contraintes pesant sur les marchés financiers et sur la convertibilité de la monnaie finissent par s'atténuer (parce que les agents économiques trouvent des moyens plus efficaces d'y échapper ou parce que les autorités décident d'y renoncer). À ce moment-là, toute tentative par une banque centrale pour défendre sa parité avec la devise de référence se traduit par un resserrement de la politique monétaire, et donc par un relèvement des taux d'intérêt sur le marché intérieur, ce qui reflète des anticipations inflationnistes et la quasi-certitude d'une dévaluation à venir. Ce mécanisme montre qu'en se contentant de fixer le taux de change d'une monnaie sans assurer sa pleine convertibilité, on n'avance guère sur la voie de la qualité.

Placer la monnaie sous un régime de conseil monétaire ne produit pas le même effet. Dans un tel système, en effet, l'économie a la possibilité de fonctionner avec deux monnaies : celle du pays concerné et la devise de référence. Dans un tel dispositif institutionnel, le différentiel de taux d'intérêt tend à disparaître en même temps que la possibilité de conduire une politique monétaire indépendante. En l'absence de politique monétaire, les agents économiques nationaux cessent alors de s'attendre à un taux d'inflation différent de celui concernant la devise de référence.

En somme, ce n'est pas le taux de change, mais la convertibilité de la monnaie locale et le caractère bimonétaire de l'économie qui permettent de rétablir la qualité de la monnaie nationale. Un régime de conseil monétaire bien géré ne prend pas fin sous l'effet d'une crise monétaire, mais suite à l'appréciation de la monnaie nationale, après un flottement réussi. C'est ici que les deux dispositifs envisagés contrastent radicalement.

En effet, à la différence des conseils monétaires (c'est-à-dire du bimonétarisme), se contenter de fixer le taux de change tout en préservant l'aptitude de la banque centrale à conduire une politique monétaire indépendante débouche pratiquement toujours sur une crise monétaire.

## Le prêteur en dernier ressort

Si les autorités nationales préfèrent sauter le stade du conseil monétaire pour passer directement à celui de la banque centrale, même lorsqu'elles souhaitent maintenir un taux de change fixe, c'est principalement parce qu'elles jugent essentiel de pouvoir agir en tant que prêteur en dernier ressort en cas de crise financière. Pourtant, si la monnaie nationale est de mauvaise qualité, lorsqu'une crise bancaire se déclenche, ce n'est pas cette monnaie-là qui sera recherchée mais plutôt l'or, ou une devise qui sera gage de sécurité. Dans un tel cas, la banque centrale ne peut plus servir de prêteur en dernier ressort puisqu'elle ne peut émettre que de la monnaie nationale. Poursuivre sur cette voie ne conduit pas à la maîtrise de la crise financière, mais au contraire à la fuite des capitaux et à la dégradation de la situation monétaire. C'est précisément cet aspect qui vient enrichir l'interprétation traditionnelle de la Grande Dépression.

Au moment de la crise de 1929, des pays tels que l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, l'Autriche, la Hongrie, l'Allemagne et même le Royaume-Uni ont tenté de renflouer leurs banques commerciales par des interventions de la banque centrale. Or, les agents économiques étaient demandeurs d'or ou de devises fortes. Les autorités nationales ont donc eu le choix entre un strict contrôle des changes ou une ample dévaluation de leur monnaie, ce qui a profondément perturbé le système international des échanges. L'histoire aurait été différente si la Réserve fédérale américaine, seule banque centrale à même de battre monnaie sans risquer de perdre toutes ses réserves d'or, avait promptement apporté des liquidités à l'économie mondiale. Hélas, il a fallu attendre 1933 pour que celle-ci revienne sur son erreur déflationniste de 1929. Lorsque l'institut d'émission américain entreprit finalement d'injecter des liquidités, les pays touchés étaient profondément en crise et le monde avait déjà sombré dans la dépression<sup>9</sup>.

L'émission de monnaie de qualité constitue donc le seul remède à un déficit de liquidité. Les banques centrales qui tentent de faire de même alors que leur monnaie nationale est de mauvaise qualité ne peuvent qu'aggraver la crise.



## Quid des monnaies communes ? <sup>10</sup>

La stratégie européenne pour mettre en place une monnaie de qualité a consisté à créer une unité de compte commune, après une période de parités proches de la fixité entre monnaies nationales. En pratique, le système monétaire européen (SME) fut créé en 1979, en vue de rattacher les monnaies d'Europe à celle qui était parvenue, à cette époque, à inspirer la plus grande confiance : le deutsche mark. Si le SME n'a pas échappé aux crises monétaires, c'est faute d'avoir complété ce régime de parités fixes par un système de conseils monétaires. Au contraire, certains instituts d'émission nationaux persistent à conduire leur politique monétaire indépendamment de la Bundesbank. De ce fait, les taux d'intérêt ne convergèrent pas avant 1992, ce qui reflète des anticipations de dévaluation qui finirent par se matérialiser en juillet de cette année-là.

En décembre 1991, le traité de Maastricht décidait de la création de l'euro et précisait un ensemble de critères macroéconomiques conditionnant l'accession des Etats membres à cette monnaie commune. Désireux d'entrer dans l'Euroland au plus vite, onze de ces Etats réorientèrent leur politique monétaire et budgétaire en fonction de ces critères. Aujourd'hui, l'euro est une réalité et les taux d'intérêt des pays l'ayant adopté sont les mêmes que ceux prévalant en Allemagne. Les bienfaits découlant du remplacement de monnaies nationales faibles par une monnaie commune de meilleure qualité sont particulièrement frappants pour des pays tels que l'Espagne ou l'Italie. Quatre ans à peine avant l'euro, l'un comme l'autre connaissaient des taux d'intérêt deux fois plus élevés que les taux allemands. Dans le cas italien, la monnaie commune a permis de réduire les dépenses publiques grâce à une baisse des charges financières représentant quelque 4 % du revenu national.

## Conseils monétaires et monnaie commune

Les expériences récentes de l'Europe et de l'Argentine nous incitent à prévoir une relation complémentaire intéressante entre conseils monétaires et monnaies communes, en tant que dispositifs institutionnels aptes à contribuer à une meilleure qualité des monnaies nationales. S'il existe déjà une monnaie de qualité au sein d'une zone d'union monétaire potentielle, le premier pas vers la création d'une monnaie commune pourrait consister à établir, pour chaque monnaie nationale, un conseil monétaire référé à la devise de meilleure qualité. À l'issue d'un délai raisonnable, et moyennant un accord entre les pays sur les paramètres et autorités à mettre en place, l'ensemble de ces monnaies convertibles seraient remplacées par une unité de compte commune. Il pourrait s'agir de la monnaie de référence ou d'une unité de compte nouvelle. La gestion de cette monnaie serait alors assurée par une banque centrale régionale, et non plus par les instituts

d'émission nationaux. Cette combinaison entre conseils monétaires et monnaie commune en devenir, aurait pour principal avantage d'éliminer les risques de crise monétaire pendant la transition entre le système de monnaies nationales indépendantes et la monnaie commune.

## L'expérience du Japon et de l'Asie de l'Est

Si l'on en juge par les anticipations inflationnistes à long terme qui trouvent leur expression dans les taux d'intérêt japonais, le yen est une monnaie de qualité. Les monétaristes persistent à recommander à la Banque du Japon une politique monétaire beaucoup plus expansionniste que celle pratiquée ces dernières années, pour mettre fin au climat de déflation et de crise dans lequel cette économie s'étirole. Japonais et Chinois craignent au contraire que la mise en circulation de davantage de yens ne conduise qu'à la dépréciation de cette monnaie, et non à la reprise de la demande intérieure, dont la stagnation actuelle s'expliquerait par le sentiment d'incertitude des Japonais quant à leurs revenus à venir. De plus, un décrochage du yen pourrait donner le signal à une nouvelle vague de dévaluations compétitives, dont la première victime serait le renminbi chinois et qui ne ferait qu'aggraver la crise en Asie de l'Est.

C'est lorsque l'analyse intègre les questions liées à la qualité des monnaies asiatiques et au système régional des paiements que se profile une solution institutionnelle à cette crise. Le Japon pourrait émettre davantage de yens afin de prêter à chacun des pays d'Asie de l'Est les réserves dont celui-ci aurait besoin pour mettre en place un conseil monétaire à l'échelle nationale. On créerait ainsi un système monétaire régional arrimé au yen. La disparition des incertitudes découlant du régime de change flottant entre les monnaies de cette zone donnerait alors un coup de fouet aux échanges régionaux. En outre, la productivité des facteurs bénéficierait d'une meilleure utilisation des complémentarités régionales en termes de structures de production. L'instauration de la stabilité monétaire et la baisse des taux d'intérêt favoriseraient la croissance chez les voisins du Japon, relançant la demande de biens et services en provenance de ce pays. Dans ce contexte, la demande intérieure nipponne repartirait à la hausse à mesure que se dissiperait le pessimisme généralisé des Japonais. Ultérieurement, les pays d'Asie pourraient s'accorder sur une monnaie commune. C'est ce qui adviendrait naturellement si les dirigeants japonais décidaient d'imiter la voie choisie naguère par les Allemands vis-à-vis de leurs voisins. Après tout, les problèmes géopolitiques hérités des guerres et des occupations du passé ne sont pas plus importants en Asie qu'ils ne l'ont été jadis en Europe.

## La Russie et les républiques de l'ex-URSS

Depuis le début de la transition vers l'économie de marché, la Russie est passée par un stade initial où la banque centrale n'a pas lésiné sur le recours à la planche à billets pour financer ses dépenses publiques. Il s'ensuivit un processus

fortement inflationniste. À partir de 1994, la banque centrale entreprit de mieux maîtriser l'émission de roubles, et la valeur de cette monnaie s'est stabilisée, au prix toutefois de taux d'intérêt extrêmement élevés. Lorsque le problème de la dette intérieure est devenu intenable, en grande partie sous l'effet des coûts de financement des administrations publiques, les autorités ont déclaré un moratoire unilatéral sur son remboursement et cessé de soutenir le rouble. Depuis lors, les prix sont repartis à la hausse, sans heureusement renouer avec l'hyperinflation, la banque centrale continuant de freiner l'émission de roubles. Cette situation se paye par l'accumulation d'arriérés de versements de l'Etat envers ses salariés et fournisseurs, ainsi qu'envers les retraités. La politique monétaire échappe en apparence à l'hyperinflation, mais la Russie fonctionne en fait comme une économie non monétaire, c'est-à-dire fondée sur le troc. L'intermédiation financière a pratiquement disparu et la population conserve son épargne sous forme de marchandises ou de devises. Il n'y a évidemment pas de système de collecte de l'impôt puisque l'économie de troc multiplie les possibilités de fraude fiscale.

L'économie russe ne résoudra pas ses problèmes par un changement de politique monétaire. Ce dont elle a besoin, c'est d'une réforme monétaire : il lui faut créer une monnaie de qualité, à même d'inspirer confiance dans le maintien de sa valeur, afin de raviver l'intermédiation financière et le crédit. Elle pourrait y parvenir grâce à un conseil monétaire, en faisant du rouble une monnaie convertible, par exemple en euros, à une parité fixe. Le recours à l'euro plutôt qu'au dollar comme monnaie de référence se justifierait pleinement sur les plans politique et économique. Il conviendrait également de donner aux citoyens russes la possibilité d'utiliser d'autres devises : deutsche mark, ou dollar, par exemple, ne serait-ce que pour les transactions financières. Cette liberté de choix contribuerait en effet à rétablir la confiance dans la convertibilité du rouble.

Un tel cadre monétaire ranimerait progressivement la monétisation de l'économie et l'intermédiation bancaire. Si la fiscalité et la gestion du budget sont en même temps remises en ordre, la stabilité de la monnaie et des prix peut devenir réalité pour la première fois depuis la désintégration de l'Union soviétique. Cette stabilité de la monnaie et des prix rendrait alors possible la mise en place et le respect d'un système de droits de propriété ainsi que d'une économie de marché en Russie. De tels résultats sont en revanche impossibles en l'absence d'une monnaie de qualité et d'un marché du crédit intérieur. Voilà la seule réforme institutionnelle qui mérite le soutien financier des occidentaux. Sans des institutions monétaires et financières de qualité, l'économie russe ne peut faire aucun progrès vers la solution de ses problèmes, et reste une menace pour l'économie mondiale.

La réalité monétaire et budgétaire dans les républiques de l'ex-URSS étant peu ou prou analogue au scénario russe, l'issue qui s'offre à ces Etats pour raviver la monnaie et l'intermédiation financière à l'intérieur de leurs frontières devrait logiquement être la même. À l'avenir, la Russie et ses voisins pourraient négocier leur entrée dans l'Euroland, ou même remplacer leurs monnaies nationales respectives par une unité de compte régionale. Ce choix ne pourra intervenir qu'une fois la qualité du rouble convertible suffisante pour lui permettre de renoncer à la parité fixe vis-à-vis de l'euro sans déclencher de crise monétaire. Et cela ne se

produira que si l'économie russe parvient à enregistrer une croissance suffisamment longue et solide de sa productivité.

## Le Brésil et l'Amérique latine

Seuls deux pays d'Amérique latine sont parvenus à éliminer l'inflation : l'Argentine et le Panama. Aucun autre, pas même le Chili, malgré deux décennies de réformes orientées vers l'économie de marché et assorties d'une nette rigueur budgétaire, n'est parvenu à ramener la hausse des prix sous la barre des 3 %. Pourquoi ? Parce que même dans les pays latino-américains les plus disciplinés, il existe une tradition inflationniste, liée au pouvoir d'influence des groupes d'intérêts sur la politique monétaire. Et ces forces continuent d'induire des anticipations inflationnistes à long terme. Les deux seules exceptions s'expliquent par une absence totale de politique monétaire indépendante. En effet, au Panama l'unité de compte est le dollar des Etats-Unis et, en Argentine, le peso est géré depuis 1991 par un conseil monétaire, avec une parité fixe vis-à-vis du dollar permettant d'utiliser indifféremment l'une ou l'autre monnaie <sup>11</sup>.

Le Brésil, en revanche, vient de plonger dans la crise monétaire, après une tentative d'éradiquer l'inflation avec la mise en place du plan real : celui-ci reposait sur l'instauration d'une marge de fluctuation annoncée à l'avance, mais n'allait pas jusqu'à l'abandon complet de la politique monétaire exigé par un régime de conseil monétaire. Bien que le taux d'inflation ait diminué rapidement, plus vite même qu'en Argentine au début du plan sur la convertibilité, les épargnants brésiliens et les investisseurs étrangers ont néanmoins continué d'exiger des taux d'intérêt supérieurs pour maintenir leur épargne au Brésil. Conjugué au fardeau de la dette, le haut niveau de ces taux a débouché sur une augmentation du déficit budgétaire.

Incapable de résister aux attaques spéculatives sur le real, la banque centrale a précipité la dévaluation en janvier 1999, dans un processus désordonné qui s'est terminé par le flottement de la monnaie brésilienne trois semaines après le début de la crise monétaire. Afin d'éviter l'effet inflationniste de la dévaluation, la banque centrale a annoncé une gestion rigoureuse des agrégats monétaires, de manière à empêcher une hausse des prix supérieure à 15 % par an. En réaction à cette annonce, les taux d'intérêt sont restés supérieurs à ceux observés avant la crise monétaire. Le maintien d'une politique monétariste placerait le Brésil sur la trajectoire d'une récession durable et, dans le meilleur des cas, d'une inflation nettement supérieure à celle promise par le plan real. L'exemple du Mexique après la crise de 1994, qui a donné lieu à des annonces analogues, n'est guère encourageant. Après une baisse de plus de 6 % du PIB dans l'année qui a suivi le déclenchement de la crise, le Mexique affiche encore un taux annuel d'inflation de 18 %, après une pointe à 52 % en 1995.

Si les autorités brésiliennes étaient disposées à se concentrer sur la qualité, plutôt que la quantité, de leur monnaie, elles pourraient surmonter cette crise

11. Pour une description de l'expérience argentine, Cavallo (1992, 1995, 1996, 1997a et 1997b).

presque immédiatement. La solution est la même que celle mise en œuvre par l'Argentine le 1<sup>er</sup> avril 1991. De plus, le Brésil part d'une situation plus favorable que celle qui prévalait chez son voisin du Sud au premier trimestre de l'année considérée. En effet, il dispose de suffisamment de réserves pour maintenir sa base monétaire à un taux de change situé entre 1,5 et 2 reals par dollar<sup>12</sup>. Son système financier est solvable, et plus développé que son homologue argentin ne l'était en 1991. De plus, l'utilisation généralisée de l'informatique par les banques faciliterait l'utilisation immédiate de l'une ou l'autre des deux monnaies.

Par rapport à l'Argentine en 1991, le système bancaire brésilien renferme enfin une épargne significative, dont la fuite cesserait avec l'instauration de la convertibilité. De plus, le Brésil doit se garder de commettre la même erreur que l'Argentine en 1990, époque à laquelle ce pays a procédé à une restructuration forcée de sa dette publique intérieure. Une telle mesure porterait en effet un coup fatal à sa santé financière<sup>13</sup>. Dans le cadre de la convertibilité, le Brésil conserverait ces actifs en autorisant leur dollarisation sur une base volontaire. Une fois la convertibilité de la monnaie assurée, il deviendrait possible d'équilibrer le budget, puisque la loi de finances récemment votée par le Congrès fixe l'excédent du budget primaire à 2,5 % du PIB. Dans un régime de convertibilité, le coût de la dette publique passerait de plus de 8 % à environ 4 % du PIB. Financer les dépenses du secteur public en dollars (assortis d'un taux d'intérêt annuel de 10 à 12 %) et non plus en reals (taux d'intérêt actuel : 40 %) engendrerait par ailleurs une forte baisse des dépenses. Une mesure aussi draconienne ramènerait le déficit total du budget à 1,5 % du PIB, niveau acceptable, qui pourrait encore baisser par la suite, moyennant un vaste programme de privatisation. En outre, l'expérience de l'Argentine, ainsi que celle du Brésil avec le plan real, montre qu'une réduction des anticipations inflationnistes et une stabilisation de la monnaie amènent immédiatement une reprise de l'activité économique et de la collecte de l'impôt.

L'adoption par le Brésil d'un régime monétaire comparable à celui de l'Argentine convaincrait sans aucun doute les autres pays d'Amérique latine des avantages d'une monnaie de qualité. Le Mexique est le pays qui profiterait le plus d'un tel régime. Compte tenu de son degré élevé d'intégration avec les Etats-Unis, la réduction du coût du capital qui s'ensuivrait y amènerait une augmentation phénoménale de la productivité. Dans une seconde phase, les pays d'Amérique latine, agissant tous ensemble ou dans le cadre de sous-groupes régionaux (Amérique du Sud, Amérique centrale...), auraient le choix entre deux voies pour continuer d'améliorer la qualité de leur monnaie : prendre le chemin d'une ou de deux unions monétaires régionales ou bien négocier une union monétaire avec les Etats-Unis<sup>14</sup>.

12. Le taux de change s'établissait à 2,20 le 2 mars.

13. Au 1<sup>er</sup> janvier 1990, le gouvernement argentin se trouvait dans une situation analogue à celle du Brésil aujourd'hui. Le ministre de l'Economie de l'époque, Erman Gonzalez, a alors appliqué ce que l'on a appelé le plan bonex, qui consistait à transformer d'autorité les dépôts bancaires à 30 jours en obligations à 10 ans libellées en dollars. Cet échange forcé, qui a affecté la confiance des épargnants dans le système financier et s'est accompagné, pour ces agents économiques, d'importantes pertes en termes de liquidité, aurait pu être évité si le plan de convertibilité que j'ai moi-même mis en œuvre à compter du 1<sup>er</sup> avril 1991 l'avait été à ce moment.

14. Voir le cas de l'association monétaire des Caraïbes orientales dans Nascimiento (1994).

## L'avenir du système monétaire international

Les idées que j'ai énoncées plus haut suggèrent qu'à l'avenir, la transformation du système monétaire international procèdera de la recherche de la qualité pour les monnaies des différents pays du globe.

Une telle évolution du système monétaire international ne serait pas totalement nouvelle dans l'histoire. Ainsi, un ouvrage récent décrit de la manière suivante la transformation du système bimétallique en régime d'étalon-or entre 1880 et 1914 : « La croissance du nombre et du volume des transactions nationales et internationales découlant de la révolution industrielle dans certains pays donna l'avantage à l'or sur l'argent. En effet, la valeur de l'or, à poids égal, étant environ quinze fois supérieure à celle de l'argent, le métal jaune ne pouvait que voir son importance croître en tant que moyen d'échange dans des situations d'augmentation du nombre et du volume des échanges, d'une part, et des revenus, d'autre part. Les progrès vers l'internationalisation des économies d'Europe et des Etats-Unis ont rendu l'étalon monétaire ayant cours au Royaume-Uni d'autant plus incontournable que le marché international des capitaux, et plus précisément le marché international de la dette commerciale (c'est-à-dire des obligations), étaient dominés par la livre sterling. Enfin, l'éventail des forces politiques a considérablement évolué dans le monde développé au cours du XIX<sup>e</sup> siècle. La montée du libéralisme politique était une manifestation de la puissance nouvelle acquise par une classe urbaine et industrielle, en même temps qu'un défi lancé à la domination traditionnelle exercée par une classe agricole. Cette modification de l'équilibre politique s'est accompagnée d'un glissement des préférences monétaires, qui sont passées d'un étalon fondé sur un métal volumineux et inflationniste (l'argent) à un autre, reposant sur un métal léger et non inflationniste (l'or).<sup>15</sup> »

Si le raisonnement que j'ai présenté dans cette contribution est juste, nous pouvons prévoir que les pays, dans leur recherche d'une monnaie de qualité supérieure, décideront de mettre de côté l'indépendance de leur politique monétaire, et que cette décision finira par réduire le nombre des unités de compte ayant cours dans l'économie mondiale.

Tant que le processus de formation de grandes zones monétaires ne sera pas achevé, c'est au FMI que devrait incomber la charge de déterminer à quel moment un pays serait à même de transformer son conseil monétaire en banque centrale. Cela signifie en pratique que le FMI serait juge de la qualité des monnaies. L'accès à un prêteur en dernier ressort devrait alors permettre d'inciter les pays retournant prématurément à l'indépendance monétaire à y renoncer. En somme, le

15. Gallarotti (1995).

16. On ne peut pas ignorer que, même en présence de monnaies moins nombreuses, mais de meilleure qualité, et d'efforts résolus des banques centrales pour appliquer des politiques monétaires visant à la stabilité des prix dans chaque zone monétaire, il demeurera une absence de stabilité de chaque monnaie vis-à-vis des autres. Si la mutation que nous avons décrite devait se produire, il est donc probable que les forces qui jouent aujourd'hui en faveur d'une taille accrue des zones monétaires pousseraient demain à la création d'une monnaie mondiale unique. Les banques centrales des grandes zones monétaires, ainsi que le FMI, céderaient alors la place à une banque centrale mondiale. En tout état de cause, et au rythme actuel des événements, cette évolution est aujourd'hui une pure conjecture.

FMI aurait un rôle très proche de celui pour lequel il a été créé, au début du système de Bretton Woods <sup>16</sup>.

Dans cet exposé, je me suis efforcé de vous convaincre d'une idée extrêmement synthétique : « La monnaie, c'est capital », mais « l'aspect véritablement capital est la *qualité* de cette monnaie. »

D. F. C.

#### RÉFÉRENCES

- Allais M. (1962), « The Influence of the Capital Account Ratio on Real National Income », *Econometrica* 30, octobre, pp. 700-28.
- \_\_\_\_\_ (1966), « A Restatement of the Quantity Theory of Money », *American Economic Review* 56, pp. 1123-57, décembre.
- \_\_\_\_\_ (1969), « Growth and Inflation », *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (3), pp. 355-426, août.
- \_\_\_\_\_ (1970), « A Reply to Michael R. Darby's Comments on Allais Restatement of the Quantity Theory », *American Economic Review* 60 (3), pp. 447-56.
- \_\_\_\_\_ (1972), « Forgetfulness and Interest », *Journal of Money, Credit and Banking* 4 (19), Part I, pp. 40-73, février.
- Bercuson K. (sous la direction de) (1995), *Singapore : A Case Study in Rapid Development*, IMF Occasional Paper 119, Washington DC, février.
- Cavallo Domingo F. (1992), « Economic Reorganization as a Prerequisite to Growth » dans *Symposium on Policies for Long-Run Economic Growth*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- \_\_\_\_\_ (en collaboration avec G. Mondino) (1995), « Argentina's Miracle ? From Hyperinflation to Sustained Growth », dans *Annual World Bank Conference on Development Economics*, sous la direction de M. Bruno & B. Plesnovic, Washington DC.
- \_\_\_\_\_ (1996), *Lessons from the Stabilization Process in Argentina (1990-1996)*, communication préparée pour « the Symposium on Achieving Price Stability », organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, août 29-31.
- \_\_\_\_\_ (en collaboration avec J.A. Cottani) (1997a), *The Role of Monetary Policy in Emerging Economies*, Joseph Lubin Memorial Lecture, Stern School of Business, New York University.
- \_\_\_\_\_ (en collaboration avec J.A. Cottani) (1997b), « Argentina's Convertibility Plan and the IMF », *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 87 n° 2, mai.
- Eichengreen B. (1996), *Globalizing Capital - A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Fonds monétaire international (FMI) (1996), *World Economic Outlook*, chapitre 6, Washington DC, octobre.
- Friedman M. (1968), « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. LVIII, mars, pp. 1-17.
- \_\_\_\_\_ (1969), « The Optimum Quantity of Money, The Optimum Quantity of Money and Other Essays », *Aldine*, pp. 1-50.
- \_\_\_\_\_ (1970), « A Theoretical Framework for Monetary Analysis », *Journal of Political Economy* 78, mars-avril, pp. 193-238.
- \_\_\_\_\_ (1971), « A Monetary Theory of Nominal Income », *Journal of Political Economy* 79, mars-avril, pp. 323-337.
- \_\_\_\_\_ (1972), « Comments on the Critics », *Journal of Political Economy* 80, septembre-octobre, pp. 906-950.
- Gallaroti G.M. (1995), *Anatomy of an International Monetary Regime - The Classical Gold Standard 1880-1914*, Oxford, Oxford University Press.

- Honohan P. (1994), *Currency Board or Central Bank ? Lessons from the Irish Pound's Link with Sterling, 1928-79*, Center for Economic Policy Research Discussion Paper n° 1040, Londres, CEPR, octobre.
- McKinnon R.I. (1996), *The Rules of the Game-International Money and Exchange Rates*, The MIT Press, Cambridge Ma. et Londres.
- Mundell R.A. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, Vol. 1., septembre, pp. 657-65.
- Nascimento J.-C. (1994), *Monetary Policy in Unified Currency Areas : The Case of CAMA and ECCA During 1976-90*, IMF Working Paper 94/11, Washington DC, janvier.
- Rogers J.H. (1929), *The Process of Inflation in France, 1914-1927*, New York, Columbia University Press.