

# LA LETTRE DU CEPII

CENTRE  
D'ETUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS  
INTERNATIONALES

N° 209 — FÉVRIER 2002

## LE PESO ARGENTIN PEUT-IL RÉSISTER À LA CONCURRENCE DU DOLLAR ?

*Depuis la fin de l'année 2001, l'Argentine est entrée progressivement dans une crise aiguë : blocage des dépôts bancaires, contrôles sur les sorties de capitaux, abandon du currency board. Plutôt que de se réduire à un scénario classique de crise de change liée à une crise bancaire, l'enjeu central est en fait monétaire: ceci explique la violence exceptionnelle de la crise et les énormes risques économiques et sociaux qu'elle comporte. En effet, le flottement du change revient à mettre en concurrence directe deux monnaies entièrement substituables, dotées des mêmes fonctions au plan interne. Dans ces conditions, le risque est d'aboutir à la destruction de la plus faible des deux. C'est pourquoi le gouvernement a mis en oeuvre une série de mesures radicales de "pesification" de l'économie et notamment du système bancaire. La question est désormais de savoir si la population va valider cette tentative ou si elle imposera une "re-dollarisation" à chaud, une fois que l'accès aux dépôts et au marché de change aura été entièrement rétabli.*

La crise ouverte que connaît l'Argentine depuis décembre 2001 est une des plus graves qu'ait connue ce pays, à l'histoire pourtant très riche en la matière. Elle est aussi exceptionnelle lorsqu'on la compare à d'autres épisodes de même type, à l'échelle internationale. Sa violence, le contexte social et politique dans lequel elle se développe, le coût à long terme qu'elle risque d'imposer au pays ne peuvent que frapper les observateurs. Alors que l'insolvabilité de l'Etat et une crise bancaire sont des événements graves, mais qui s'observent assez régulièrement, la crise argentine ajoute à ces deux éléments une dimension monétaire exceptionnelle, qui explique sa violence.

Celle-ci renvoie au régime de **currency board** adopté en avril 1991 à l'issue de l'hyperinflation de 1989 et 1990 : après deux tentatives de stabilisation fondées sur le seul peso, l'objectif était de créer une règle bimonétaire à la fois publique, institutionnalisée et aisément vérifiable. Ainsi, espérait-on, les agents accepteraient de détenir encore **quelques** pesos (plutôt que des dollars), malgré les pertes inflationnistes énormes subies pendant des années. Ce mécanisme très contraignant doit donc être considéré comme un moindre mal quand on a atteint la dernière extrémité de la crise monétaire et que la Banque centrale a **déjà** perdu ses capacités d'action. Alors que la dollarisation complète, comme l'a décidée l'Equateur en 1999, rend extrêmement difficile tout retour en arrière, le **currency board** reste réversible parce qu'il autorise un retour à une politique monétaire plus active, après une phase de stabilisation.

Les principes techniques sur lesquels repose cette règle monétaire sont connus. D'une part, le taux de change avec le dollar (ou l'euro) est fixé définitivement ; de l'autre, l'émission de monnaie de base doit avoir pour contrepartie un actif de même valeur en dollar. Conséquence, toute entrée (respectivement toute sortie) de capitaux entraîne une expansion (contraction) de la masse monétaire et un effet multiplicateur positif (négatif) sur le crédit, sans stérilisation possible. Les chocs réels (compétitivité) comme financiers (contagion) sont donc transmis directement aux agents — marché du travail ou système financier. Même en cas de crise de liquidité, les banques ne peuvent pas être soutenues par un prêteur en dernier ressort : en Argentine, elles ont failli être détruites lors de la crise Tequilla de 1995. Tel est le paradoxe de ce régime, au moins à court terme : d'un côté il a pour objet de sauver ce qui peut encore l'être de la monnaie nationale, de l'autre il limite au plus étroit l'usage qu'on peut en faire comme outil de politique économique.

A moyen terme, le principal problème tient aux conditions dans lesquelles on peut sortir de ce régime. Ainsi, sa défense obstinée en Argentine depuis trois ans, en dépit de la récession et de signes manifestes d'insolvabilité, ne s'explique pas par un simple aveuglement politique. L'orthodoxie monétariste a certes fourni le "discours d'accompagnement" du **board** ; cela étant, on n'impose pas quarante-deux mois de récession à un pays par simple préférence idéologique. En dehors de situations de crise, le problème ne tient pas non plus à l'impossibilité de définir techniquement une stratégie de

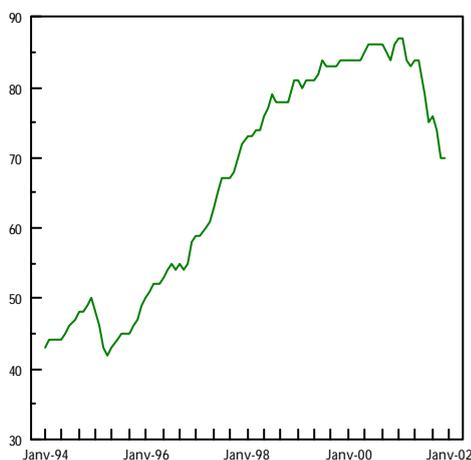
sortie du **board** : la difficulté est surtout qu'il n'y a pas de bon moment pour prendre une telle décision.

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 quand la situation se détériore, plus on avance dans la crise, et plus les incitations sont fortes pour ne le lâcher **à aucun prix**. Cela parce qu'au lendemain d'un décrochage, la Banque centrale n'aurait ni la crédibilité, ni les instruments, ni une règle claire de comportement pour engager une gestion active de la monnaie et du change. Dans un contexte de panique, on s'expose alors à une dollarisation spontanée, qui détruirait à la fois la monnaie nationale, les banques et une grosse partie de l'épargne intérieure. En Argentine, depuis la dévaluation brésilienne de janvier 1999, c'est l'incertitude et les risques extrêmes que présente toute sortie à chaud du **board** qui explique la paralysie des responsables politiques comme du Fonds monétaire. Et de fait, la rupture s'est révélée très difficile à gérer.

Ceci éclaire la dynamique exceptionnelle de la crise argentine : **le currency board**, construit pour résister techniquement à toute attaque de change, a été abandonné après une contraction massive du crédit bancaire (graphique 1), la rupture des paiements internes et externes et le défaut sur la dette extérieure. D'habitude, c'est précisément la montée de tels risques qui conduit la Banque centrale la plus déterminée à lâcher son ancrage.

2

Graphique 1 - Agrégat M2 bimonétaire, en milliards de pesos courants



Source : Banque centrale d'Argentine.

## ■ De la crise financière à la rupture monétaire

Le premier signe de rupture, en août 2001, a été la création de monnaies parallèles —notamment des "patagons"— par la ville de Buenos Aires et les provinces. Incapables de boucler leurs comptes et exclues des marchés de capitaux, elles se sont dotées en fait de planches à billets. L'Etat était donc mis en question, à la

fois parce qu'on violait la règle d'émission qu'il s'était imposée depuis dix ans et parce qu'il acceptait de voir contester son monopole régalien sur l'instrument monétaire. Puis, à partir de novembre, la pression s'est portée sur le système bancaire : anticipant une rupture prochaine du change et des problèmes aigus de solvabilité bancaire, les déposants ont commencé à retirer en masse leurs dépôts. En l'absence de prêteur en dernier ressort, la seule solution pour éviter un effondrement complet a été le contingentement des retraits en pesos (début décembre), puis en dollars (début janvier). Dans le même temps, les possibilités de conversion en dollars des actifs libellés en pesos, tout comme l'exportation de capitaux, ont été interdits. Alors que les premières mesures protégeaient la liquidité des banques commerciales, les secondes revenaient à imposer un contrôle de change sévère, afin de protéger la Banque centrale et le peso.

Résultat, les paiements internes et externes ont été largement interrompus, avec toutes les conséquences habituelles : les agents ont été pris dans des chaînes d'arriérés, les délais de règlement inter-bancaire se sont allongés démesurément et un moratoire a dû être décidé pour éviter la mise en faillite d'entreprises victimes de la crise de liquidité. Enfin, les transactions réelles ont été directement affectées ce qui s'est traduit, dès janvier, par un nouveau recul de la production, des ventes de détail et même des exportations. Le seul avantage de ces mesures de contrôle était de rendre possible le décrochage du taux de change : dès lors que les possibilités de fuite vers le dollar étaient étroitement limitées, on pouvait éviter un effondrement immédiat du peso. Le 11 janvier, le pays a donc abandonné l'ancrage adopté en 1991 et s'est doté d'un système double : un change officiel réservé à un nombre limité d'opérations (1,4 pesos par dollar) et un change libre qui a fluctué entre 1,7 et 2,2 pesos. Mais ce taux ne correspondait guère à un équilibre de marché : dès qu'on relâcherait les contrôles internes et externes, tout le monde se précipiterait, d'abord pour retirer ses avoirs des banques, ensuite pour changer ses pesos. Déjà, le seul glissement entériné en janvier impliquait une réévaluation des dettes et des dépôts susceptible de détruire les capitaux propres des banques. La crise s'entretenait alors d'elle-même, par une interaction directe entre la destruction du système bancaire et la fuite devant la monnaie nationale.

Quelle stratégie a tenté de mettre en place le gouvernement constitué par le Président Duhalde ? Dans un premier temps, il a cherché à ajuster les bilans bancaires afin de limiter leur exposition au glissement déjà observé du change. Il s'agissait donc de conforter leur solvabilité, afin que l'anticipation de leur défaillance ne relance pas immédiatement la ruée des déposants, dès que les blocages seraient levés. Le résultat a été une première forme de "pesification" : c'est-à-dire la conversion **volontaire** en pesos des dépôts libellés en dollars (65% du

total, voir graphique 2), dans le but de limiter le risque de change. On a donc proposé aux agents une libération plus rapide des dépôts en pesos et un taux supérieur à celui du marché, afin de les inciter à convertir volontairement leurs avoirs<sup>1</sup>.

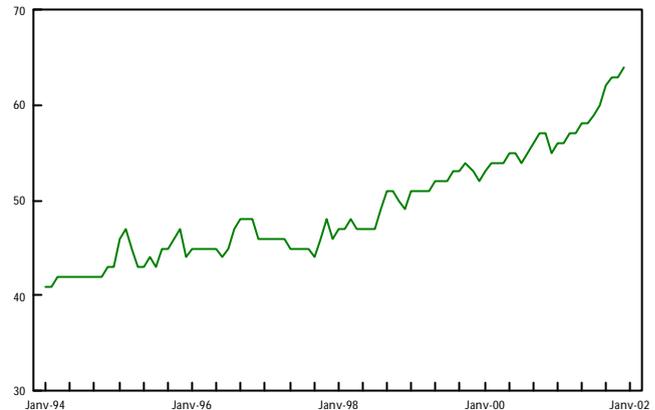
Mais, assez vite, cette opération a été interrompue quand il est apparu que l'enjeu central de la sortie de crise n'était pas tant les banques, que le peso lui-même. **In fine** la stabilisation du change à un niveau raisonnable dépendrait moins de la résistance des bilans privés que de la réponse donnée à une question inédite : est-ce que deux unités de compte, qui se sont partagé pendant dix ans le monopole des fonctions monétaires, avec les mêmes garanties institutionnelles, peuvent co-exister dans une même économie, une fois que leur taux de change flotte ? En d'autres termes, pouvait-on mettre en concurrence directe le dollar et le peso sur un marché libre, alors que la confiance dont ils disposent est si inégale et que tout glissement de leur valeur relative implique des effets redistributifs massifs ? Une seule expérience historique permet, à notre connaissance, de prendre la mesure du problème : l'hyperinflation hongroise de 1946.

### **L'expérience hongroise**

Dans ce pays ruiné par la Seconde Guerre mondiale, l'Etat avait recouru de manière de plus en plus large au financement monétaire de ses dépenses<sup>2</sup>. Très vite, l'accélération de l'inflation a eu pour effet de réduire la valeur réelle des maigres recettes fiscales, entre le moment où l'impôt était fixé et celui où les dépenses étaient réglées (effet Oliveira-Tanzi). En janvier 1946, l'Etat a donc indexé sur les prix intérieurs (indice journalier) les obligations fiscales des agents, ainsi que les comptes courants sur lesquels il plaçait sa trésorerie. Cette protection de l'épargne étant également offerte à la population, elle s'est généralisée très vite. En outre, dans les mois suivants, une part croissante des dépenses et des tarifs publics a pu être réglée dans l'unité indexée, puis des billets ont été émis à partir du mois de mai. Ainsi, l'unité de compte devenait aussi une unité de paiement et l'économie était bimonétaire, avec une unité protégée contre l'inflation et une autre qui ne l'était aucunement. Résultat, deux mois plus tard cette dernière était entièrement détruite : en juillet 1946, l'inflation dans la monnaie faible a atteint  $4,2.10^{16}$ , soit un record historique absolu ; et lorsqu'à la fin du mois cette partie non-protégée de la masse monétaire a été retirée de la circulation, sa contre-valeur s'élevait en tout à 2300

dollars. Cette monnaie avait donc été annihilée par un violent effet de substitution, une fois qu'elle avait été mise en concurrence avec une unité forte.

Graphique 2 - Dollarisation des dépôts bancaires en %



Source : Banque centrale d'Argentine.

### **Restaurer le peso**

Cette expérience, comme les paramètres de la crise en Argentine, suggère fortement que, dans ce pays, le flottement immédiat du change aurait impliqué des risques extrêmes : la concurrence directe entre le dollar et le peso, dans un cadre institutionnel fondé explicitement sur leur entière substituabilité, comme unités de compte et de paiement, n'aurait pas produit un taux de marché mais elle aurait détruit la monnaie la plus faible. Ce constat a conduit le gouvernement Duhalde à changer de stratégie à la fin janvier 2002, quand il est apparu que la précondition à une réouverture des banques et des paiements extérieurs était de rompre aussi largement que possible avec la règle du jeu bimonétaire. Alors qu'on avait tout fait depuis 1991 pour établir la substituabilité entière du peso et du dollar, on a pris le cap opposé afin de tenter de rendre au premier le monopole des fonctions monétaires. D'optionnelle, la "pesification" est donc devenue obligatoire et s'est appliquée à l'actif et au passif bancaires (curieusement à des taux différents) ; logiquement, la dette publique domestique a aussi été convertie et l'ensemble des prix, des salaires et des contrats commerciaux a été soumis à une obligation équivalente. En d'autres termes, l'Etat cherchait à restaurer une monnaie nationale unique, au moyen de mesures coercitives impliquant une intervention dans les contrats privés. Il affirmait que le choix de l'unité de compte utilisée par les agents, sur son territoire, relevait d'un acte de souveraineté portant sur

1. Cette méthode peut être rapprochée de celle suivie par le Président Roosevelt au printemps 1933. Confronté à une crise comparable des banques et de l'ancrage-or du dollar : après avoir largement suspendu les banques et les sorties de capitaux, il a décidé par décret la suppression de toutes les clauses d'indexation sur l'or inscrites dans les crédits et obligations à long terme. Il a pu alors laisser glisser le change sans effets déstabilisants sur les banques et la richesse privée. On a pu calculer qu'à défaut d'une telle mesure, la dépréciation ultérieure du dollar aurait impliqué une réévaluation des dettes internes représentant près de 90% du PIB. Voir Randall Kroszner, "Is it Better to Forgive Than to Receive? Evidence from the Abrogation of Gold Index Clauses in Long-Term Debt During the Great Depression", University of Chicago, novembre 1999. <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/randall.kroszner/research/>.

2. Voir notamment W.A. Bomberger et G.E. Makinen (1983), "The Hungarian Hyperinflation and Stabilization of 1945-1946", *Journal of Political Economy* 91 :5, octobre, pp. 801-824.

un bien public, et non pas d'un arbitrage privé prenant la forme d'une clause contractuelle.

## ■ Trois scénarios

Au début de février à la veille du déblocage progressif des dépôts et la réunification du marché de change, trois scénarios pouvaient être identifiés. Dans le meilleur des cas, le desserrement des contrôles sur les dépôts bancaires rétablirait le système des paiements intérieurs ; de même, sur le plan externe, la libération des mouvements de fonds correspondant à des flux réels (compte courant) permettrait de trouver un taux de change représentatif de la compétitivité de l'économie. La soutenabilité de cet équilibre se manifesterait alors par la formation de taux d'intérêt réels supportables par les agents : s'il fallait les maintenir à 40 ou 60% pour stabiliser le change, une nouvelle rupture serait inévitable tôt ou tard ; il en irait de même en cas de reprise incontrôlée de l'inflation. Quant aux mouvements de capitaux, il est probable que, dans tous les cas de figure, ils resteraient longtemps contrôlés, si tant est que les institutions publiques sachent gérer un tel dispositif, qui porte toujours un risque majeur de contournement ou de corruption ; sur ce plan, l'Argentine est très vulnérable.

Ensuite, un scénario d'enlisement résulterait de la difficulté à desserrer le contrôle sur la liquidité sans observer immédiatement un glissement du change. Le retard à débloquer les paiements internes et externes aurait alors un effet récessif majeur. Les contrats financiers resteraient durablement suspendus, le circuit monétaire fractionné et les agents pris dans des chaînes de non-paiements 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 (rappelant peut-être la Russie des années 1990) où toute reprise de la croissance et du crédit serait impossible.

Enfin, le scénario de type hongrois, peut-être le plus probable, verrait la destruction du peso **après** la "pesification" des bilans financiers : la chute du change entraînerait à très court terme l'explosion des prix libellés en pesos,

dans une crise ressemblant à une hyperinflation, mais qui découlerait de la dynamique du change plutôt que d'une offre monétaire excessive. Dans ce cas, la clause d'indexation devrait en principe protéger la valeur réelle des dépôts, qui seraient à nouveau convertis en dollars, seule monnaie survivante ; resterait alors à apprécier la solvabilité des banques. En revanche, toutes les encaisses détenues en pesos seraient détruites, ce qui atteindrait plus particulièrement les 60% de la population qui n'ont pas accès au système bancaire.

Un tel scénario de "re-dollarisation" violente aurait aussi des implications fortes sur les agrégats monétaires : le **cash** en pesos représentant près de 12% du PIB en décembre 2001, la masse monétaire subirait une contraction massive en cas de destruction de cette unité. Ceci aurait à nouveau un impact récessif puissant : les prix pourraient exploser en pesos, tout en se contractant en dollars, du fait de la pénurie de moyens de paiements. Aucun institut d'émission ne pouvant assurer la remonétisation de l'économie, il faudrait compter sur un excédent courant ou sur l'aide extérieure pour apporter les dollars nécessaires aux échanges intérieurs : ce devrait être la première contribution du FMI dans ce cas de figure.

Au-delà, dans un environnement calciné, avec un système de paiements largement détruit et de très nombreux agents insolubles, on pourrait voir réapparaître 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. On évoluerait donc vers un système à deux vitesses, avec d'une part des paiements officiels en dollars, assurant notamment le lien avec le reste du monde, et de l'autre une circulation hétérogène d'instruments peu régulés et à la valeur relative instable.

**Jérôme Sgard**  
sgard@cepii.fr

## LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2002  
REDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Lionel Fontagné  
REDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier  
Jean-Louis Guérin  
Bronka Rzepkowski  
CONCEPTION GRAPHIQUE :  
Pierre Dusser  
REALISATION :  
Laure Boivin  
DIFFUSION :  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 46 €TTC  
Europe 47,50 €TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
47 €HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
47,50 €HT  
Supl. avion rapide 0,80 €

Adresser votre commande à :  
**La Documentation française**,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

1<sup>er</sup> trimestre 2002  
Février 2002  
Imp. ROBERT-PARIS  
Imprimé en France.

---

*Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du  
CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.*