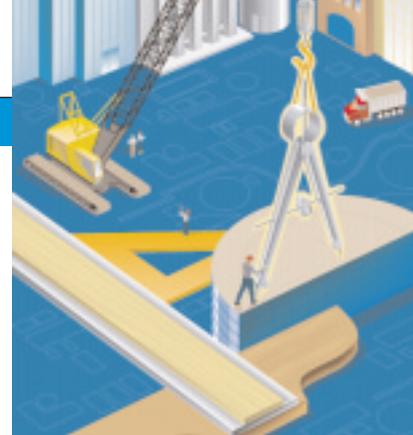


# Face aux reflux de capitaux, l'arme du taux de change ou la dollarisation



Confrontées à des crises d'une fréquence et d'une acuité grandissantes, les économies de marché émergentes cherchent à mieux se protéger contre les arrêts brusques des entrées de capitaux. On a beaucoup parlé du contrôle des mouvements de capitaux, mais la dollarisation est sans doute une solution plus durable et plus conforme au marché.

*Guillermo A. Calvo et Carmen M. Reinhart*

**B**IEN DES SYMPTÔMES de crises financières imminentes sont communs aux économies de marché développées ou émergentes. Mais là s'arrêtent les similarités. Les pays développés sont sortis relativement indemnes de crises monétaires récentes comme celles qu'avait connues le mécanisme de taux de change européen en 1992–93, alors que les économies de marché émergentes ont été secouées dans les années 90 par des crises profondes et persistantes que caractérisaient un brusque reflux de capitaux et un effondrement de la production, aggravés par de sérieux problèmes bancaires.

L'acuité et la fréquence croissantes de ces crises conduisent à s'interroger sur les types de politiques et de régimes de change qui pourraient rendre les marchés émergents moins vulnérables à de brusques interruptions des entrées de capitaux. L'ampleur des reflux — preuve substantielle que les problèmes du secteur financier ont intensifié et prolongé ces crises — et l'efficacité limitée du contrôle des capitaux justifient un réexamen des avantages respectifs des taux de change fixes et flexibles. La dollarisation pourrait offrir aux économies de marché émergentes une solution de rechange viable et plus conforme au marché.

## Arrêts brusques

Contrairement aux pays développés, les économies de marché émergentes perdent habituellement l'accès aux marchés de capitaux internationaux durant les crises. Comme elles doivent recourir au financement à court terme, leurs secteurs public et privé sont pressés de rembourser les dettes existantes à bref délai, ce qui leur pose un problème d'autant plus que celles-ci sont généralement exprimées en devises. Ces arrêts ou ces reflux soudains peuvent rendre un pays insolvable ou réduire gravement la productivité du capital existant, d'où de fortes fluctuations imprévues des prix relatifs et de coûteuses procédures de faillite.

Dès lors qu'une crise éclate et que l'accès aux marchés internationaux de capitaux est perdu, les options dont disposent les économies de marché émergentes sont extrêmement limitées. Des mesures expansionnistes, qui pourraient compenser cer-

tains effets dévastateurs du reflux de capitaux, ne sont possibles que si le contrôle des capitaux est en place — solution peu engageante pour de nombreux pays qui hésitent à inverser le processus de libéralisation financière ou à accepter les conséquences inflationnistes qu'ont souvent de telles mesures.

Les afflux de capitaux sont souvent suivis d'arrêts brusques. À quelques exceptions près, ces arrêts sont involontaires et associés à une crise monétaire et, le plus souvent aussi, à une crise bancaire. La comparaison de crises récentes montre que leur gravité a grandi durant la décennie en cours. Jusqu'à la récente crise asiatique, l'Amérique latine était la région la plus susceptible de connaître des reflux massifs de capitaux. Mais la crise a été plus aiguë en Thaïlande, où elle a entraîné une variation de 26 points de pourcentage des flux de capitaux privés (entrées égales à 18 % du PIB environ en 1996, sorties égales à plus de 8 % en 1997), qu'en Argentine, où les reflux de capitaux avaient atteint 20 % du PIB au début des années 80. En ce qui concerne les pertes de réserves et les coûts estimés du renflouement du secteur bancaire, les crises ont été plus graves en Asie qu'en Amérique latine dans les années 90, ce qui constitue un changement notable par rapport au passé.

## Crises bancaires persistantes

Une cessation brusque des entrées peut déclencher l'effondrement de la production et compromettre sérieusement le secteur financier. Presque toutes les crises bancaires étudiées ont été liées à un reflux de capitaux. Ce lien est crucial, car les crises bancaires nuisent plus durablement à l'activité économique que les crises monétaires, comme le montrent leurs effets respectifs sur divers indicateurs tels que la production, les importations et les dépôts bancaires. Par exemple, le redressement de la valeur des actifs prend généralement deux fois plus de temps après une crise du secteur bancaire. De plus, le rythme de la reprise peut varier sensiblement selon les secteurs. Après les dévaluations qui caractérisent la plupart des crises monétaires, par exemple, les exportations reprennent assez rapidement leur progression, devançant en cela le reste de l'économie. Par contre, elles continuent à baisser près de deux ans après le déclenchement des crises bancaires.



Le nombre moyen de mois qui s'écoulent entre le début d'une

crise et son paroxysme témoigne lui aussi de la persistance des crises bancaires. Le plus souvent, cette période couvre un peu plus d'un an et demi, et il arrive qu'elle dépasse quatre ans. La phase de prise de conscience et/ou de résorption de ces crises peut elle aussi durer longtemps; la crise bancaire japonaise, qui a presque commencé avec les années 90 et qui se poursuit, est un exemple récent de ce processus léthargique de prise de conscience, de reconnaissance de la réalité et de résolution.

À l'évidence, les crises bancaires exercent un effet de contraction et les récessions qui s'ensuivent sont persistantes. D'ordinaire, trois ans après le début d'une crise bancaire, l'économie n'a toujours pas retrouvé ses taux de croissance antérieurs. La persistance de ces récessions tient notamment à l'effondrement de la valeur des actifs, qui accompagne souvent les crises et entraîne d'importants effets de patrimoine négatifs ainsi que la chute des dépenses des ménages, et à un resserrement du crédit qui peut provoquer un grave recul de l'investissement.

Les dévaluations sont souvent considérées comme étant expansionnistes dans les pays industrialisés, mais les crises monétaires récentes des économies de marché émergentes, avec leurs attaques spéculatives qui peuvent réussir ou échouer, mettent en évidence les chutes de production vertigineuses qu'entraînent les reflux de capitaux. Deux cas de défense efficaces de la monnaie (Argentine et région administrative spéciale de Hong Kong) et quatre attaques réussies (Corée, Indonésie, Mexique et Thaïlande) ont tous abouti au même résultat : la production s'est effondrée dans l'année qui a suivi l'arrêt brusque d'entrées de capitaux égales au quadruple environ des moyennes du passé. Les pays ayant dévalué leur monnaie ont vu l'effondrement de leur production aggravé par des crises bancaires profondes et onéreuses, ce qui représentait aussi un changement important par rapport au passé.

### Faut-il contrôler les mouvements de capitaux?

En principe, le volume et la composition des entrées de capitaux devraient réagir aux réorientations de la politique économique des pays d'arrivée. Dans certains cas, des mesures intérieures comme la régulation des flux financiers doivent être conçues expressément pour déterminer le volume ou la composition des apports. Dans d'autres cas, l'effet de mesures telles que l'intervention stérilisée est largement fortuit. Ce qui s'est passé au Brésil, au Chili, en Colombie, en Malaisie et en République tchèque dans les années 90 amène à tirer plusieurs conclusions essentielles.

- L'intervention stérilisée accroît le volume total des flux de capitaux en agissant sur les capitaux courts. Elle modifie sensiblement la composition des flux financiers, relevant la proportion des capitaux courts et des flux de portefeuille. Cela pourrait constituer un argument contre un «arrimage élastique», la capacité d'intervention stérilisée étant limitée ou inexistante dans les pays ayant une caisse d'émission.

- Le contrôle des capitaux semble modifier la composition des flux. En effet, il réduit la proportion des capitaux courts et des flux de portefeuille tout en augmentant celle des investissements directs étrangers.

- Les taux d'intérêt extérieurs semblent avoir un impact significatif tant sur le volume que sur la composition des flux. Plus précisément, l'ensemble des flux de capitaux, et surtout les flux de portefeuille, réagissent systématiquement aux variations des taux d'intérêt américains et japonais.

Toutefois, quelques réserves s'imposent. Les impôts ou les réserves obligatoires visant les apports de capitaux courts ont effectivement un impact significatif sur l'échéancier des flux, mais il reste à savoir si ces mesures ont simplement encouragé une substitution de dette intérieure à court terme à la dette extérieure à court terme. Dans la mesure où la dette intérieure à court terme est également une créance implicite sur les réserves de la banque centrale, une telle substitution n'atténuerait pas normalement les problèmes de liquidité pendant un reflux de capitaux.

Si le problème général du reflux tient en partie à la dette à court terme, les autorités des économies de marché émergentes doivent adopter des stratégies plus prudentes de gestion de la dette et prolonger les échéances. Il serait sans doute préférable d'imposer une taxe sur tous les emprunts à court terme au lieu de viser uniquement les emprunts extérieurs à court terme. Mais les gouvernements qui limitent les mouvements de capitaux devront «ratisser large» pour couvrir tous les intermédiaires financiers, y compris les entreprises non financières, et ceux qui y parviennent risquent de se trouver prisonniers de la planification. Au mieux, le contrôle des mouvements de capitaux constitue donc une solution à court terme aux entrées et aux sorties de capitaux.

En période d'entrées de capitaux, les mesures d'intervention stérilisée doivent être découragées, car ces opérations d'open-market augmentent habituellement les prêts à court terme au secteur privé. Dans plusieurs cas, la stérilisation a amené les banques centrales à accroître l'encours de la dette du secteur public en lui accordant d'autres prêts, ajoutant ainsi une dimension quasi fiscale importante au problème de l'endettement à court terme. Ce problème ne serait pas grave si les banques centrales détenaient des réserves stérilisées pour couvrir leurs obligations à court terme correspondantes. Dans la réalité, toutefois, il est très tentant d'utiliser ces réserves à d'autres fins.

### Taux fixes ou flexibles...

Étant donné que toutes les crises récentes sont survenues dans un contexte d'arrimage élastique du taux de change, de nombreux analystes ont conclu que «c'est la faute à l'arrimage». Il est vrai que, si l'on avait adopté le flottement libre, on aurait pu éviter certaines pertes de réserves internationales. Mais, dans de nombreux cas de crises, l'État ou le secteur privé — ou l'un et l'autre — avait contracté des engagements à court terme en devises relativement élevés et dépassant de loin l'encours des réserves internationales. Dans ces circonstances, il y aurait eu probablement des crises de balance des paiements en régimes de change plus flexibles, de même qu'en régimes de taux fixe.

Si l'on pousse la réflexion plus loin, on pourrait cependant affirmer que la dollarisation des engagements résulte en partie de l'arrimage du taux de change, situation aggravée par les problèmes d'excès de confiance et d'aléa moral qu'il peut entraîner. En effet, si le taux de change flottait librement, les

investisseurs intérieurs, surtout dans le secteur des produits non échangeables, renonceraient aux prêts libellés en devises, qui présentent un risque de change plus élevé qu'en régimes de taux fixe. Cet argument peut sembler convaincant, mais il néglige deux facteurs importants : la plupart des économies de marché émergentes pratiquent initialement une dollarisation partielle (elles dollarisent au moins les engagements), et il est rare qu'elles fassent complètement abstraction de la forte instabilité du taux de change.

Ces arguments se renforcent mutuellement. La dollarisation partielle accroît le coût de l'instabilité du taux de change, ce qui encourage la banque centrale à intervenir sur les marchés pour empêcher des fluctuations du taux de change nominal. En effet, comme on l'a observé dans les cas d'El Salvador, des Philippines et du Venezuela, cette « peur du flottement » peut être si aiguë que le taux de change reste longtemps fixe, situation qui équivaut apparemment pour l'observateur à un arrimage élastique. Par contre, la peur du flottement induit une dollarisation accrue des engagements, créant ainsi un cercle vicieux dont il est très difficile de sortir.

En outre, la peur du flottement survient partout où les entreprises intérieures utilisent des matières premières étrangères. Dans ce cas, le flottement est moins destructeur que dans l'exemple précédent, mais il peut encore créer des difficultés financières à moyen terme. La peur du flottement et l'indiscipline qui sous-tend les régimes de taux fixe peuvent inciter les autorités à adopter d'autres mesures restrictives telles que les taux de change doubles et le contrôle des mouvements de capitaux.

Même quand la peur du flottement n'entraîne pas l'adoption du contrôle des capitaux et que les pays cherchent à stabiliser le taux de change par recours aux moyens libéraux que sont les opérations d'open-market, de telles mesures sont nettement coûteuses, non seulement parce qu'elles déstabilisent fortement les taux d'intérêt, mais aussi parce qu'elles vont foncièrement dans le sens de la conjoncture. Ainsi, contrairement à l'idée selon laquelle le flottement donnerait aux autorités plus de latitude pour préserver des conditions favorables à l'économie de marché, on pourrait assister à l'inverse.

Il est vrai que les partisans du flottement des taux de change avancent d'autres arguments — ils font valoir notamment qu'il réduirait le coût de la réaction à des chocs nécessitant une baisse des prix intérieurs relatifs. En régimes de taux fixe, ces chocs imposent une chute des prix nominaux pouvant se solder par une baisse sensible de la production et de l'emploi. Mais le taux de change n'est qu'un instrument, et la rigidité des prix et des salaires comporte de multiples aspects. La dévaluation n'est pas une solution miracle; dans la pratique, c'est un compromis politique qui ne satisfait



**M. Guillermo A. Calvo est professeur d'économie à l'université du Maryland.**



**Mme Carmen M. Reinhart est professeur associée à la School of Public Affairs et au Département d'économie de l'université du Maryland, et chercheuse associée au National Bureau of Economic Research.**

pleinement aucun agent économique intérieur. Par ailleurs, la politique budgétaire peut être une solution de rechange à la dévaluation. Si le taux de change réel est surévalué, par exemple, on peut instaurer des subventions à l'emploi pour exercer les mêmes effets, en contrôlant mieux la situation, que la dépréciation réelle voulue. Quel est donc le principal avantage du taux flottant sur le taux fixe?

Enfin, la théorie traditionnelle enseigne que le choix d'un régime de change doit dépendre de la nature des chocs. La leçon fondamentale peut se résumer dans les termes suivants : si les chocs sont essentiellement réels, le taux de change doit flotter; sinon, il doit être fixe. Au cours des crises récentes, les chocs ont surtout touché le compte de capital; ils comportaient donc à la fois des éléments réels et nominaux, ce qui complique davantage le choix du système de change sur cette base. De plus, si la théorie considère les chocs comme étant entièrement exogènes, tous les faits d'observation suggèrent que la crédibilité et la réputation sont essentielles pour déterminer la force de l'effet de remous financiers sur une économie de marché émergente et, donc, l'ampleur des chocs. Le projet de dollarisation de l'Argentine vise en fait à rendre la formulation des politiques plus crédible et, partant, à réduire les écarts de risque-pays.

Du point de vue de l'économie de marché émergente, la dollarisation est critiquée de longue date : l'utilisation d'une monnaie étrangère pourrait entraîner la perte du seigneurage et créer une situation dans laquelle le pays dollarisé se retrouve sans prêteur en dernier ressort. Or l'économie de marché émergente qui se dollarise et le pays dont la monnaie est utilisée pourraient partager le seigneurage, ce que l'Argentine a proposé. En cas de dollarisation et d'un tel partage du seigneurage, l'on pourrait employer une bonne

partie des réserves internationales pour offrir des services de prêteur en dernier ressort. Évidemment, cela nécessiterait que l'encours des réserves soit maintenu à un niveau suffisamment élevé ou la création d'un « fonds de stabilisation » par les donateurs étrangers.

Pour résumer, les taux de change flexibles perdent beaucoup de leur séduction quand on y regarde de plus près. La marge de manoeuvre supplémentaire que donne la flexibilité du taux est trompeuse, ou peut être fournie par la politique budgétaire. Des mesures d'arrimage solides telles que la dollarisation peuvent aider à réduire l'impact de chocs extérieurs, surtout lorsqu'ils sont transmis par les mouvements de capitaux. La dollarisation intégrale n'élimine pas les difficultés du secteur bancaire, mais elle peut les atténuer si elle réduit les problèmes causés par les déphasages entre les monnaies et entre les échéances, et elle neutralise les attaques spéculatives dirigées contre la monnaie. **F&D**