



Quel régime monétaire pour l'Amérique latine?

Faut-il opter pour une devise commune ou laisser les taux de change flotter?

Andrew Berg, Eduardo Borensztein et Paolo Mauro

LA QUESTION de savoir quel système de change et quel régime monétaire choisir se pose constamment à de nombreux gouvernements, tout particulièrement en Amérique latine, où bien des solutions précédemment essayées ne sont plus en vogue. Les années 80 ont privilégié les régimes intermédiaires : arrimage souple, parité ou bande de fluctuation «glissante». Ils sont aujourd'hui en voie d'abandon, surtout dans les pays émergents dotés de marchés financiers ouverts, où ils se sont révélés susceptibles aux crises. Les innovations qui ont suivi comptent parmi les expériences les plus enrichissantes en termes de taux de change et de régimes monétaires.

La baisse de popularité des régimes intermédiaires tient aussi au recul général de l'inflation. Les systèmes à parité (caisses d'émission comprises) ont souvent permis de juguler l'inflation, en particulier l'hyperinflation. Dans les pays désireux de préserver une certaine souplesse, les régimes intermédiaires devaient contenir la dévaluation et les anticipations inflationnistes au moyen de bandes de fluctuation et de parités fixes et empêcher l'érosion de la compétitivité en lais-

sant le taux «glisser». L'inflation étant globalement maîtrisée dans la région, les régimes intermédiaires semblent désormais moins utiles.

Au cours de la décennie écoulée, la plupart des pays latino-américains ont délaissé les régimes intermédiaires et opté soit pour des taux flottants, soit, à l'inverse, pour des systèmes rigides (caisses d'émission ou dollarisation) (tableau 1). L'Équateur et El Salvador ont adopté le dollar EU pour monnaie officielle. Le Chili est passé de façon progressive et ordonnée d'un régime intermédiaire à un système de flottement. D'autres pays ont changé de régime alors qu'ils frôlaient ou traversaient une crise. Le Brésil, le Mexique et le Venezuela ont opté pour le flottement après des attaques spéculatives massives contre leurs monnaies. Au début de 2002, le système de caisse d'émission argentin, en place depuis onze ans, s'est effondré au cours d'une grave crise financière. Après avoir chuté dans un premier temps, le taux de change a affiché une stabilité raisonnable. La banque centrale argentine a d'ailleurs récemment annoncé son intention de maintenir un taux flottant tout

Tableau 1

Plus dynamique?

Les pays latino-américains sont toujours plus nombreux à choisir des régimes de change flottants.

	1985	2002	Cible en 2002
Amérique du Sud			
Argentine	Intermédiaire	Flottant	—
Bolivie	Flottant	Intermédiaire	Taux de change
Brésil	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Chili	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Colombie	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Équateur	Intermédiaire	Parité fixe	Taux de change
Paraguay	Intermédiaire	Flottant	—
Pérou	Intermédiaire	Flottant	Agrégat monétaire
Uruguay	Flottant	Flottant	Agrégat monétaire
Venezuela	Intermédiaire	Flottant	—
Mexique et Amérique centrale			
Costa Rica	Intermédiaire	Intermédiaire	Taux de change
El Salvador	Intermédiaire	Parité fixe	Taux de change
Guatemala	Intermédiaire	Flottant	—
Honduras	Flottant	Intermédiaire	Taux de change
Mexique	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Nicaragua	Intermédiaire	Intermédiaire	Taux de change
Panama	Parité fixe	Parité fixe	Taux de change

Source : FMI, *Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change*, 1985–2002.

Note : La classification officielle du FMI se fonde sur le point de vue de ses services dans les cas où le régime effectivement en vigueur diffère du régime de *jure* annoncé par les pays. Les systèmes à parité fixe revêtent plusieurs formes : parité fixe sans monnaie officielle distincte, unions monétaires, caisses d'émission. Les régimes intermédiaires comprennent les systèmes de rattachement à l'intérieur d'une bande horizontale, de parité fixe classique, de parité ajustable et les bandes de fluctuation mobiles. Les régimes de flottement peuvent être contrôlés ou indépendants.

en ciblant l'inflation. Cet abandon des régimes intermédiaires amène à se demander si les pays latino-américains doivent opter pour un taux de change flottant, ou envisager d'autres possibilités — dollarisation ou monnaie commune à la région, par exemple?

La monnaie commune : une solution judicieuse?

Une monnaie supranationale peut avoir pour intérêt d'accroître la crédibilité monétaire, la stabilité financière et l'intégration économique. Les pays latino-américains peuvent créer une union monétaire indépendante inspirée de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne. Ils peuvent également tous adopter le dollar EU. La pertinence de ces choix est fonction de la structure des échanges, de la similarité des cycles conjoncturels dans les différents pays, de facteurs financiers et de considérations d'ordre politique et institutionnel.

Structure des échanges. Les pays qui commercent activement entre eux sont ceux qui bénéficieraient le plus de la diminution de l'incertitude et des coûts de transaction qu'amènerait une monnaie commune. Les pays latino-américains sont moins ouverts au commerce international que d'autres pays au niveau de développement économique comparable, et les échanges intrarégionaux sont moins élevés que dans d'autres régions, l'UEM par exemple. La situation varie beaucoup d'un pays à l'autre, et il n'y a pas de partenaire commercial dominant : la part des échanges avec les États-Unis est souvent égale ou légèrement supérieure à celle avec l'Europe, à l'exception notable du Mexique, où le commerce avec les États-Unis représente 80 % des échanges.

Corrélations de la croissance économique. Les pays qui ont souvent une situation économique similaire ont en général aussi besoin d'avoir une politique monétaire analogue, auquel cas les contraintes d'une monnaie commune ne sont pas trop lourdes. Ce n'est pas le cas des pays latino-américains. Les corrélations de la croissance économique entre différents couples de pays latino-américains sont généralement inférieures à celles observées en Europe occidentale, mais légèrement supérieures à celles de l'Asie de l'Est. En Amérique latine, les corrélations avec la croissance américaine sont généralement positives et souvent substantielles. Il en va cependant de même des pays d'Asie de l'Est et encore plus des pays d'Europe occidentale.

Considérations financières. L'idée que les marchés financiers sont enclins à traiter les pays latino-américains comme un bloc est largement répandue. Si ces pays étaient régulièrement en butte à des crises financières graves et communes (telle une perte d'intérêt brutale pour les actifs financiers latino-américains, indépendamment des données économiques fondamentales), la mise en place d'une politique monétaire commune conviendrait à tous. Pour mesurer l'importance de ce problème, nous avons analysé les corrélations entre pays des variables suivantes : marges des taux d'intérêt des obligations émises en dollars EU par les pays émergents par rapport à ceux des bons du Trésor américains; taux de change à terme; probabilité d'une crise estimée d'après un système d'alerte avancée conçu pour prédire les crises cambiales (une façon de résumer les pressions des marchés sur le taux de change). Nous avons constaté que la covariation des variables financières n'est pas plus forte entre les pays latino-américains qu'entre les pays émergents en général. Autrement dit, les opérateurs mettent peut-être tous les pays émergents dans le même panier, mais ne semblent pas distinguer les marchés latino-américains des autres.

Considérations politiques et institutionnelles. L'expérience européenne montre que la création d'une monnaie commune exige une volonté politique, et que la mise en place d'institutions communes pour faciliter l'ajustement aux pressions économiques et politiques qui en découlent peut prendre du temps. Les pays latino-américains n'ont pas encore investi de manière comparable dans ce type d'institutions. Qui plus est, les pays de l'UEM ont un niveau de développement économique et financier similaire, ce qui a favorisé l'établissement de l'union sans susciter de transferts budgétaires massifs, ni provoquer de migration d'une ampleur inacceptable pour la société. Les disparités de développement au sein de l'Amérique latine sont substantielles, ce qui permet de penser que la mise en place d'une monnaie commune serait longue et complexe. Le fait qu'une réforme institutionnelle s'imposerait présente toutefois divers avantages. Il est, par exemple, difficile d'imaginer une monnaie commune sans garanties durables quant à l'indépendance de la banque centrale.

Globalement, dans les circonstances actuelles, l'instauration d'une monnaie commune indépendante en Amérique latine n'est guère indiquée. Cette situation peut évoluer. Ainsi, des projets visant à développer l'intégration du commerce entre les pays latino-américains renforceraient l'attrait d'une telle démarche. Il y a toutefois peu de chances qu'une monnaie unique voie le jour avant dix ans.

Tableau 2

Dollarisation spontanée

Beaucoup de pays latino-américains ont des dépôts élevés en monnaie étrangère.

(en pourcentage du total des dépôts, 2000)

Amérique du Sud	
Argentine	64,7
Bolivie	92,5
Chili	12,5
Équateur	39,9
Paraguay	63,6
Pérou	78,2
Uruguay	84,2
Mexique et Amérique centrale	
Costa Rica	45,7
El Salvador	8,2
Honduras	23,2
Mexique	4,9
Nicaragua	72,8

Sources : rapports sur les États membres et estimations des services du FMI.
Note : Les données se rapportent à 2000 ou aux dernières observations disponibles. Le Brésil et le Guatemala ne sont pas mentionnés, car ces pays n'autorisent pas les dépôts en monnaie étrangère. Ceux de la Colombie et du Venezuela sont insignifiants. Le Panama est dollarisé depuis de nombreuses années. Les données concernant l'Équateur et El Salvador sont antérieures à leur pleine dollarisation.

Dollarisation unilatérale

Une autre méthode susceptible d'«importer» la stabilité et la crédibilité monétaires consiste à adopter le dollar EU pour monnaie nationale officielle. C'est ce qu'ont fait l'Équateur et El Salvador récemment. Le Panama utilise le dollar EU depuis 1904. Dans ce contexte, le terme «dollarisation» signifie l'adoption officielle d'une devise étrangère comme monnaie légale, non pas une dollarisation informelle ou *de facto* dans le cadre de laquelle une monnaie étrangère circule parallèlement à la monnaie nationale et sert parfois à libeller des comptes bancaires ou d'autres actifs financiers.

La dollarisation étant unilatérale, le long processus nécessaire à l'établissement d'institutions communes et d'un consensus est inutile. Elle interdit toutefois aux pays latino-américains dollarisés d'avoir leur mot à dire sur la politique monétaire américaine ou, plus important, de bénéficier pour leur système financier national de la supervision — et du soutien — du Système fédéral de réserve américain. Bien entendu, un pays qui décide d'adopter le dollar EU renonce à la possibilité de définir sa propre politique monétaire en fonction de son économie nationale, et sa banque centrale abandonne à la banque centrale étrangère les profits de la frappe des monnaies («seigneuriage»).

Pour nombre de pays, la dollarisation aurait pour avantage principal de neutraliser la faible crédibilité des institutions monétaires nationales, due à leurs antécédents (non-respect de la parité fixe, financement monétaire du déficit budgétaire ou du système bancaire et inflation élevée). Le manque de crédibilité monétaire gêne le fonctionnement de tous les systèmes de taux de change. Les régimes fixes ou intermédiaires engendrent des taux d'intérêt élevés, qui nuisent aux investissements et à la viabilité des finances publiques; les taux flottants sont sujets à une forte volatilité et à des phénomènes de surajustement.

L'Amérique latine a nettement amélioré sa gestion monétaire, mais il faut souvent plusieurs années pour asseoir la crédibilité. L'absence de crédibilité monétaire est patente quand les citoyens préfèrent détenir leur épargne en dollars EU, et non dans la monnaie nationale. Cela peut se traduire par une fuite des capitaux, ou par la détention d'une part élevée des actifs monétaires nationaux (dépôts bancaires et espèces) en une devise étrangère — une sorte de dollarisation «spontanée». À cet égard, les dépôts bancaires en monnaies étrangères sont élevés dans beaucoup de pays latino-américains, notamment en Bolivie, au Pérou et en Uruguay (tableau 2). Une dollarisation spontanée massive peut être lourde de conséquences : de fortes variations du taux de change risquent de provoquer une crise financière et d'entraîner des faillites en série parmi les entreprises ayant des dettes en monnaies étrangères.

Les pays latino-américains qui optent unilatéralement pour la dollarisation pourraient en retirer des avantages secondaires importants, notamment une intensification des relations avec les États-Unis sur le plan des échanges, de l'investissement direct étranger et de l'intégration des marchés financiers. Mais, dans l'ensemble, la dollarisation n'intéresse peut-être que les petits pays où la dollarisation spontanée atteint un niveau substantiel, où la crédibilité de la banque centrale est faible, et qui entretiennent des relations étroites avec les États-Unis. Les meilleurs candidats se trouvent en général en Amérique centrale.

Faut-il laisser flotter les taux de change?

Le flottement offre-t-il une solution viable à l'Amérique latine? Serait-il possible, grâce à la flexibilité des taux et à une politique monétaire indépendante, d'atteindre des objectifs nationaux utiles, par exemple une stabilisation de la production? Ou bien ce régime cumulerait-il tous les inconvénients, à savoir une faible crédibilité et une marge de manœuvre restreinte?

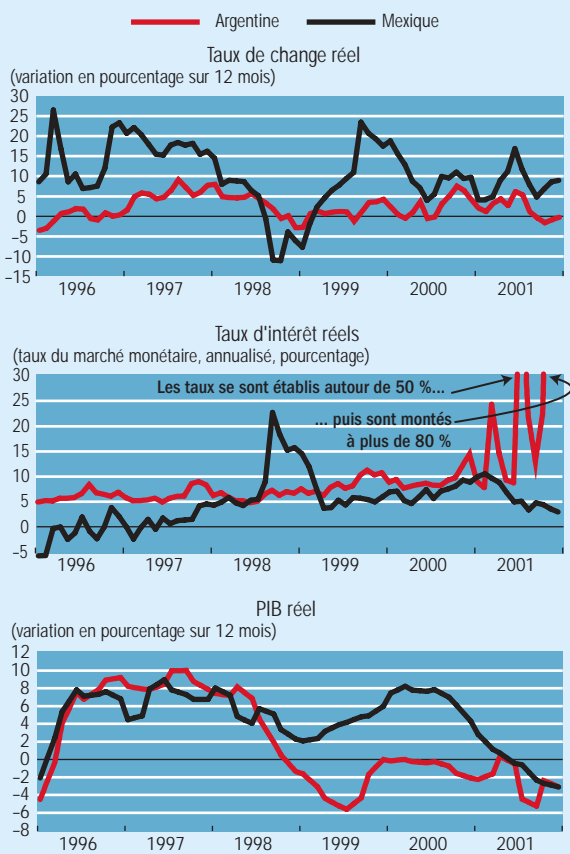
Les faits observés récemment en Amérique latine et ailleurs indiquent que les régimes flottants permettent aux taux de change de bien réagir aux crises, mais que l'ajustement des taux d'intérêt est parfois marqué. La flexibilité des taux de change a, semble-t-il, permis d'amortir les variations de la production face aux effets de chocs défavorables, et les répercussions sur l'inflation ont été assez modérées. Il apparaît en outre que les régimes flottants se perfectionnent progressivement.

Comparons, à titre d'exemple, la réaction du Mexique et de l'Argentine face à la tourmente déclenchée par les crises des années 1998/99 : Russie, faillite de la LTCM et Brésil (voir graphique). En Argentine, encore dotée d'une caisse d'émission crédible, le taux de change et les taux d'intérêt sont restés stables, mais l'économie a plongé dans une dépression durable. Au Mexique, en revanche, les taux d'intérêt sont montés en flèche, mais le taux de change a sensiblement baissé, atténuant ainsi les effets négatifs de la conjoncture extérieure sur la croissance. La croissance réelle du PIB a brièvement fléchi, mais s'est rétablie en 1999, et le taux de change s'est rapidement redressé. Les taux d'intérêt ont depuis régulièrement baissé, amortissant en partie l'effet du ralentissement de l'économie américaine.

L'examen de l'évolution récente des régimes de change flottants en vigueur au Chili, au Mexique et au Pérou montre qu'ils gagnent parfois en efficacité à mesure que la crédibilité

Des effets différents

Au Mexique, la flexibilité du taux de change a atténué l'effet des chocs extérieurs en 1998/99.



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années); estimations des services du FMI.

augmente et que le système se consolide. Le Chili a connu deux crises de change, fin 1998 et fin 2000. La première fois, les taux d'intérêt ont brusquement augmenté dans le cadre d'une politique monétaire ciblant à la fois l'inflation et le taux de change (bande de fluctuation explicite), et l'économie est brutalement entrée en récession. En septembre 2000, les autorités ont abandonné ce système en faveur d'un flottement libre, et la dépréciation soudaine qui a suivi ne s'est pas accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt. Il n'y a pas eu de récession, et l'inflation n'a que légèrement progressé. On peut éventuellement en conclure que le Chili a renforcé sa crédibilité en 1998 et l'a mise à profit en 2000 pour «flotter sans crainte».

Des éléments plus systématiques viennent également justifier la popularité croissante des régimes flottants. Des estimations économétriques des fonctions de réaction des autorités monétaires (comment la banque centrale ajuste les taux d'intérêt en fonction de la conjoncture économique) ont permis de définir si les pays dotés d'un taux de change flottant peuvent relever et abaisser leurs taux d'intérêt selon l'évolution de la situation nationale. Les pays diminuent-ils les taux quand l'inflation n'atteint pas l'objectif prévu ou quand le chômage est trop élevé, ou bien les pressions exercées par les marchés

financiers les en empêchent-elles? À en juger par les rares pays (comme le Chili et la Colombie) où les taux flottants sont en vigueur depuis assez longtemps, il semblerait qu'ils ont su moduler les taux d'intérêt de manière à neutraliser les fluctuations de la conjoncture économique nationale.

Par ailleurs, un taux de change flottant efficace réagit bien aux pressions extérieures. Ainsi, quand les termes de l'échange se détériorent, il est logique que le taux de change nominal du pays diminue, ce qui facilite l'ajustement nécessaire des prix relatifs. En fait, les pays émergents ayant opté pour le flottement réagissent ainsi aux dégradations des termes de l'échange. Sur un vaste échantillon de pays en développement observé ces trente dernières années, on constate que, dans les pays dotés de régimes de parité fixe et confrontés à une détérioration des termes de l'échange, la dépréciation du taux de change réel intervient seulement avec un retard de deux ans, tandis que le PIB réel chute sensiblement. À l'inverse, les pays ayant choisi le flottement voient leur taux de change se déprécier immédiatement, en termes nominaux et réels, et subissent ultérieurement quelques poussées inflationnistes, mais enregistrent des pertes de production nettement inférieures.

Les régimes flottants facilitent l'ajustement

Il ne semble pas qu'une monnaie commune indépendante convienne à l'Amérique latine, car son intégration politique et économique n'est pas assez avancée. La dollarisation pourrait intéresser quelques petits pays, mais beaucoup, malgré des problèmes de crédibilité substantiels, tireraient profit de la souplesse qu'offre un régime de change flottant, notamment parce qu'il s'agit de pays plutôt vastes et fermés qui n'ont pas de partenaire économique dominant. Dans la pratique, les régimes flottants des pays émergents sont rarement «purs» : les autorités interviennent souvent sur le marché des changes et conduisent leur politique monétaire en surveillant de près les pressions des marchés financiers internationaux. Ils semblent par ailleurs faciliter les ajustements en cas de crise et autorisent une politique monétaire autonome. Globalement, l'adoption de ce régime pourrait être utile et bénéfique à plusieurs pays de la région, qui n'auraient pas à souffrir trop d'une perte de crédibilité et d'un surcroît de volatilité.

La bonne performance d'un régime donné accroît parfois sa viabilité au fil du temps. La dollarisation peut stimuler les échanges et l'intégration financière avec les États-Unis. Les régimes flottants, s'ils parviennent à faire reculer l'inflation et à renforcer la crédibilité, peuvent entraîner une diminution de l'indexation et des anticipations plus prospectives. Les entreprises pourront réduire leur vulnérabilité aux fluctuations des taux de change en modifiant leur structure financière de manière à réduire au minimum les effets sur leur bilan. Les répercussions sur l'inflation pourraient en outre s'atténuer. ■

Andrew Berg est Chef de division adjoint, Eduardo Borensztein est Chef de division, et Paolo Mauro Chef de division adjoint au Département des études du FMI. Le présent article s'inspire de leur document de travail 02/211, intitulé «An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America», qui peut être consulté à l'adresse suivante : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02211.pdf>.