

La fin de l'instabilité



Les réformes monétaires ont fait passer cinq grands pays d'Amérique latine d'une ère de crises récurrentes à la stabilité économique

Jorge Iván Canales-Krijlenko, Luis I. Jácome, Ali Alichí et Ivan Luís de Oliveira Lima

IL Y A un peu plus de vingt ans, presque toute l'Amérique latine était en proie à l'instabilité financière, aux crises monétaires et même à l'hyperinflation. Ces pénibles incidents étaient devenus récurrents, avec de graves conséquences économiques et sociales : production perturbée, milliers de personnes perdant leur emploi et, parfois, toutes leurs économies. Le mécontentement grondait.

Les choses ont bien changé, plus particulièrement dans cinq des plus grands pays d'Amérique latine qui représentent, ensemble, près de 80 % du produit intérieur brut de la région. Le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou, que nous appellerons les 5AL, ont donné le ton d'une région qui a surmonté la crise financière mondiale et est devenue l'un des marchés émergents les plus dynamiques. Comment ont-ils réussi ce revirement, impensable il y a encore vingt ans ?

De nombreux facteurs, y compris la chance, y ont contribué, mais les deux éléments clés sont les réformes de la banque centrale et le recadrage de la politique monétaire. Ces réformes ambitieuses n'ont pas été réalisées instantanément et ont surtout porté leurs fruits parce que les 5AL ont mené pendant plus de dix ans des politiques budgétaires et monétaires responsables qui les ont protégés des chocs externes. Les banques centrales ont ainsi pu préserver la stabilité des prix et gagner en crédibilité, ce qui leur a donc permis de canaliser les anticipations inflationnistes des ménages et des entreprises. Outre une mission claire de lutte contre l'inflation, elles ont acquis plus d'indépendance et de responsabilité, dans le contexte de politiques économiques plus avisées et d'une amélioration de la transparence et de la communication. C'est ainsi que ces pays ont pu échapper aux pires retombées de la crise économique et financière mondiale. (voir « Soutenir l'Amérique latine dans sa transformation » dans ce numéro de *F&D*.)

Une indépendance et une responsabilité accrues

Dans la plupart des cas, de nouvelles lois ont fait de la stabilité des prix la mission principale des banques centrales des 5AL, qui ont reçu à cet effet une grande indépendance, afin de résister aux pressions politiques et autres. Un pas important a été franchi lorsque les décisions de politique monétaire ont été déconnectées du cycle politique, le mandat des membres du conseil des banques centrales dépassant ou débordant sur les mandats

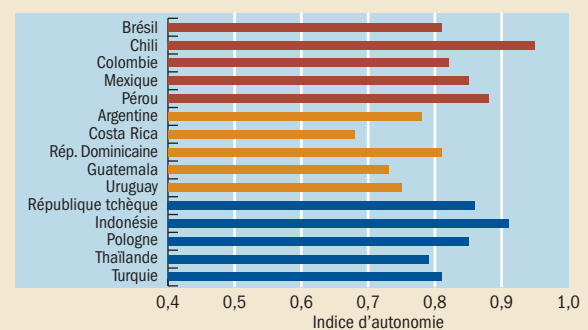
présidentiels. D'autres mesures législatives clés ont consisté à confier la gestion du taux directeur à la banque centrale et à proscrire ou limiter les avances directes à l'État. En contrepartie de cette indépendance, la loi a renforcé les obligations faites aux banques centrales de rendre des comptes aux marchés et à la société dans son ensemble en exposant et expliquant fréquemment leurs politiques, leurs objectifs et leurs résultats.

Les banques centrales des 5AL sont aujourd'hui parmi les plus indépendantes d'Amérique latine et légèrement mieux placées que celles d'autres grands pays émergents (voir graphique 1). Mais il y a encore moyen de progresser. Ainsi, au Brésil, l'indépendance de la banque centrale pourrait être affirmée en droit, même si elle est en fait autonome depuis seize ans. En Colombie et au Pérou, la nomination des membres du conseil de la banque centrale pourrait être mieux déconnectée du cycle politique, et, au Mexique et au Chili, l'État pourrait être tenu de maintenir les fonds propres de la banque centrale à un niveau adéquat.

Graphique 1

Vive l'indépendance

Les banques centrales des 5AL sont parmi les plus autonomes d'Amérique latine et sont bien placées par rapport aux autres banques centrales qui pratiquent aussi le ciblage de l'inflation.



Source : Canales-Krijlenko et al. (2010).

Note : L'indice d'autonomie évalue l'indépendance politique des banques centrales selon de nombreux critères, notamment le statut juridique de la banque centrale, la façon dont elle définit ses politiques, les avances accordées à l'État et la façon dont elle rend des comptes au public. L'indice va de 0 (le plus bas degré d'autonomie) à 1 (le plus haut). Les autres pays d'Amérique latine sont l'Argentine, le Costa Rica, la République Dominicaine, le Guatemala et l'Uruguay. Les autres pays émergents sont la République tchèque, l'Indonésie, la Pologne, la Thaïlande et la Turquie.

Une meilleure politique

Ayant reçu pour mission claire d'assurer la stabilité des prix, les banques centrales des 5AL ont basé leur politique monétaire sur le ciblage de l'inflation, en fixant un objectif de taux d'inflation des prix à la consommation. Cette nouvelle approche a permis d'ancrer les anticipations inflationnistes et a donné plus de souplesse à la politique monétaire, y compris sur le front des changes. Dans un souci d'efficacité, les banques centrales des 5AL ont revu leurs techniques opérationnelles. Elles ont toutes en définitive retenu un taux d'intérêt à court terme («le taux directeur») comme objectif opérationnel. Les banques centrales utilisent ce taux directeur pour annoncer un changement de politique monétaire : elles le relèvent en cas de tension inflationniste et l'abaissent quand elle se relâche. Elles ont également diversifié et amélioré leurs moyens d'intervention sur les marchés, ce qui leur a permis d'équilibrer l'offre et la demande de liquidités sur le marché national et de maintenir les taux de marché au plus près du taux directeur. Il a fallu à cet effet améliorer les capacités de prévision des principaux facteurs modifiant la demande de liquidités sur le marché national, tels que la demande de devises et la trésorerie de l'État.

Une transparence renforcée

L'amélioration de la communication et de la transparence a beaucoup facilité ces réformes et innovations et a énormément contribué à rehausser l'efficacité et la crédibilité de la politique monétaire. Les banques centrales des 5AL ont appris à mieux expliquer leurs stratégies et leurs décisions. Depuis une dizaine d'années, elles publient des rapports sur l'in-

Utilisation du trésor de guerre

Les banques centrales des 5AL ont accumulé des réserves de change considérables lorsque les conditions financières étaient bonnes et le prix des exportations élevé.

Lorsque le vent a tourné, les banques centrales des 5AL ont utilisé leurs réserves de change pour atténuer la dépréciation de leurs monnaies nationales. Quoique ayant vendu près de 10 % de leurs réserves, le Brésil et le Mexique ont connu les dépréciations les plus fortes : près de 30 % entre août 2008 et février 2009. La banque centrale péruvienne a dépensé près de 20 % de ses réserves en quelques mois et sa monnaie n'a perdu que 11 %.

Le Chili et la Colombie ont, eux, laissé leur monnaie se déprécier plus que celle du Pérou et ont utilisé moins de leurs réserves. De plus, étant donné les incertitudes quant à l'ampleur de la crise mondiale, certaines banques centrales des 5AL ont, par précaution, fait appel à l'aide extérieure pour conforter leurs réserves de change supplémentaires. La Colombie et le Mexique ont eu accès à une nouvelle facilité du FMI, la ligne de crédit modulable, réservée aux pays ayant une politique et des institutions saines, qui leur permettrait d'obtenir un prêt du FMI si nécessaire. Le Brésil et le Mexique ont également la possibilité d'échanger des avoirs en monnaie nationale avec la Réserve fédérale américaine à hauteur de 30 milliards de dollars EU.

Les banques centrales des 5AL ont aussi utilisé d'autres méthodes pour améliorer la disponibilité interne des devises, par exemple au moyen d'accords d'échange de devises (Brésil et Chili).

flation ou des rapports de politique monétaire trois ou quatre fois par an. Elles redéfinissent les taux directeurs en respectant un calendrier connu à l'avance, expliquent leur raisonnement et, pour certaines, publient les procès verbaux des réunions du conseil. Elles communiquent régulièrement avec le marché et publient, en tant que de besoin, des communiqués de presse. Elles diffusent les données relatives aux anticipations des marchés pour les variables macroéconomiques clés, comme l'inflation ou l'activité économique, ainsi que leurs propres prévisions. La disponibilité de ces données a permis d'acquiescer la confiance du public dans la mesure où les agents économiques peuvent vérifier à un coût raisonnable que les autorités monétaires respectent les objectifs annoncés.

Au-delà de ces réformes monétaires de grande ampleur, il y a eu de vraies améliorations des politiques fiscales et budgétaires ainsi que de la régulation bancaire. Les 5AL ont profité de la hausse des cours des matières premières et de l'environnement financier favorable des années 2003 à 2007 pour constituer des volants de réserves budgétaires et extérieures, en réduisant la dette publique et en augmentant les réserves de change, afin d'amortir l'effet d'hypothétiques chocs exogènes. Ces pays ont également amélioré la régulation de façon à éviter un coûteux sauvetage des institutions insolvables, ce qui a permis de réduire leur vulnérabilité financière et aidé les banques centrales à concevoir des politiques monétaires flexibles et crédibles.

L'épreuve du feu

Deux événements majeurs se sont alors succédés : les cours des produits alimentaires et pétroliers ont atteint des niveaux records en 2007 et la crise financière a réellement éclaté en septembre 2008 après l'effondrement de la banque d'investissement new-yorkaise Lehman Brothers.

L'envolée des cours des matières premières, doublée de la hausse de la demande dans certains pays, a fait bondir l'inflation au-delà des objectifs. Les banques centrales ont durci leur politique monétaire en relevant les taux d'intérêt, jusqu'à un niveau record mi-2008, pour limiter la contagion à l'inflation de base (hors énergie et denrées alimentaires). Les monnaies nationales ont eu tendance à s'apprécier sous l'effet des afflux de capitaux et des termes de l'échange favorables, ce qui a modéré les tensions inflationnistes en limitant le coût des importations. Le volume d'intervention sur le marché des changes et d'accumulation de réserves de change a varié selon les pays.

Par contre, la crise financière mondiale s'est accompagnée d'une augmentation rapide de l'aversion au risque et a donc provoqué un arrêt brutal des investissements nationaux et étrangers. Le commerce international s'est également effondré, déclenchant une récession mondiale qui a réduit les tensions inflationnistes. Autrefois, un coup d'arrêt brutal dû à une récession mondiale et à la revente des titres de créance alimentait les crises monétaires et bancaires en Amérique latine. Cette fois, les nouvelles politiques monétaires, la meilleure santé économique et des politiques budgétaires plus avisées ont permis aux banques centrales des 5AL de préserver la stabilité tout en gérant de larges fluctuations des taux de change réels.

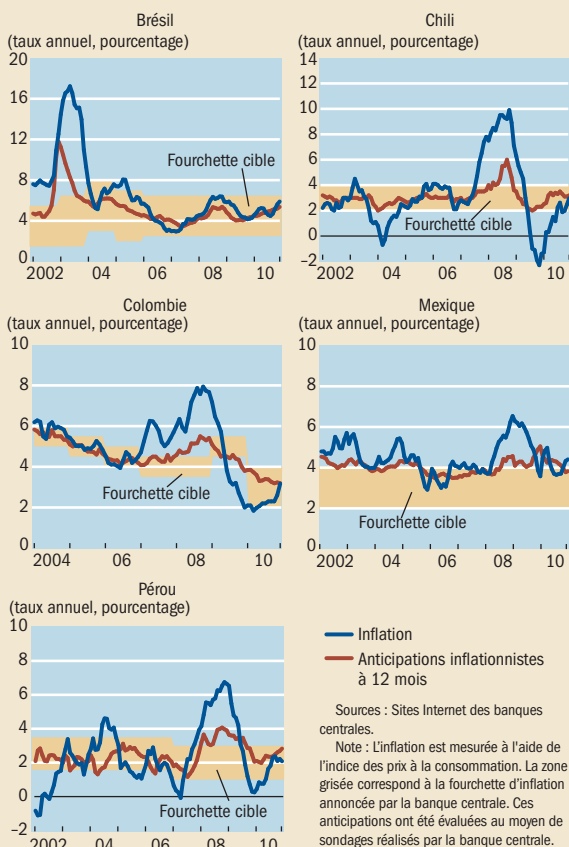
La confiance dans la politique monétaire ancrant les anticipations inflationnistes, les 5AL ont pu, à divers degrés, laisser filer le taux de change nominal face à la crise mondiale, sans trop s'inquiéter des effets inflationnistes. Elles n'en ont pas pour autant abandonné le contrôle aux marchés. Elles ont continué d'intervenir pour les canaliser, étant donné l'incertitude de la situation financière mondiale. Les banques centrales des 5AL ont vendu sur les marchés des changes une part importante des réserves qu'elles avaient constituées et sont revenues sur des mesures antérieures visant à absorber les liquidités de change (voir encadré).

Malgré la chute brutale des taux de change, et donc l'augmentation du coût des importations, les populations s'attendaient à ce que l'inflation reste faible. Les sondages montraient, par exemple, que pendant presque toute la crise les anticipations inflationnistes à 12 mois restaient dans les fourchettes annoncées même lorsque l'inflation réelle était hors norme (voir graphique 2). Ceci semble indiquer que la crédibilité des banques centrales a permis aux marchés de distinguer l'inflation cyclique à court terme des tendances à long terme.

Graphique 2

La confiance dans les objectifs d'inflation

Les anticipations inflationnistes des entreprises et des consommateurs sont restées dans les fourchettes annoncées par les banques centrales des 5AL, même lorsque la hausse des cours des matières premières faisait flamber les prix à la consommation en 2007 et 2008.



Amortir les effets de la récession

Début 2009, la crise financière était devenue une récession mondiale. Les banques centrales des 5AL ont commencé à baisser leurs taux directeurs pour soutenir la reprise, chacune selon ses projections d'inflation et selon le positionnement du pays dans le cycle économique. Comme les taux directeurs étaient déjà assez élevés avant la faillite de Lehman, les banques ont pu, dans l'en-

La crédibilité des banques centrales a permis aux marchés de distinguer l'inflation cyclique à court terme des tendances à long terme.

semble, les réduire sensiblement, à la différence des pays avancés où les taux directeurs étaient proches de zéro. Tout comme dans les pays avancés, les banques centrales des 5AL ont pris diverses mesures pour lutter contre le manque de liquidités, par exemple, en facilitant l'accès aux liquidités des banques centrales ou en abaissant les réserves obligatoires. Cependant, du fait que les effets de la politique monétaire sont décalés, il est possible que les taux d'intérêts intérieurs élevés avant la crise (que personne n'avait prévue) aient aggravé la récession dans ces pays.

La communication a joué un rôle clé. Les banques centrales ont expliqué leurs décisions et leurs objectifs aux marchés, faisant valoir que les perspectives d'inflation basse et de récession économique justifiaient une réduction exceptionnelle des taux directeurs. Elles ont fait remarquer qu'une politique monétaire expansionniste était nécessaire pour maintenir des conditions normales de liquidité — référence implicite à la stabilité financière. Cependant, tout en justifiant la détente monétaire et le soutien au fonctionnement normal des marchés financiers, les banques centrales des 5AL annonçaient clairement qu'elles durciraient leur politique dès les premiers signes de tension inflationniste. Ceci a déjà commencé au Brésil, au Chili et au Pérou.

Malgré leurs bons résultats ces pays ne peuvent relâcher leurs efforts. En effet, ils doivent déjà relever un autre défi : ils sont à nouveau la coqueluche des investisseurs, car ils se sont bien remis de la crise alors que les pays avancés sont à la peine. La façon dont les 5AL gèreront ces afflux de capitaux sera le vrai test de leur gestion des risques d'instabilité financière et économique. ■

Jorge Iván Canales-Kriljenko est économiste senior au Département Afrique du FMI, Luis I. Jácome est Chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Ali Alichí est économiste au Département Asie et Pacifique du FMI et Ivan Luís de Oliveira Lima est conseiller d'aide technique au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article est basé sur le Document de travail du FMI n°10/292

«Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries» de Jorge Iván Canales-Kriljenko, Luis I. Jácome, Ali Alichí et Ivan Luís de Oliveira Lima, publié en décembre 2010.