



Banque centrale
du Chili, Santiago, Chili.

Du DÉJÀ VU

Luis I. Jácome

Les banques centrales se voient confier des missions autres que la maîtrise de l'inflation, ce qui fait revivre de mauvais souvenirs en Amérique latine. En ira-t-il autrement?

LA GRAVITÉ de la crise financière mondiale a remis en question plusieurs vérités économiques, y compris l'idée presque universellement acceptée que la maîtrise de l'inflation est la responsabilité première des banques centrales.

Plusieurs critiques ont reproché aux banques centrales de n'avoir rien fait pour éviter la récente crise financière mondiale, en partie parce que leur mission se bornait à préserver la stabilité financière. En revanche, les mesures prises par les banques centrales pour éviter une récession prolongée après la crise ont amené certains à se demander si les banques centrales devraient se soucier davantage de la croissance et de l'emploi — non seulement en temps de crise, mais aussi dans la vie de tous les jours.

Dans le contexte actuel de croissance faible sans grande menace inflationniste, il y a davantage de chances pour que les banques centrales se voient confier d'autres missions afin de stimuler la croissance et l'emploi. Par ailleurs, les bulles potentielles renforcent l'idée que les banques centrales doivent aussi s'employer à prévenir une nouvelle crise financière. En fait, certaines banques centrales ont déjà pris des mesures dites macroprudentielles pour affirmer la stabilité globale du système financier, et pas seulement des institutions financières individuelles.

Ce débat, déjà ouvert dans les pays avancés, va inévitablement gagner l'Amérique latine.

De nos jours, les grandes questions deviennent planétaires. L'idée de confier aux banques centrales la charge d'éviter les crises bancaires fait son chemin dans une région connue pour son instabilité financière chronique, et il peut aussi être judicieux de demander aux banques centrales d'œuvrer en faveur de la croissance économique et de l'emploi, car la croissance va rester faible — comme dans le reste du monde.

Mais confier aux banques centrales latino-américaines de multiples responsabilités, c'est comme retourner vers le futur. Beaucoup d'entre elles avaient naguère été chargées de plusieurs missions, notamment de préserver la stabilité des banques et de promouvoir l'activité économique et l'emploi — souvent avec des résultats déplorables. L'histoire peut donc fournir des indications utiles pour tracer l'avenir des banques centrales en Amérique latine. Après tout, comme l'a dit le célèbre écrivain américain William Faulkner, «Le passé n'est jamais mort. Il n'est même jamais passé.»

Une histoire mouvementée

L'histoire des banques centrales latino-américaines peut se diviser en trois grandes périodes : la jeunesse, dans les années 20, la phase de développement, après la Seconde Guerre mondiale, et l'âge d'or, à partir des années 90 (Jácome, 2015). À chaque époque, les banques centrales avaient des missions et des objectifs variés, d'où des évolutions

différentes de l'inflation. La Grande Dépression des années 30 et l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 70 ont chacun marqué le début d'une nouvelle ère pour les banques centrales de la région. La crise financière mondiale et la Grande Récession semblent jouer le même rôle aujourd'hui.

Les premières banques centrales ont été créées en Amérique latine alors que le système monétaire international était sous le régime de l'étalement-or : la Banque de réserve du Pérou en 1922 et la Banque de la République de Colombie en 1923. Le Chili et le Mexique se sont dotés de banques centrales en 1925, suivis par le Guatemala, l'Équateur et la Bolivie en 1926, 1927 et 1929, respectivement. Trois grands objectifs leur ont été fixés : maintenir la stabilité monétaire, financer l'État, dans une proportion limitée, et aider à préserver la stabilité des établissements bancaires.

Sous le régime de l'étalement-or, les banques centrales devaient maintenir la convertibilité de la monnaie à un taux de change fixe, tout en autorisant l'entrée et la sortie (libre circulation) des capitaux. Elles étaient habilitées à émettre des billets à condition qu'ils soient couverts par leurs réserves internationales — composées principalement d'or et de devises convertibles en or.

À la fin des années 20, les effets de la Grande Dépression ont commencé à se faire sentir en Amérique latine. Comme les pays avancés s'enfonçaient dans la récession, la demande de matières premières diminuait, de même que le niveau des prix à l'exportation pour les pays latino-américains qui produisaient essentiellement des matières premières, qui ont à leur tour sombré dans la dépression. La situation se compliquait du fait que les capitaux fuyaient la région pour tirer parti des taux d'intérêt réels plus élevés aux États-Unis.

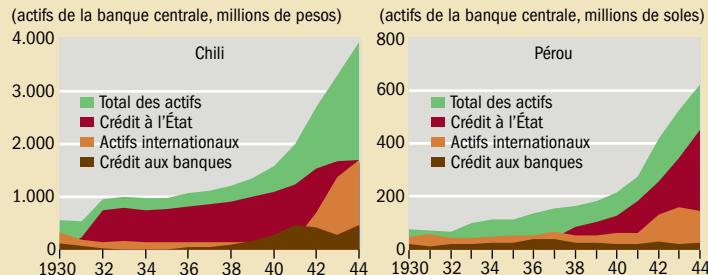
Il est devenu impossible de maintenir la convertibilité en or durant la Grande Dépression, et l'Amérique latine y a renoncé. Les banques centrales n'étaient plus tenues de maintenir la convertibilité de la monnaie nationale, mais conservaient des taux de change fixes, avec l'aide d'un système de contrôle des changes pour limiter l'exode des capitaux. Une période de transition a commencé lorsque les banques centrales ont adopté une politique monétaire expansionniste pour fournir à l'État d'amples crédits afin de relancer l'activité économique. Les bilans des banques centrales ont rapidement grossi au Chili et en particulier au Pérou, où le crédit à l'État a plus que triplé entre 1933 et 1938 et a encore augmenté de 300 % en 1944 (graphique 1). Au Mexique, le crédit à l'État représentait près de 45 % de l'actif total de la Banque du Mexique en 1940.

Addiction au crédit de la banque centrale

Il était nécessaire initialement d'amplifier les bilans des banques centrales pour sauver les économies latino-américaines au bord de l'effondrement pendant la Grande Dépression, mais les États sont devenus dépendants du financement de leurs dépenses par la banque centrale. En définitive, l'expansion monétaire due au financement des dépenses publiques a semé le germe de l'inflation élevée en Amérique latine.

Graphique 1 Expansion du crédit

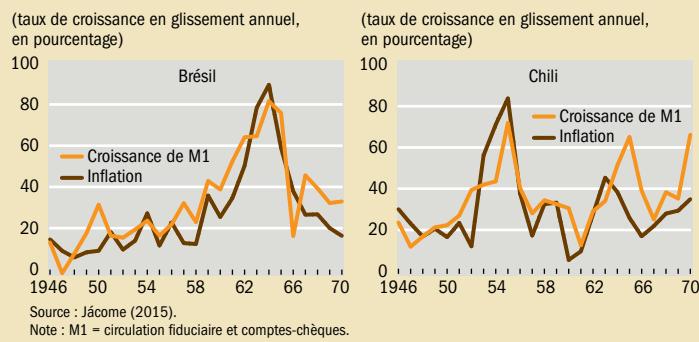
Pendant et après la Grande Dépression, les banques centrales de pays comme le Chili et le Pérou ont considérablement accru le crédit à l'État pour financer les dépenses publiques.



Sources : rapports annuels de la Banque centrale du Chili et de la Banque de Réserve du Pérou.

Graphique 2 Plus haut, toujours plus haut

Après la Seconde Guerre mondiale, les politiques monétaires laxistes visant à promouvoir le développement ont causé une forte hausse de l'inflation dans des pays comme le Brésil et le Chili.



Source : Jáccone (2015).

Note : M1 = circulation fiduciaire et comptes-chèques.

Les pays latino-américains ont adopté le système de Bretton Woods, mis en place en 1945, où les États s'engageaient à maintenir un taux de change fixe — mais ajustable — à l'aide d'un dispositif renforcé de contrôle des changes. Dans le même temps, le champ d'action des banques centrales a changé du tout au tout, car les gouvernements ont commencé à jouer un rôle décisif dans la l'élaboration de la politique monétaire. Les responsabilités des banques centrales se sont multipliées. Leurs missions principales sont devenues la régulation monétaire et la stimulation de l'emploi en Argentine, et la promotion du développement ordonné de l'économie au Chili, en Colombie et au Pérou. La Banque du Mexique a été chargée d'élaborer la politique monétaire, du crédit et des changes avec trois objectifs : promouvoir la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie, le développement du système financier et une croissance économique solide. En pratique, les banques centrales sont devenues des banques de développement — et ont financé l'agriculture, l'industrie et le logement, ainsi que le déficit public. Cela a eu pour résultat d'accroître l'inflation.

Le financement du développement économique par la banque centrale s'est avéré incompatible avec le maintien d'un taux de change fixe. Les politiques monétaires laxistes ont stimulé la demande globale, mais ont aussi produit des déficits courants

qui ont drainé les réserves internationales, ce qui a conduit à des crises monétaires et en fin de compte à la hausse de l'inflation, par exemple au Brésil et au Chili (graphique 2).

Après la désagrégation du système de Bretton Woods au début des années 70 et la multiplication des taux de change variables de par le monde, l'instabilité macroéconomique s'est aggravée en Amérique latine, de même que l'agitation politique. Une nouvelle période de transition a débuté pour les banques centrales, la politique monétaire s'ajustant simplement à la montée en flèche de l'inflation, sans résister à la hausse des prix en restreignant le volume de monnaie en circulation. Mais, peu après la disparition du système de Bretton Woods, la forte hausse des cours pétroliers a changé la donne du tout au tout.

La quantité de liquidités inondant le système monétaire international a nettement augmenté, car les pays exportateurs de pétrole ont investi leur soudaine richesse. Une grosse partie de ces pétrodollars s'est retrouvée en Amérique latine. Cet afflux de capitaux a fourni un montant important de financement à la région — pour une large part sous forme de prêts bancaires libellés en dollars. Mais cette source de financement n'a pas duré. Au début des années 80, les capitaux ont reflué, parce que les pays avancés ont durci leurs politiques monétaires (et relevé leurs taux d'intérêt), alors que la plupart des pays latino-américains avaient accumulé des déficits budgétaires et courants et des dettes extérieures considérables. Cette situation a entraîné des dévaluations massives, de sorte qu'il est devenu difficile aux entreprises, aux banques et aux États de rembourser leurs dettes en dollars et que l'inflation a explosé. Pendant cette décennie, la politique monétaire a laissé filer l'inflation galopante.

Revirement

Les années 90 ont marqué en Amérique latine un tournant de la politique monétaire. Après avoir encombré les banques centrales de multiples objectifs pendant 50 ans, les gouvernements leur ont accordé leur indépendance politique et opérationnelle pour leur permettre de se consacrer principalement — et parfois exclusivement — à maîtriser l'inflation. Un par un, les pays ont admis que la principale contribution de la politique monétaire à la croissance économique consistait à réduire l'inflation à un niveau faible et stable, parce que cela réduisait les incertitudes pour la prise de décision des consommateurs et des investisseurs.

Le Chili a amorcé la tendance en 1989 et, au cours de la décennie suivante, la plupart des pays latino-américains ont voté de nouvelles lois faisant de l'indépendance de la banque centrale l'épine dorsale des réformes pour éviter la distorsion inflationniste de la politique monétaire par les jeux d'influences. Rompant avec le passé, les gouvernants ont décidé de restreindre ou même d'interdire le financement par la banque centrale des dépenses publiques — historiquement la principale source d'inflation. La plupart des pays ont aussi opté pour un régime de flottement du taux de change, afin qu'il puisse servir d'amortisseur face aux chocs exogènes. De plus, à partir du milieu des années 80, beaucoup de pays ont entrepris des réformes structurelles pour se transformer davantage en économies de marché. Ces changements structurels — tels que

la réforme commerciale ouvrant l'économie à la concurrence extérieure — ont aussi contribué à réduire l'inflation.

Lorsque l'inflation est passée sous la barre des 10 % à la fin des années 90 et au début de la décennie suivante au Brésil, au Chili, en Colombie, au Mexique et au Pérou, ces pays ont ancré leur politique monétaire sur le ciblage de l'inflation — en ajustant en général leurs taux d'intérêt à court terme pour indiquer la direction suivie et amener les anticipations inflationnistes au niveau-cible annoncé à l'avance. La crédibilité des systèmes de ciblage de l'inflation s'est accrue au fil des ans, car les banques centrales ont tenu leurs promesses. La crédibilité croissante de la politique monétaire a renforcé l'efficacité, car les intervenants alignaient leurs anticipations inflationnistes sur les cibles définies par les banques centrales.

Les réformes institutionnelles des banques centrales ont contribué à faire des quinze dernières années la plus longue période de stabilité des prix en Amérique latine depuis 1950. Cette réussite repose sur quatre piliers : indépendance politique et opérationnelle des banques centrales, de surcroît tenues de rendre compte de leur action, taux de change variables et libre circulation des capitaux, et politique budgétaire disciplinée.

La crise financière mondiale

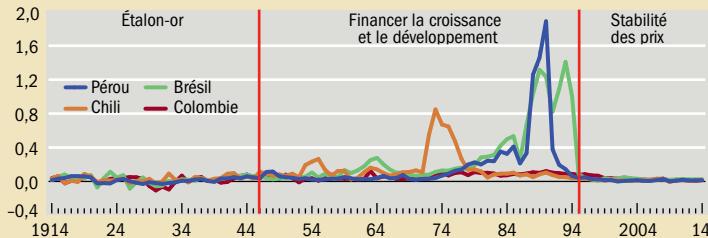
La Grande Récession va-t-elle alimenter un débat en Amérique latine au sujet de la nouvelle ère qui s'est ouverte pour les banques centrales, comme ce fut le cas dans les pays avancés ? L'élargissement des missions des banques centrales pourrait être bien accepté en Amérique latine. La responsabilité de la stabilité financière peut être considérée comme le complément naturel du rôle de prêteur en dernier ressort que joue déjà la banque centrale pour prévenir des crises systémiques semblables à celles du passé. Pour assumer cette responsabilité supplémentaire, il faudrait que les banques centrales latino-américaines soient chargées de la politique macroprudentielle. C'est une réforme institutionnelle plausible, car elle permettrait aux pays de bénéficier de l'expertise dont disposent les banques centrales pour l'évaluation des risques macroéconomiques et financiers et de confier les décisions macroprudentielles

Graphique 3

Un chemin semé d'embûches

Les pays d'Amérique latine ont bataillé avec une inflation vertigineuse pendant des années avant qu'elle ne commence à flétrir en 1994 et soit maîtrisée en 2000.

(Inflation en glissement annuel, en logarithmes)



Source : Jácobe (2015).

Note : L'histoire monétaire de l'Amérique latine des cent dernières années peut se diviser en trois phases. Celle d'avant la Seconde Guerre mondiale, essentiellement dominée par l'étalement, l'inflation était faible, mais fluctuante. Au cours des 50 années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale, durant lesquelles de nombreuses banques centrales ont été mises à contribution pour financer les dépenses publiques et les projets de développement, l'inflation a fini par s'enfoncer. Après 1995, lorsque la maîtrise de l'inflation est devenue l'objectif prioritaire de la plupart des banques centrales, la hausse des prix s'est ralentie. L'échelle logarithmique comprime la série de données, mais en indique l'amplitude. Pour tenir compte des années d'inflation négative, la progression d'une année sur l'autre est calculée par $1 + \text{taux de l'inflation de chaque année}$. Le taux annuel maximum indiqué par le graphique est de 7.462 %.

difficiles à une institution politiquement indépendante. La médaille a cependant un revers. Les banques centrales pourraient notamment apparaître comme des institutions excessivement puissantes, gouvernées par des dirigeants non élus, ce qui pourrait alimenter l'argumentaire du «déficit de démocratie» invoqué dans le passé à l'encontre de l'indépendance de la banque centrale. Par ailleurs, l'indépendance des banques centrales pourrait aussi être mise en question si une nouvelle crise financière éclatait en dépit de leurs nouvelles responsabilités. L'obligation de rendre compte des banques centrales pourrait aussi être fragilisée parce que la stabilité financière est un objectif qu'il est difficile de quantifier. La tâche des pays latino-américains consiste à concevoir des institutions et une méthode pour préserver la stabilité financière qui ne minent pas la crédibilité de la politique monétaire (voir Jácome et Mancini-Griffoli, 2014).

L'argumentaire en vue de confier aux banques centrales d'Amérique latine la charge de promouvoir la croissance économique et l'emploi est moins évident. Les banques centrales ne peuvent pas influer systématiquement sur la croissance économique et l'emploi, parce que l'activité économique dépend pour une large part de facteurs externes (comme la demande de matières premières) à court terme et qu'elle est tributaire des changements structurels susceptibles d'accroître la productivité et de promouvoir l'emploi à long terme. Ajouter la croissance et l'emploi aux responsabilités des banques centrales risquerait donc de nuire à l'efficacité de la politique monétaire, et il leur serait très difficile de rendre compte de leur action, surtout si l'inflation et la croissance deviennent des objectifs antinomiques.

L'autre voie déjà choisie par certaines banques centrales latino-américaines consiste à assigner plus de poids à la production dans leurs calculs stratégiques, sans élargir explicitement leurs missions. Elles visent à lisser les fluctuations cycliques à court terme pour aider l'emploi et protéger la stabilité financière.

Il a fallu environ 80 ans aux banques centrales d'Amérique latine pour ramener l'inflation à un niveau faible et stable, ce qui a amélioré le bien-être de leurs pays. Ce fut un chemin long et semé d'embûches, au cours duquel les banques centrales ont testé des responsabilités et des politiques différentes tandis que les pays connaissaient une longue période de forte inflation (graphique 3). L'évolution à venir n'entraînera pas nécessairement un retour à une inflation élevée ou même à l'hyperinflation, mais l'attribution aux banques centrales de responsabilités dont elles ne peuvent pas s'acquitter efficacement risque de miner leur indépendance et leur crédibilité chèrement gagnées. Le résultat serait la stabilité des prix — mais en contrepartie de taux d'intérêt plus élevés et d'une moindre croissance économique. ■

Luis I. Jácome est Chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

Jácome, Luis I., 2015, "Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years," IMF Working Paper 15/60 (Washington: International Monetary Fund).

—, et Tommaso Mancini-Griffoli, 2014, «Un mandat élargi», *Finances & Développement*, volume 51, n° 2.



PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Jan Svejnar, Andrés Velasco, and many others.

A 12-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises

The 2016–2017 program begins in late May of 2016. Applications are due by January 5, 2016.