

## GESTION DES TAUX DE CHANGE: LEÇONS A TIRER POUR LES PROCHAINES CRISES DE CHANGE

- L'EXPERIENCE DE L'ARGENTINE 1991-2001-

THE MANAGEMENT OF EXCHANGE RATE : LESSONS  
LEARNED FOR THE NEXT CRISES OF EXCHANGE

- THE EXPERIENCE OF ARGENTINA (1991-2001) -

Date d'envoi 12/09/2016

Date d'acceptation 01/12/2016

**CHABANI Madjid**

Université de Boumerdès

[mcha2016@gmail.com](mailto:mcha2016@gmail.com)

**ABOUDERAZ Sofiane**

Université de Boumerdès

[ss.abouderaz@gmail.com](mailto:ss.abouderaz@gmail.com)

### الملخص

يحاول هذا المقال التطرق لأزمة الصرف التي عرفتتها الأرجنتين في أواخر سنوات التسعينيات، 1990، بسبب نظام الصرف المتبع آنذاك، ألا وهو نظام صناديق الإصدار بين سنة 1991 و 2001. تعتبر تجربة الأرجنتين من أهم التجارب في مكافحة التضخم الجامح، حيث اعتمدت في تخفيض التضخم على آلية سعر الصرف، وذلك من خلال اعتماد نظام صرف وسيط من نوع صناديق الإصدار وذلك للتحكم في الإصدار النقدي. لقد تكلفت السنوات الثلاثة التي تلت تطبيق هذا النظام بالنجاح حيث انخفضت معدلات التضخم من 171.7٪ سنة 1991، إلى 4.2٪ سنة 1994، ولكن مع حدوث الأزمة المالية المكسيكية في سنة 1994، تعرضت الأرجنتين إلى متاعب مالية بسبب نظام صناديق الإصدار في حد ذاته والذي جعل الاقتصاد الأرجنتيني جد حساس للصدمات الخارجية، وذلك منذ إجراء تخفيض البيزو المكسيكي سنة 1994، والريال البرازيلي سنة 1998، مع تحسن معدلات الفائدة في الولايات المتحدة وانخفاض البطالة في أوروبا والولايات المتحدة في منتصف التسعينيات. لقد خلق هذا الظرف الاقتصادي العالمي نوعاً من الخوف في الأسواق المالية والنقدية من احتمال تخفيض البيزو الأرجنتيني أو الانتقال نحو تعويم سعر الصرف. نتساءل في هذا المقال عن الأخطاء المرتكبة في وضع سياسة الصرف في الأرجنتين سنة 1991، ومدى مساهمتها في دفع الاقتصاد الأرجنتيني نحو أزمة صرف كان من الممكن تفاديها. تساعدنا هذه الدراسة في توضيح مكامن الضعف في وضع وتسيير سياسة الصرف الأرجنتينية حتى يمكن لواضعي السياسات النقدية وسياسات الصرف الاستفادة منها، وبالتالي تفادي الوقوع في نفس الأخطاء الخاصة بسياسة الصرف.

**الكلمات المفتاحية:** نظام الصرف الوسيط، صناديق الإصدار، سعر الصرف، التضخم الجامح، سياسة الصرف.

### Abstract

The Aim of this article to address the crisis of exchange experienced by Argentina in the late years of the nineties, because at that time of exchange followed the system, namely version funds regime between 1991 and 2001 it was the experience of Argentina of the most important experiences in the fight against hyper-inflation, as adopted in reducing inflation on the exchange-rate mechanism, through the

adoption of the drainage system and the broker of the version type boxes so as to control the monetary version. It culminated in the three years that followed the application of this system a success in terms of inflation rates, decreased from 171.7% in 1991 to 4.2% in 1994, but with the occurrence of the Mexican financial crisis in 1994, suffered Argentina into financial trouble due to release funds system in itself and that made Argentine economy is very sensitive to external shocks, since a reduction in 1994 the Mexican peso, the Brazilian real in 1998, with the improvement in interest rates in the United States and the decline in unemployment in Europe and the United States in the mid-nineties. The global economic situation has created a kind of fear in the financial and monetary markets of a possible devaluation of the Argentine peso or the transition to a floating exchange rate. Wonder in this article all committed errors in setting rate policy in Argentina in 1991, and the extent of their contribution to the payment of the Argentine economy towards exchange crisis was possible avoided. This study help to clarify the weaknesses in the design and conduct of the exchange policy of the Argentine can even monetary policies and the policies of exchange-makers take advantage of them, and thus avoid falling into the same private exchange policy errors.

**Key words:** median drainage system, version funds, exchange rate, runaway inflation, rate policy.

## INTRODUCTION :

L'Argentine comme d'autres pays d'Amérique latine a vécu de grandes turbulences économiques, monétaires et financières durant le 19<sup>e</sup> et 20<sup>e</sup> siècle qui viennent perturber la stabilité sociale de ces pays avant de trouver une certaine stabilité dès la fin des années 1990. Pour certaines économies, a savoir le Brésil, la fin de cette décennie était le début d'une ère de stabilisation monétaire, mais pas pour l'argentine qui a connu une crise financière au début de l'an 2000 avant d'entrer dans une phase de stabilité économique après 2001.

Après les différents essais de réforme monétaire déclenchés par l'Argentine pour endiguer l'hyperinflation enracinée dans l'économie, le résultat était toujours loin des objectifs de la politique monétaire et de change. Cette défaillance dans les politiques économiques existait depuis les années 1970 quand l'Argentine commença ses plans orthodoxes de désinflation entre 1978-1981 qui ont abouti à une légère perte d'inflation passant de 175.5% en 1978 à 100.70% en 1981, mais ces chiffres étaient toujours insupportables pour l'économie nationale. Les plans orthodoxes basés sur le régime de change crawling peg ou le glissement pré-annoncé du taux de change n'ont pas donné le résultat escompté par la stabilité de change, et l'échec se manifesta par une crise de change en 1981. Cet échec a conduit les autorités argentine à l'adoption d'une nouvelle vague de réformes hétérodoxes dès 1985, avec le **plan Austral** qui se termina par une autre hyperinflation entre 1988 et 1991 de 1400%, et les échecs s'accablèrent jusqu' en 1991, la date où le gouvernement approuva le OK pour l'adoption d'un régime de change fixe du type currency board ou caisse d'émission de 1991 à 2001 afin de baisser l'inflation mortelle.

La nouvelle stratégie adoptée avec unanimité politique a finalement absorbé l'hyperinflation durant les quatre premières années du programme, mais l'économie est sortie en 2001 accompagnée d'une crise financière après une grave crise de change inaperçue qui a déclenché la crise de 2001.

Après cette défaillance les responsables de la politique monétaire avaient-ils tort d'adopter un tel régime de change vu la situation monétaire et financière de l'économie nationale ?

Dans cet article nous allons essayer de prouver que la politique de change menée entre 1991 et 2001 était erronée et a conduit l'Argentine vers une grave crise de change, que l'Argentine pouvait éviter.

## LA DESINFLATION PAR LE CHANGE :

Pour endiguer l'hyperinflation séculaire qui élimine tout espoir d'une stabilité de la monnaie nationale, l'Argentine s'est mise sur les voies de la réforme monétaire après la deuxième guerre mondiale, mais les résultats étaient toujours mitigés à cause de l'incohérence des programmes.

Le programme visant la baisse de l'hyperinflation était basé sur un régime de change intermédiaire de type *crawlingpegou glissement pré-annoncé de taux de change*, comme c'était le cas au Chili 1978-1981, Uruguay 1978-1982 et l'Argentine 1978-1981. Ce régime consiste à divulguer à l'avance pour plusieurs mois le taux de dévaluation de change nominal afin que les marchés anticipent le taux de dévaluation dans leurs contrats, et généralement le taux de glissement est inférieur des écarts entre l'inflation domestique anticipée et l'inflation étrangère anticipée. Ce glissement a pour but d'empêcher l'appréciation du taux change réel avec certaine exception d'appréciation réelle, mais le taux de dévaluation est réduit progressivement pour baisser les anticipations inflationnistes<sup>1</sup>.

L'ancrage nominal du taux de change était mis dans un cadre de politique orthodoxe pour bloquer les différentes sources d'inflation, à savoir l'inflation salariale qui était induite par la politique salariale dans les années 1950 et 1960 qui avait pour but le maintien de pouvoir d'achat des argentins par une législation instituant le salaire minimum pour 520000 fonctionnaires en 1953<sup>2</sup>, sans oublier l'inflation budgétaire causée par un déficit budgétaire structurel qui trouve ses origines dans l'augmentation des dépenses publiques improductives, l'instabilité et la rareté des recettes fiscales et des règles budgétaires incorrectes, ces dépenses atteignaient 127 dollars par tête en 1953<sup>3</sup>. A

ces deux inflations elle vient s'ajouter l'inflation institutionnelle définie comme le déséquilibre entre les flux monétaires et réels<sup>4</sup>.

Pour toutes ces sources d'inflation latino-américaine le programme orthodoxe regroupait des ajustements d'ordre fiscal et structurel et une libéralisation du commerce, ainsi que d'autres mesures qui existaient depuis 1976, tel que le couple «prix-salaire» pour contrôler l'évolution des salaires et les prix par leurs fixations afin de mieux contrôler l'inflation qui frôlait en 1975 le seuil de 183% et 444% annuellement en 1976, et un PIB reflétant la décroissance économique avec -0.6% et -0.01% en 1975 et 1976 respectivement<sup>5</sup>, accompagnés par d'autres variables macroéconomiques pas moins mauvaises, (voir tableau 1).

**Tableau 1** : Evolution des différentes variables macroéconomiques 1976-1982

Variabes en %	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
<b>Inflation</b>	444.0	176.0	175.5	159.5	100.8	104.5	164.8
<b>Déficit public</b>	-8.8	-4.3	-3.8	-3.0	-3.1	-5.4	-4.2
<b>Balance courante</b>	1.3	2.0	3.2	-0.7	-6.2	-6.0	-2.8
<b>Balance commerciale</b>	3.3	2.3	2.9	0.2	-1.4	-0.5	2.6
<b>PIB</b>	0.0	6.4	-3.2	7.0	1.5	-5.4	-3.2

Source: VAN PHAM Thuy, Op.cit, p382, 385,387,390.

Ces chiffres reflètent avec beaucoup de clarté les faiblesses de l'économie Argentine avant et après la politique d'ancrage nominal de change. Effectivement l'inflation s'est déclinée d'une brèche mais elle reste toujours hyper et loin de l'acceptable et surtout de ses partenaires commerciaux, à savoir les États-Unis. Le déficit public (chronique) depuis 1976 est resté dans le négatif à cause des dépenses étatique non-productives réparties pour une grande partie dans des budgets salariaux, afin d'assister le pouvoir d'achat des argentins, devant une appaillage productive inerte, et bien sûr le résultat, un PIB très faible.

Pour mieux comprendre le mécanisme de cet ancrage nous partons de l'équation de change ci-dessous<sup>6</sup> (on a changé p, prix par  $\pi$ , inflation) :

$$e = E \cdot \left(\frac{\pi^*}{\pi}\right) \dots (1)$$

Avec :

$e$  : Taux de change réel (TCR).

$E$  : Taux de change nominal (TCN).

$\pi$  : taux d'inflation domestique (Argentine).

$\pi^*$  : Taux d'inflation étranger (États-Unis).

De l'équation (1) nous obtenons l'équation du taux de change nominal comme suite :

$$E = e \cdot \left(\frac{\pi}{\pi^*}\right) \dots (2)$$

Cette dernière équation explique la relation entre taux de change nominal et les fluctuations des prix (inflation), donc par négligence provisoire des effets de fluctuation des taux d'intérêts domestique et étranger sur le taux de change nominal, nous retiendrons ici la détermination de TCN par les différentes fluctuations qui touchent l'inflation et le TCR.

Donc, pour réussir la désinflation par l'ancrage nominal de change, la politique de change doit assurer une dépréciation assez importante du TCR, accompagnée (obligatoirement) par une baisse sensible des taux d'intérêts nominaux. Cette combinaison était impraticable pour deux causes majeures :

1. Une crise de change peut provenir par l'anticipation des marchés d'une grande dévaluation touchant le TCN, ou un abondant de régime en faveur de flottement, comme c'était le cas Argentin avec des dévaluations atteignant les 263.8% en 1981.
2. Les écarts de l'inflation entre l'Argentine, d'une part, et les États-Unis, Japon et Europe, d'autre part, étaient énormes au point de neutraliser l'effet de la dévaluation.

D'après ces causes et par l'application de l'équation (1), nous constatons que la dévaluation du TCN avec un  $(\pi)$  très élevé que  $(\pi^*)$ , le seul résultat qui sera obtenu est l'appréciation du TCR qui affectera le commerce extérieur par l'augmentation des prix proportionnels des biens et services argentins (balance commerciale de -1.4% en 1980) et une perte dans la balance courante (-6.2% en 1980), ces événements poussent les marchés à anticiper un flottement de peso, et donc par effet mécanique, une plus grande dépréciation de peso. Et pour cela les marchés commencent à faire sortir leurs capitaux de l'argentine, tolérés par des mesures de libéralisation des capitaux et un système bancaire décentralisé, et donc un échec de programme.

Le défi de la désinflation par l'ancrage nominal de change était difficile à soulever dans une période proportionnellement courte, pour ne pas dire impossible à réaliser, à cause de plusieurs facteurs internes qu'externes :

*Primo*, le cadre macroéconomique argentin, à savoir la dette publique très élevée, déficit budgétaire chronique et faiblesse de la balance commerciale (voir tableau 1), était très faible pour qu'il puisse aider à la désinflation, avec des variables monétaires inappropriées (voir tableau 2).

### **Tableau 2 : Taux d'évolution des différentes variables macro monétaires**

**1976-1982**

Variables en %	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
----------------	------	------	------	------	------	------	------

<b>Dévaluation</b>	350.8	117.7	67.9	61.3	23.1	263.8	569.8
<b>Masse monétaire M2</b>	353.5	227.2	172.6	187.4	91.8	100.5	2235.2
<b>taux d'intérêt réel</b>	-	-60.6	-43.8	-42.2	-21.2	52.6	-38.5

Source: VAN PHAM Thuy, op.cit, p383, 384,386.

Ces variables expliquent en grande partie l'échec de la politique de change dans la lutte contre l'inflation de 1978 à 1982, cet échec est attribué au régime de change même !

Abaisser l'hyperinflation par un ancrage de change nominal dans un contexte monétaire instable n'aboutirait jamais à la désinflation, car les taux d'inflation domestiques très élevés (même avec des baisses légères) vis-à-vis des partenaires commerciaux (8.7%, 10.7%, 8.6% respectivement aux Etats-Unis, Europe et Japon pour la période annuelle 1973-1982)<sup>7</sup>, engendrent une appréciation accrue du TCR qui rend les biens et services nationaux non compétitifs, et par la suite des pertes énormes et continues dans la balance courante et la balance commerciale pour l'Argentine depuis 1979-1980, (voir tableau 1).

Cette appréciation du TCR accompagnée par des pertes intolérables et des déficits publics insoutenables, ont secoués et poussés les marchés à retirer leurs fonds, facilités par l'ouverture des marchés. Afin d'éviter une grande dépréciation du TCN et une faillite du régime de change, les taux d'intérêts nominaux augmentent, un bond (remarquable) de taux d'intérêt réel en 1981 (52.6%). Mais finalement ces augmentations des taux d'intérêts créeront de nouvelles anticipations de dévaluation du TCR ou un déplacement vers le flottement de change, et donc l'augmentation des taux d'intérêts ont aggravées la situation de l'Argentine et l'on poussée vers la dépréciation du TCN.

*Secundo*, en parallèle aux évènements survenus en Argentine la situation de l'économie mondiale se changeait à cause de la politique monétaire restrictive des Etats-Unis qui consistait à maîtriser l'inflation par l'augmentation des taux d'intérêts réels entre la période de 1979 et 1982, qui atteignaient 6%, et une perte aux marchés des matières premières de 40% dans leurs prix réels<sup>8</sup>. Les taux d'intérêts attractifs aux Etats-Unis et dans d'autres pays comme l'Allemagne et le Japon, avec 7% et 3% respectivement<sup>9</sup>, ont accélérés l'échec du régime d'ancrage nominal du taux de change Argentin en 1982, et l'émergence de problème d'endettement à la même année.

### REUSSITE INACHEVEE D'UN ANCRAGE FIXE:

Après la tentation de désinflation par un régime intermédiaire de change qui a fini par une hausse de l'hyperinflation à 164.8% en 1982, et avant le maintien de currencyboard en 1991 l'Argentine est passée par plusieurs tentatives de stabilisation monétaire via les différents régimes de changes.

Juste après l'échec du régime intermédiaire par l'ancrage souple, l'Argentine se tourna vers le deuxième pilier de régime intermédiaire, celui de flottement strictement contrôlé en 1985 (avec une hyperinflation de 529% entre 1983-1985) par l'adoption d'un plan de réforme hétérodoxe appelé plan *Austral* (nom de la nouvelle monnaie nationale) en juin 1985, qui a connu moins de succès avant de tomber en échec total à la fin de 1986, l'inflation tomba à 81.5% en été 1986 contre 1036.2% en juin 1985, ensuite au début de 1987 les responsables argentins réinterprètent le crawling-peg pour finir avec une hyperinflation de 3079.8% à la fin des années 1980<sup>10</sup>.

Le début des années 1990 était marqué par l'introduction d'une solution en coïncidence régimes fixes (régimes bipolaire), caractérisés par l'ancrage fixe de change dans le cadre de currencyboard. Ce dernier est un engagement officiel des autorités à convertir automatiquement les pesos contre les dollars américains sans coûts d'opération de convertibilité. En Argentine la parité était de 1 peso pour 1 dollar US, et la base monétaire (monnaie fiduciaire et dépôt des banques commerciales) était gagée à 100% sur les avoirs en devises<sup>11</sup>. L'objectif de ce régime est de contrôler l'évolution de la masse monétaire et d'éliminer toute possibilité pour la banque centrale d'émettre des pesos pour financer les déficits publics ou de soutenir les politiques financières exposées à l'inflationnisme, et c'est pour cela que les autorités ont approuvé deux mesures régissant le fonctionnement de currency board: **1- la loi de convertibilité 1991 qui fixe le taux de change**, l'élimination de l'indexation des prix et a obligé la banque centrale à couvrir les 2/3 de la base monétaire par des réserves internationales, ces conditions limitent toute possibilité pour la banque centrale à financer les projets étatiques. **2- la seconde mesure de 1992, sur la charte de la banque centrale** qui rend cette dernière indépendante des organes exécutifs et législatifs, avec principale mission la préservation de la valeur du peso argentin<sup>12</sup>.

Il est clair que l'émission monétaire est corrélée en fonction des réserves de change, ce qui rend impossible de mener une politique monétaire expansionniste ou de jouer avec les taux d'intérêts domestiques pour défendre le peso argentin ou pour tranquilliser les marchés en cas de panique ou effet de contagion des marchés. Donc il est important de souligner deux points importants :

- 1- Assurer une réserve de change suffisante demande une stabilité permanente du TCR ainsi qu'un solde positif des balances commerciales et courantes.

- 2- La politique monétaire et de change deviendront neutres, car les taux d'intérêts domestiques suivront les mouvements des taux d'intérêts américains.

Le currencyboard permet à l'argentine de préserver son revenu de seigneuriage mais avec un rythme proportionnel correspondant au réserve de change, et donc une élimination réussite pour l'une des sources traditionnelles d'hyperinflation sud-américaine. Ceci instaure une certaine discipline budgétaire de fait de l'élimination d'une autre source traditionnelle d'hyperinflation, celle de la masse salariale (baisse des salaires nominaux accompagnés par des augmentations des salaires réels par effet mécanique lié à la baisse de l'hyperinflation. Juste après l'application du régime l'hyperinflation baissa remarquablement accompagnée par une contraction de la masse monétaire M1et M2 (voir tableau 3).

**Tableau 3 : variables macroéconomiques 1989-1995**

Variables en %	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Inflation	3079.8	2314.0	171.7	24.9	10.6	4.2	3.4
M2	2235.2	1113.3	141.3	62.5	46.5	17.6	-2.8
Deficit public (%du PIB)	-0.7	-0.3	-0.5	0.0	-0.7	-0.7	-0.6
Taux d'intérêt réel	14156.0	-796.1	- 110.0	-8.1	0.7	3.9	8.5
Balance courante	-1.7	3.2	-0.3	-2.4	-3.5	-4.3	-2.0

(%du PIB)							
<b>Balance commerciale (%du PIB)</b>	6.5	5.7	1.6	-1.5	-2.4	-3.1	-0.4
<b>PIB</b>	-6.9	-1.8	10.6	9.6	5.7	5.8	-2.8

Source: VAN PHAM Thuy, op.cit, p382, 384,388 à 390.

Il est clair que les deux balances n'offraient pas la garantie requise pour le bon fonctionnement de currencyboard, et surtout en 1994 quand la crise financière secoua le Mexique, et par similarité des caractéristiques macroéconomiques entre les deux pays, les marchés replaçaient leurs actifs et placements en dehors de la zone latine attirés par les taux d'intérêts élevés aux Etats-Unis. Ensuite les crises financières frappèrent pratiquement toutes les économies émergentes, de la crise asiatique 1997 à la crise brésilienne 1998 qui a dégradé les échanges commerciaux (27% de ses exportations vers le Brésil et 24% de ses importations du Brésil)<sup>13</sup> entre les deux pays causée par la dévaluation du Real brésilien. Cette situation augmentait les primes de risque et fait chuter les réserves de change de l'Argentine.

Le currencyboard a rendu l'Argentine très sensible aux chocs extérieures, depuis la dévaluation du peso mexicain (1994) et le real brésilien (1998) jusqu'à la stabilité des taux d'intérêts aux Etats-Unis, et la baisse de chômage en Europe et Etats-Unis au milieu des années 1990, c'est ce qui a créé une peur dans les marchés d'une probable dévaluation de peso argentin ou le passage vers le flottement, cette peur grandissait quand le taux de dépôts passait de 9.2%, 6.4% à 10.3% en septembre 1995, septembre 1997 et septembre 1998 respectivement<sup>14</sup>. Cette situation (interne et externe) a encouragé les marchés à retirer leur confiance de peso et de replacer leurs fonds dans d'autres marchés plus sûrs, ce qui a fait entrer l'Argentine en 1999

dans une récession économique avant d'abandonner le currencyboard en 2001 pour aller vers le flottement en 2002.

### **INCOHERENCE TRIANGULAIRE :**

Effectivement la désinflation par l'ancrage fixe du taux de change argentin était réussie sur le court et le moyen terme, mais avec de sérieux déséquilibres macroéconomiques tel que l'augmentation de chômage à plus de 16% de la population active en 1995<sup>15</sup>, et le solde négatif des différentes balances commerciale et courante et une nette augmentation de la dette publique qui passe de 28.3% (1992) en pourcentage de PIB à 62.2% en 2001<sup>16</sup>.

Le currencyboard argentin était conçu pour réaliser une stabilité monétaire durable en abaissant l'hyperinflation, mais la réalité montre que sa résistance sur le long terme ne peut tenir dans un cadre macroéconomique argentin si instable et une économie sensible aux chocs extérieurs. Est-ce que c'est le currencyboard qui a affaibli le cadre macroéconomique ou les faiblesses de ce dernier qui ont entravés le fonctionnement de currencyboard sur le long terme et mettre fin à son abonnement en 2001 ?! La réponse est simple, adopter un currencyboard nécessite une prédisposition de quelques indices macroéconomiques solides (dette publique bas, infrastructure industrielle existante, balance commerciale et courante positive), dans le cas contraire le currencyboard aggrave d'avantage ces indices (argentine 1991-2001). Aussi les faiblesses des indices macroéconomiques argentins étaient incompatibles avec le mécanisme de fonctionnement de currencyboard.

Pour essayer de démontrer les causes d'une faillite accélérée de currencyboard argentin nous nous référons à la *théorie de parité des taux d'intérêt non couverte*(PTINC). La PTINC nous permet de

souligner l'impossibilité pour l'argentine à préserver un ancrage fixe du TCN avec un currencyboard, et dans un contexte macroéconomique faible et une compétitivité accrue des marchés de change internationaux (marchés de G3).

Afin d'assurer la stabilité et la continuité de currencyboard les responsables argentins de la politique monétaire et de change devaient garantir un rapprochement très étroit entre le taux d'intérêt domestique ( $i$ ) et celui des Etats-Unis ( $i^*$ ), et donc le déterminant réel des fluctuations du TCR devient l'inflation ( $\pi$  suit M2 et ce dernier suit  $i$ ), et par mécanisme de cause et effet l'inflation domestique détermine le TCR, et ce dernier détermine le TCN qui est sensé fixe par rapport au dollar. Mais ces trois conditions n'étaient pas respectées en argentine et qui révélaient une incompatibilité de currencyboard avec l'économie argentine, cette incompatibilité nous l'appellerons *incohérence triangulaire* pour démontrer l'impossibilité de respecter les trois conditions précédentes simultanément dans une économie fragilisée par l'hyperinflation.

Avec une PTINC comme suite<sup>17</sup> :

$$1 + i_t = \left( \frac{E_{t+1}^e}{E_t} \right) (1 + i_t^*) \quad (3)$$

Avec :

$E_{t+1}^e$  : TCN argentin anticipé en t+1 période.

$E_t$  : TCR argentin en t période.

Si les marchés anticipent une égalité entre le TCR anticipé et le TCR d'aujourd'hui, c'est-à-dire :

$$E_{t+1}^e = E_t \text{ Donc } i_t = i_t^* \quad (1^{\text{ere}} \text{ condition})$$

Cette première condition de triangle était-elle respectée en Argentine ?  
Voir tableau 4.

Si le TCN du peso était vraiment fixe à 1peso pour 1dollar (ce qui n'était pas le cas les dollars détenus par la banque centrale ne couvraient que 80% de la masse monétaire, et réellement la parité était de 2 et 4 pesos par dollar)<sup>18</sup> alors le TCR du peso sera égal à la proportionnalité entre l'inflation argentine et américaine, c'est-à-dire :

$$\bar{E}_{peso} = \bar{E}_{dollar} = 1 \quad (2^{\text{ème}} \text{ condition})$$

Avec cette condition, et l'équation (1) nous obtiendrons le TCR :

$$E = \left( \frac{\pi}{\pi^*} \right)$$

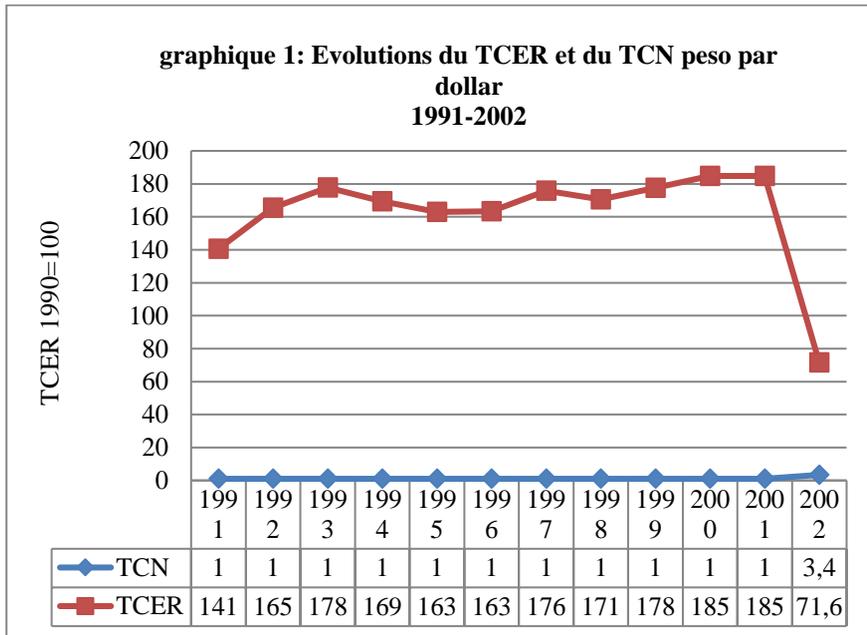
Mais avec le taux d'inflation relativement élevé en argentine par rapport à ces partenaires commerciaux, y-est compris les États-Unis, *le taux de change effectif réel (TCER)* était très apprécié (une appréciation de 20% depuis le début de 1995)<sup>19</sup> (voir graphique 1) ce qui explique les déficits enregistrés dans la balance courante, situation importune pour la banque centrale dans sa guette de stabilité du peso, et de ce fait l'appréciation du TCR et les seuils élevés de l'inflation argentine par rapport à celle des États-Unis augmentèrent la pression de dévaluation du TCN argentin. Et pour éviter cette situation, et pour que le peso reste stable et fixe vis-à-vis le dollar les inflations des deux pays devaient restées les mêmes, c'est-à-dire la nécessiter de respecter la 3<sup>ème</sup> condition :

$$\pi = \pi^* \quad (3^{\text{ème}} \text{ condition})$$

$$E = \left( \frac{\pi}{\pi^*} \right) = 1$$

Si cette condition était respectée, toutes les pressions sur le peso pour la dévaluation seraient vouées à l'échec et le peso restera en rose.

La réalité était d'une autre couleur, les taux d'intérêts étaient différents entre les deux pays, ainsi que l'inflation (voir tableau 4). Donc réellement le TCN était de 2 à 4 peso par dollar (implicitement).



Source: IEO of IMF, Op.cit, p10, interprétation personnelle.

**Tableau 4 : inflation et taux d'intérêt (Argentine et Etats-Unis)**

1991-2003

Années	Etats-Unis			Argentine		
	Inflation %	intéret t	intéret nominal	Inflation %	intéret t	intéret nominal

		réel/%	%		réel/%	%
1991	4.2	4.80	9.00	171.7	-110.0	61.7
1992	3.0	3.86	6.86	24.9	-8.1	16.8
1993	3.0	3.62	6.62	10.6	0.7	11.30
1994	2.6	4.93	7.53	4.2	7.01	11.21
1995	2.8	6.65	9.45	3.4	14.23	17.63
1996	2.9	6.25	9.15	0.2	10.57	10.77
1997	2.3	6.66	8.96	0.5	9.75	10.25
1998	1.6	7.16	8.76	0.9	12.55	13.45
1999	2.2	6.46	8.66	-1.2	13.12	11.92
2000	3.4	6.90	10.30	-0.9	9.95	9.05
2001	2.8	4.41	7.21	-1.1	29.12	28.02
2002	1.6	2.87	4.47	25.9	16.18	46.27
2003	2.3	1.95	4.25	13.4	7.83	21.23

Remarque :

- Quand le taux d'intérêt nominal est supérieur à 10% il est calculé comme suit :  $i = r + \pi + r \cdot \pi$   
et  $i = r + \pi$  quand  $i$  et  $\pi$  sont inférieurs à 10% d'où ( $r$ ) est le taux d'intérêt réel.

- Calcule personnel de Taux d'intérêt nominal.

Source : université de Sherbrooke, **Perspective monde**, novembre 2010, statistiques,

<http://perspective.usherbrook.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPays?Langue=Fr&code>

pays=MEX&codeTheme=2&codeStat=FR.INR.RINR, 12-05-2011, p1.

Taux d'intérêt réel argentin de 1991 à 1993 de Thuy Van Pham, op.ci, p382.

Ce tableau démontre clairement que le marché va anticiper une valeur éventuelle du peso, car le marché pense que le peso est surévalué et donc la banque centrale cherchera à le dévaluer prochainement ou bien de passer au flottement et de laisser le currencyboard. Et

finalement c'est une traque qui engendre une pression à la baisse sur le peso, et par réaction mécanique la banque centrale essaiera de calmer le marché par l'augmentation des taux d'intérêts et la vente du dollar pour préserver la fixité de change et le résultat sera une contraction de la masse monétaire et de la production avant d'arriver à une contraction généralisée de l'activité économique.

Cette procédure de la banque centrale a empêché la concrétisation de la 1<sup>ère</sup> condition révélée par l'augmentation des taux d'intérêts depuis 1998, et alors même si les anticipations des marchés ne se réalisent pas aujourd'hui, ils prendront toute augmentation des taux d'intérêts éventuels comme une sérieuse alerte de dévaluation, et donc une autre pression sur le peso, et un autre défi pour la banque centrale de préserver la parité du peso avec une fluidité accrue des réserves de change qui rendent impossible le respect de la 2<sup>ème</sup> condition.

### CONCLUSIONS ET LEÇONS :

De notre analyse de l'expérience monétaire et de change de l'Argentine nous pouvons en retirer quelques enseignements dans la gestion de change dans les économies émergentes. L'objectif des autorités argentines dans les années 1970-1980 était la désinflation pure et simple par les plans orthodoxes ensuite les plans hétérodoxes au milieu des années 1980, pourquoi l'échec persisté ?

1- Si nous admettons l'hypothèse que l'inflation latino-américaine n'est pas seulement un phénomène purement monétaire mais aussi d'ordre structurel, nous pouvons en conclure que l'échec de plan orthodoxe était dû à la négligence des sources d'hyperinflation argentine, et ce qui explique la réussite de plan hétérodoxe dans l'abaissement de l'hyperinflation, avec le contrôle du duo salaire-prix.

2- D'après la PTINC, les écarts entre taux d'intérêts influent sur le taux de change argentin et celui des autres économies d'Amérique latine, car les anticipations des marchés concernant la dévaluation ou l'ajustement du taux de change influent sur les

décisions des marchés, et donc une décision d'abondant d'une monnaie pour son taux d'intérêt bas engendra une dépréciation de change plus que celle anticipée, et donc un reflux massifs des réserves de change suivi par une politique monétaire et de change urgentes afin de stopper le reflux, mais elle vont au sens d'une aggravation de la situation.

3- Effectivement le marché de change ne peut être équilibré sauf si le taux de rendement des placements entre différent pays sont les mêmes, et la situation de l'Argentine (1978-1981 et 1991-2001) et d'autres pays latino-américain confirme cette thèse.

4- Pour les responsables argentins la désinflation était l'objectif majeur de currencyboard, mais cette guette était suivie par des effets néfastes sur l'économie comme l'augmentation du chômage causée par l'augmentation des taux d'intérêts et la contraction de la production qui baisse la consommation et qui vient alimenter le cercle vicieux de taux d'intérêt élevé.

5- Le currencyboard a rendu l'argentine sensible aux chocs extérieurs et aux similitudes des caractéristiques macroéconomiques des économies émergentes.

6- L'augmentation des taux d'intérêts depuis 2001 et les faiblesses macroéconomiques ont augmenté le risque d'une probable dévaluation du peso ou flottement anticipé par les marchés, ce qui à conduit vers une masse de reflux des capitaux et une courte crise de change inaperçue, avant que l'argentine n'entre en récession économique accélérée avec crise bancaire légère pour que les faits se transforment en grande crise financière.

De ces faits, nous retenons les leçons suivantes :

1- La désinflation par l'ancrage nominal du taux de change de type crawlingpeg dans une atmosphère d'hyperinflation et un cadre macroéconomique faible ne résistera au long terme, et pour cela il faut renforcer le cadre macroéconomique avant l'ancrage et de laisser la déréglementation de marché de change et monétaire comme seconde étape.

2- La désinflation par l'ancrage fixe du taux de change de type currencyboard en Argentine était erronée dès le début et ça pour les raisons suivantes :

a) Le currencyboard rend la politique monétaire et de change neutre et en même temps les taux d'intérêts Argentins devaient suivre le rythme des taux américains, mais la production argentine n'était pas aussi forte pour accompagner l'augmentation des taux en Argentine, et donc le seul résultat acquis c'était l'augmentation du chômage.

b) Instauration de la confiance aux marchés par la libéralisation financière demande une immense réserve de change, mais ce n'était pas le cas en Argentine. Et pour cela il fallait procéder par l'ancrage de change, ensuite le renforcement de la production pour un solde positif de la balance commerciale et courante pour arriver à éliminer le déficit public en même temps instaurer un contrôle de change comme première étape, et la liberté partielle de change comme deuxième étape quand les bienfaits des réformes arrivent, et la libéralisation totale quand les soldes des différentes balances sont renforcés et le déficit endigué.

c) Le TCR c'est apprécié avec la désinflation ce qui a conduit au déficit de la balance commerciale et courante, et donc il fallait contrôler le TCR en le dévaluant continuellement pour absorber les inconvénients de la désinflation.

Après que la marche vers la désinflation est terminée et que l'Argentine réalise une certaine stabilité monétaire, est ce que la désinflation ne cache pas un autre piège pour l'Argentine et ses voisins?

### **LES MARGES:**

<sup>1</sup>Gharbi Hanen, **La gestion des taux de change dans les pays émergents la leçon des expériences récentes**, revue de l'OFCE, n°95, octobre 2005, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/9-95.pdf>, 21-10-2011, p283.

<sup>2</sup> Lambert Denis, **Les inflations sud – américaines**, Institut des hautes études de l'Amérique latine, Paris, 1959, p106.

<sup>3</sup>Lambert Denis, Op.cit, p 90-91.

<sup>4</sup> Ibid., p83.

<sup>5</sup> VAN PHAM Thuy, **Ancrage nominal du taux de change et couts de la désinflation : une estimation économétrique**, Thèse doctorat, SC économiques, université PARIS1 pantheon –Sorbonne, 2007,[http://halshs.archives-ouvertes.fr/doc/00/19/86/19/PDF/PHAM\\_thuy\\_VAN\\_these.pdf](http://halshs.archives-ouvertes.fr/doc/00/19/86/19/PDF/PHAM_thuy_VAN_these.pdf),08-04-2011,p87.

<sup>6</sup> Olivier Blanchard et Daniel Cohen, **Macroéconomie**,4<sup>e</sup> édition, éditions De Boeck université, Belgique, 2009, p 187.

<sup>7</sup> Paul Krugman et Maurice Obstfeld, **Economie internationale**,8<sup>e</sup> édition, édition Pearson education, France, 2009, p 566.

<sup>8</sup> Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, **Cette fois c'est différent**, édition Pearson education, France, 2010, p 266.

<sup>9</sup> Dwight H. Perkins, Steven Radelet et David L. Lindauer, **Economie du développement**, 3<sup>e</sup> édition, éditions De Boeck Université, Bruxelles, 2008, p 571.

<sup>10</sup>Thuy Van Pham, op.cit, p89.

<sup>11</sup> Direction de la prévision, gouvernement français, **Argentine dix ans de currencyboard**, décembre 2001, [http://www.economie.gov.fr/fonds\\_documentaire/prevision/nci/nci0112/argentine.pdf](http://www.economie.gov.fr/fonds_documentaire/prevision/nci/nci0112/argentine.pdf), 23-04-2011, p37.

<sup>12</sup> Pedro Pou, **Les réformes structurelles en Argentine pendant les années 90**, finances & développement du FMI, mars 2000, n°1, volume 37, p 14.

<sup>13</sup> Direction de la prévision, gouvernement français, Op.cit, p 41.

<sup>14</sup>Thuy Van Pham, Op.cit, p92.

<sup>15</sup> Direction de la prévision, gouvernement français, Op.cit, p 40.

<sup>16</sup>IEO of IMF, The IMF and Argentina, 1991-2001, **Evaluation report**, IMF edition, 2004, <http://www.imf.org/external/np/ieo/2004/arg/eng/pdf/report.pdf>, 31-10-2011, p 10.

<sup>17</sup> Olivier Blanchard et Daniel Cohen, **Macroéconomie**, 5<sup>e</sup> édition, édition Pearson education, France, 2010, p 368.

<sup>18</sup> Floriant Pariset, **La convertibilité du peso et la crise économique en Argentine**, séminaire de politique macro-économique, HEC Lausanne, <http://www.er.uqam.ca/nobel/r16374/teaching/lausanne/rapports/pariset.pdf>, 01-05-2011, p 5,9.

<sup>19</sup> Direction de la prévision, gouvernement français, Op.cit, p 42.

### **OUVRAGES:**

- 1- Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, **Cette fois c'est différent**, édition Pearson education, France, 2010.
- 2- Direction de la prévision, gouvernement français, **Argentine dix ans de currencyboard**, décembre 2001, [http://www.economie.gov.fr/fonds\\_documentaire/prevision/nci/nci0112/argentine.pdf](http://www.economie.gov.fr/fonds_documentaire/prevision/nci/nci0112/argentine.pdf), 23-04-2011.
- 3- Dwight H. Perkins, Steven Radelet et David L. Lindauer, **Economie du développement**, 3<sup>e</sup> édition, éditions De Boeck Université, Bruxelles, 2008.
- 4- Gharbi Hanen, **La gestion des taux de change dans les pays émergents la leçon des expériences récentes**, revue de l'OFCE, n°95, octobre 2005, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/9-95.pdf>, 21-10-2011.
- 5- IEO of IMF, The IMF and Argentina, 1991-2001, **Evaluation report**, IMF edition, 2004, <http://www.imf.org/external/np/ieo/2004/arg/eng/pdf/report.pdf>, 31-10-2011.
- 6- Lambert Denis, **Les inflations sud – américaines**, Institut des hautes études de l'Amérique latine, Paris, 1959.
- 7- Olivier Blanchard et Daniel Cohen, **Macroéconomie**, 4<sup>e</sup> édition, éditions De Boeck université, Belgique, 2009.
- 8- Pariset, **La convertibilité du peso et la crise économique en Argentine**, séminaire de politique macro-économique, HEC Lausanne, <http://www.er.uqam.ca/nobel/r16374/teaching/lausanne/rapports/pariset.pdf>, 01-05-2011.
- 9- Paul krugman et Maurice Obstfeld, **Economie internationale**, 8<sup>e</sup> édition, édition Pearson education, France, 2009.
- 10- Pedro Pou, **Les réformes structurelles en Argentine pendant les années 90**, finances & développement du FMI, mars 2000, n°1, volume 37.

- 11- VAN PHAM Thuy, **Ancrage nominal du taux de change et couts de la désinflation : une estimation économétrique**, thèse doctorat, SC économiques, université PARIS1 pantheon –Sorbonne, 2007,[http://halshs.archives-ouvertes.fr/doc/00/19/86/19/PDF/PHAM\\_thuy\\_VAN\\_these.pdf](http://halshs.archives-ouvertes.fr/doc/00/19/86/19/PDF/PHAM_thuy_VAN_these.pdf),08-04-2011.