

Le domptage du monstre



**Comment
les banques
centrales
d'Amérique
latine ont
survécu à
l'hyperinflation
pour devenir
les gardiennes
de la stabilité
des prix**

Agustín Carstens et Luis I. Jácome H.

EN 1990, l'inflation atteignait en moyenne 500 % en Amérique latine. En Argentine, au Brésil et au Pérou — trois des économies les plus importantes de la région —, elle dépassait 1000 %, et aucun pays ne parvenait à la contenir en dessous de 10 %. Face à la dégradation des niveaux de vie, les gouvernements ont entrepris de profondes réformes structurelles, portant notamment sur les banques centrales, qui ont fini par créer les conditions nécessaires à la maîtrise de l'inflation.

Aujourd'hui, la plupart des pays d'Amérique latine l'ont ramenée à moins de 10 %. Les banques centrales ont grandement contribué à cette réussite, mais il leur reste au moins trois problèmes importants à résoudre. D'abord, beaucoup d'entre elles doivent encore stabiliser les prix. Ensuite, dans plusieurs pays, elles doivent restaurer la confiance du marché dans la monnaie nationale. Enfin, il leur faut conserver une politique cohérente face à l'instabilité des mouvements de capitaux. Les crises bancaires récurrentes et le laxisme budgétaire risquent de limiter leur capacité d'action sur ces trois plans.

La réforme des banques centrales

À commencer par le Chili en 1989, la quasi-totalité des pays d'Amérique latine ont adopté des lois qui accordent aux banques centrales plus d'autonomie, en contrepartie d'une responsabilité accrue. Ces réformes poursuivent quatre objectifs, hiérarchisés différemment selon les pays :

- un **mandat clair** axé sur la stabilité des prix plutôt que sur la croissance économique (qui était auparavant le but primordial);
- l'**autonomie politique** pour formuler la politique monétaire, ce qui a eu pour effet de la dissocier du calendrier électoral;
- l'**autonomie opérationnelle** pour conduire la politique monétaire sans restrictions, notamment fixer les taux d'intérêt sans interférence du gouvernement et limiter strictement — voire interdire — le financement des déficits budgétaires;
- l'**obligation de rendre des comptes** sur la réalisation des objectifs d'inflation.

Ces changements institutionnels ont généralement été complétés par une révision du cadre de la politique monétaire. Ces dix dernières années, la plupart des banques cen-



trales sont passées de la fixité à la flexibilité des taux de change. Au début des années 90, quand l'inflation avoisinait les trois chiffres dans la région, de nombreux pays ont lancé des stratégies de stabilisation basées sur l'ancrage du taux de change et bénéficiant d'entrées croissantes de capitaux. En pratique, cela a privé la plupart des banques centrales de leur capacité de conduire la politique monétaire — ou l'a au moins sérieusement limitée. Mais une série de crises financières systémiques, parfois conjuguées à des politiques budgétaires trop expansionnistes, a finalement entraîné un effondrement des parités fixes en Argentine, au Brésil, en Équateur, au Mexique, en Uruguay et au Venezuela.

La transition vers la flexibilité des taux de change a été éprouvante; elle s'est accompagnée de dévaluations rapides et importantes. Pour retrouver un ancrage nominal, les banques centrales du Brésil, du Chili, de Colombie, du Mexique et du Pérou ont instauré des objectifs d'inflation à la fin des années 90 et au début de la décennie en cours. La nouvelle législation leur a permis de formuler la politique monétaire avec un objectif explicite, en prenant leurs décisions de manière indépendante et transparente, sous réserve d'une stricte obligation de rendre des comptes. De plus, les banques centrales ont en général profité de leur nouvelle autonomie pour moderniser leur mode opératoire, dans le cadre de la flexibilité des changes. Elles ont délaissé la méthode traditionnelle de contrôle de la base monétaire, en tant qu'objectif intermédiaire, et utilisent maintenant un taux d'intérêt à court terme comme outil principal de leur politique monétaire. Actuellement, plusieurs banques centrales indiquent l'orientation de leur politique en modifiant les taux courts.

L'insaisissable stabilité des prix

La réforme institutionnelle de la politique monétaire, associée à d'autres changements macroéconomiques et structurels, a entraîné un vif recul de l'inflation en Amérique latine (voir encadré). Mais l'heure n'est pas à l'autosatisfaction. Si le taux moyen d'inflation est tombé en dessous de 10 %, il n'a pas encore convergé vers les niveaux mondiaux dans la plupart des pays. C'est important, car l'inflation tend à freiner la croissance économique à long terme, ce qui retarde l'amélioration indispensable des conditions de vie. Néanmoins, il sera sans doute difficile de faire reculer encore l'inflation, car cela risquerait d'avoir un effet négatif sur la production à court terme. Pendant les années 90, l'Amérique latine soutenait les politiques anti-inflationnistes, considérées comme un objectif social essentiel; désormais, après trois décennies de progression très limitée du PIB par habitant, les gouvernements mettent l'accent sur la stimulation de la croissance.

Dans ces conditions, il faudrait que les banques centrales cherchent à stabiliser les prix, tout en limitant autant que possible les retombées défavorables sur l'activité. Un élément clé d'une telle stratégie consiste à rendre leurs politiques plus transparentes et prévisibles. Cela aiderait à contenir les taux d'intérêt et donc à encourager les investissements et la production. Bien que les banques centrales de la région — notamment celles qui pratiquent le ciblage de l'inflation — aient gagné en transparence, des progrès restent à faire dans de nombreux pays. Si l'on compare la transparence des politiques monétaires selon les régions du monde, l'Amérique

Les avantages de l'indépendance

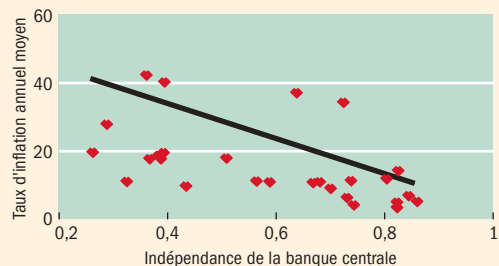
Une plus grande indépendance juridique de la banque centrale se traduit-elle par une moindre inflation? Comme l'indique le graphique 1 ci-dessous, il existe une corrélation négative entre ces deux variables, quand on examine les périodes qui précèdent et suivent la réforme d'une banque centrale. Une récente étude du FMI sur l'Amérique latine et les Caraïbes (Jácome and Vázquez, 2005) montre que l'indépendance juridique des banques centrales a coïncidé, comme d'autres variables macroéconomiques, avec une réduction de l'inflation, mais elle n'établit pas de lien de causalité. L'analyse neutralise un large éventail de réformes structurelles (hormis leurs aspects monétaires) et l'inflation externe.

Toutefois, on ne trouve pas la même corrélation avec les déficits budgétaires — contrairement aux idées reçues. Cela signifie que la réforme des banques centrales n'a pas accru la discipline budgétaire en Amérique latine (mais il ne faut pas oublier que, pendant cette période, la politique budgétaire a été influencée par les crises bancaires de la région et par leur coût pour les finances publiques). Les gouvernements ont, semble-t-il, simplement remplacé les concours de la banque centrale par l'endettement public pour financer les déficits.

Graphique 1

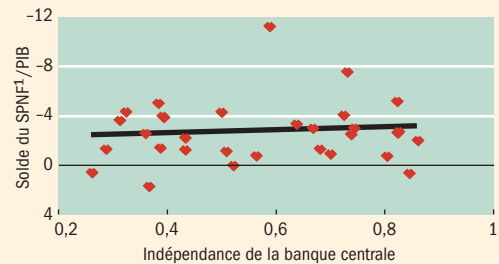
Haro sur l'inflation!

L'indépendance des banques centrales a contribué à la baisse de l'inflation en Amérique latine ...



Sources : Jácome and Vázquez (2005); FMI, *International Financial Statistics*.

... mais, contrairement aux idées reçues, elle n'a guère d'effet sur les déficits budgétaires.



Sources : FMI, *International Financial Statistics* et Département Hémisphère occidental.

¹SPNF = secteur public non financier.

Note : L'indépendance de la banque centrale est mesurée sur une échelle de 0 à 1, 1 indiquant le plus haut degré d'indépendance. Cet indice est inspiré de l'indice mis au point par Alex Cukierman.

latine se situe derrière l'Europe, l'Asie, le Moyen-Orient et l'Asie centrale (Carstens and Jácome, 2005). Les banques centrales devraient aussi réagir de façon cohérente, quand elles sont confrontées à des chocs exogènes ou induits par la politique économique, tout en expliquant mieux leur politique de lutte contre l'inflation. Des mesures de ce type aideront les acteurs des marchés à anticiper les réactions de la banque centrale, ce qui réduira l'incertitude et incitera davantage les marchés à aligner leurs anticipations d'inflation sur les objectifs des autorités monétaires.

Il faudrait aussi renforcer l'autonomie de fait des banques centrales. Pour le moment, la rotation rapide à la tête de nombre d'entre elles est préoccupante. Après les réformes, les gouverneurs de banques centrales d'Amérique latine sont restés en place pendant deux ans et demi en moyenne — soit nettement moins que la durée de leur mandat, qui est habituellement de quatre à six ans. Cette rotation est aussi plus rapide que dans les pays industriels, où les gouverneurs vont habituellement jusqu'au terme de leur mandat, lequel est parfois prolongé.

Des pesos plutôt que des dollars

Les banques centrales d'Amérique latine doivent aussi relever le défi de la dollarisation, c'est-à-dire l'usage répandu du dollar américain à la place des monnaies locales. Dans de nombreux pays latino-américains, l'adoption du dollar a été le moyen de faire face aux longues périodes d'inflation et au manque de confiance à l'égard de leur propre monnaie. Mais si la dollarisation a bien contribué à la stabilisation macroéconomique, elle complique désormais la conduite de la politique monétaire. Elle a aussi rendu les systèmes financiers plus vulnérables et empêché de réagir avec efficacité aux crises bancaires.

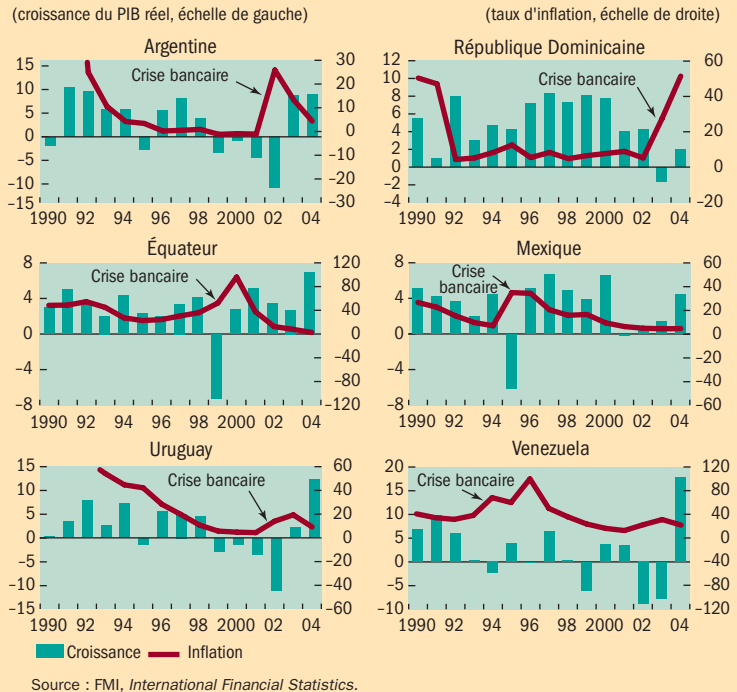
Dans certains cas, un degré poussé de dollarisation financière (les résidents détenant beaucoup d'actifs et d'engagements en dollars) explique que les banques centrales aient hésité à faire flotter la monnaie locale, en raison des effets dommageables d'une dépréciation sur les acteurs du marché non couverts — on a parlé de « peur du flottement » (Calvo and Reinhart, 2002). Certaines d'entre elles sont confrontées au « problème du peso » — à savoir un manque persistant de confiance dans la monnaie nationale, qui se manifeste par des taux d'intérêt réels élevés traduisant la prime imposée par les marchés, lesquels craignent une dépréciation soudaine de la monnaie, même si ce risque est minime.

Il faudra du temps pour mettre fin à la dollarisation. Si le renforcement institutionnel de la politique monétaire est un progrès majeur, les banques centrales doivent encore conforter leur crédibilité en respectant constamment leurs objectifs d'inflation. Mais même cela ne suffira pas. Il leur faut aussi créer des instruments permettant au peso de mieux concurrencer le dollar et resserrer les réglementations prudentielles applicables aux opérations de change ainsi qu'à l'exposition des intermédiaires financiers au risque de change.

Graphique 2

Le coût des crises

Au fil des ans, les crises bancaires ont considérablement freiné la croissance économique dans de nombreux pays d'Amérique latine.



Le problème de l'afflux de capitaux

Outre la lutte contre l'inflation résiduelle et les conséquences de la dollarisation, les banques centrales d'Amérique latine ont un troisième problème à régler : l'afflux récent de capitaux a mis à l'épreuve la cohérence de la politique monétaire. C'est un point important, car la propension actuelle à l'inflation perdurera si les marchés ne peuvent anticiper et comprendre les décisions de la banque centrale. Dès lors, réduire l'inflation exigera des taux d'intérêt plus élevés que si cette tendance n'existait pas, et la production s'en ressentira.

Ces deux dernières années, une vague d'entrées de capitaux a exercé des pressions à la hausse sur les monnaies locales, plaçant les banques centrales devant le dilemme d'intervenir ou non sur le marché des changes pour éviter une appréciation en termes réels. Le choc pétrolier actuel a rendu encore plus compliquée la tâche des autorités monétaires en provoquant, dans de nombreux pays, un léger regain d'inflation. Face aux tensions inflationnistes, les banques centrales ont relevé les taux d'intérêt, mais il en est résulté de nouvelles entrées de capitaux, qui ont accentué la tendance à l'appréciation des monnaies nationales. Dans ces conditions, les interventions sur le marché des changes contribuent à sauvegarder la compétitivité externe, mais ne favorisent pas la lutte contre l'inflation. De plus, elles compromettent la cohérence de la politique monétaire, ce qui porte atteinte à la crédibilité de la banque centrale et à l'efficacité de son action. En revanche, laisser la monnaie s'apprécier est préjudiciable au secteur des biens échangeables, même si cela freine l'inflation et préserve la cohérence de la politique monétaire.



Que faire? En principe, l'objectif premier des banques centrales doit rester la stabilité des prix, les interventions sur le change ayant seulement pour but de contrer une volatilité excessive. Pour compenser le coût d'une appréciation de la monnaie sur le secteur des biens échangeables, il faut que les producteurs nationaux améliorent la productivité. Parallèlement, les gouvernements doivent poursuivre les réformes structurelles pour rendre leurs économies plus souples (notamment le marché du travail) et mieux à même de résister aux chocs exogènes.

La vigilance à l'égard des crises

Le risque de crises bancaires récurrentes et de laxisme budgétaire rend encore plus complexe la conduite de la politique monétaire. Les crises bancaires ne sont que trop fréquentes en Amérique latine. Depuis 1990, elles constituent la cause principale des rechutes inflationnistes et des récessions dans de nombreux pays (graphique 2). Elles ont aussi été à l'origine de plusieurs crises de change (souvent au même moment). Sur le plan microéconomique, beaucoup de crises bancaires ont laissé en héritage un affaiblissement de la discipline du marché, dû à l'octroi de garanties généralisées et à la restructuration fréquente des dettes. Dans certains cas, la confiance de la clientèle des banques a été durablement ébranlée par la révision unilatérale de l'échéance des dépôts.

De nombreux pays de la région ont commencé à organiser la prévention et la gestion des crises bancaires, mais il faut aller plus loin. De nouvelles réformes doivent mettre l'accent sur les règles prudentielles et une supervision rigoureuse. L'expérience montre qu'après le déclenchement d'une crise et sa propagation, son coût est forcément élevé. Il faut donc que les pays privilégient l'amélioration des systèmes de détection avancée et — plus important encore — donnent aux autorités de tutelle les moyens de traiter efficacement, dès le départ, les problèmes de liquidité et de solvabilité des banques. Il convient aussi de perfectionner le cadre juridique des opérations de restructuration

pour permettre aux pays de gérer et de résoudre les crises bancaires à moindre coût.

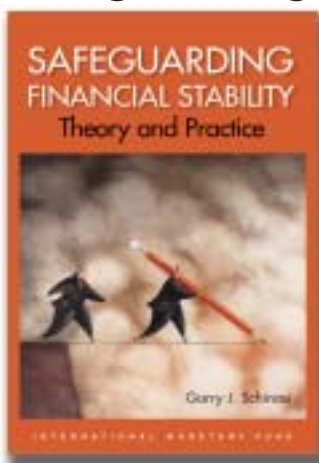
Sur le plan budgétaire, les gouvernements latino-américains devront limiter les déficits. Après l'assainissement réalisé au début des années 90, ils ont de nouveau augmenté dans plusieurs pays — parfois à la suite de crises bancaires. Comme le financement des dépenses de l'État par la banque centrale est déjà légalement limité, la dette publique recommence à croître dans divers pays, d'où une hausse des ratios dette/PIB. Le gonflement de la dette risque de se répercuter sur les taux d'intérêt réels et sur les indicateurs de «risque-pays», ce qui réduira la marge de manœuvre des autorités monétaires et aggravera les pertes de production liées à la désinflation. Si la dégradation de la situation budgétaire devient insupportable, il peut en résulter une crise de change, comme au Brésil en 1999, ou une crise des banques, du change et de la dette souveraine, comme en Argentine en 2002. ■

Agustín Carstens est Directeur général adjoint du FMI; Luis I. Jácome est économiste principal au Département des systèmes monétaires et financiers du FMI et maître de conférences associé à l'université de Georgetown.

Bibliographie :

- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), p. 379-08.
- Carstens, Agustín, Daniel Hardy et Ceyla Pazarbaşıoğlu, 2004, «Éviter les crises bancaires en Amérique latine», *Finances & Développement*, volume 41 (septembre), p. 30-33.
- , and Luis I. Jácome H., 2005, "Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges," *IMF Working Paper 05/114* (Washington: International Monetary Fund).
- Jácome H., Luis I., and Francisco Vázquez, 2005, "Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean," *IMF Working Paper 05/75* (Washington: International Monetary Fund).

Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice



Garry Schinasi

Comment la *finance* s'articule-t-elle avec les processus économiques, et pourquoi doit-elle être considérée comme un bien public relevant des pouvoirs publics? En répondant à cette question, ce livre i) offre un cadre pratique pour préserver la stabilité financière, qui englobe à la fois la prévention et la résolution des problèmes, et ii) examine ce qui, aujourd'hui et demain, risque de mettre à mal la stabilité financière en raison de la mondialisation, du rôle croissant des dérivés financiers hors cote et des activités des assureurs et réassureurs sur les marchés de capitaux.

28 \$ 2005 Broché • ISBN 1-58906-440-2 • Code de référence : SFSTEA



International Monetary Fund
Publication Services
700 19th Street, N.W., Room CN-235
Washington, DC 20431 (U.S.A.)

Téléphone : (202) 623-7430
Fax : (202) 623-7201
Email : publications@imf.org
Internet : <http://www.imf.org>

«... un livre formidable qui fait la synthèse des nombreuses études sur la stabilité financière, ... et comble un grand nombre de lacunes essentielles. Il restera dans les mémoires comme la première tentative concrète d'analyser, de définir et d'évaluer sous l'angle opérationnel la stabilité financière.»

R. Todd Smith,
Université d'Alberta

CODE : P0512SFSF-FD