

LE CURRENCY BOARD : LES CONTRAINTES  
DE FINANCEMENT ET D'AJUSTEMENT  
DE LA CONVERTIBILITE INTEGRALE\*

Jean-François Ponsot

Attaché temporaire d'enseignement et de recherche  
LATEC [UMR 5118 CNRS] - Université de Bourgogne  
jean-francois.ponsot@u-bourgogne.fr

---

\* Une version préliminaire de ce texte a été présentée lors de la VIIème table ronde Finance & industrie organisée dans le cadre de l'atelier «Macroéconomie financière» du GdR «Economie monétaire et financière» du CNRS (Ecully, GATE, 29 mars 2000). L'auteur remercie les participants de l'atelier, plus particulièrement Jean-Pierre Allégret et Françoise Renversez, pour leurs commentaires.

## Résumé

La communication a pour objet l'évaluation des trajectoires suivies par les économies qui ont adopté récemment un régime de Currency Board. Après avoir identifié les motivations de ce choix et différencié les contextes de mise en application de cet arrangement monétaire institutionnel singulier, les implications de ce dernier sur le système financier et l'économie réelle sont mises en lumière. Outre une contrainte de liquidité exacerbée qu'elle fait peser sur le système bancaire confronté à l'absence de prêteur en dernier ressort, l'automatisme de l'émission de monnaie centrale limite tout activisme budgétaire. Les règles du Currency Board rétablissent certes la stabilité monétaire ; mais dans un contexte où les marchés nationaux de capitaux restent peu développés, elles instaurent les bases d'une croissance fragile, en rendant la dynamique de financement de la production largement tributaire de la capacité de l'économie nationale à dégager des entrées nettes de monnaie de réserve. Le cas bulgare montre que lorsque la condition n'est pas remplie le Currency Board tend à conduire à la stagnation. Dans le cas contraire, le taux de croissance peut être élevé et accélérer le processus « d'émergence » ou de « rattrapage », mais le régime de croissance révèle une instabilité chronique. L'ajustement par le taux de change étant rendu caduc par la relation de parité fixe, et l'action de l'autorité monétaire sur les taux d'intérêt étant exclue, les entreprises et le marché du travail doivent absorber les chocs exogènes dans leur totalité : la stabilité monétaire qu'impose le Currency Board nécessite la flexibilité de l'économie réelle. Les exemples argentin et estonien, qui mêlent à la fois croissance (instable) et chômage élevé, montrent que dans un environnement international marqué par l'instabilité, les coûts de cet ajustement peuvent devenir élevés. Pour limiter leurs effets, certains ont cherché développer des formes originales de prêt en dernier ressort et à réintroduire une certaine dose de pouvoir discrétionnaire, quitte à dénaturer les règles de l'arrangement monétaire et à remettre en question l'effet-crédibilité qu'il est censé apporter.

Classification JEL : E42, E51, E58, F31, F43

Mots-clés : caisse d'émission, banque centrale, offre de monnaie, base monétaire, politique monétaire, taux de change, contrainte d'ajustement, économies émergentes

## Abstract

The paper scrutinizes the consequences of the adoption of a currency board arrangement (CBA) by some emerging economies during the 1990s. Considering the justifications of this choice and the different setting-up contexts, it focuses on the implications of a CBA on the financial system and the real economy. A high degree of liquidity of the banking system is required in the absence of a lender-of-last-resort, and the automatic money supply process strictly disciplines the fiscal policy. Monetary stability is restored; but in most of these economies where capital markets are underdeveloped, CBA's rules make the domestic credit supply dependent on the ability of the economy to maintain over the time net flows of the reserve currency, and so set up a precarious growth dynamics. When it is not so (Bulgaria), CBA brings about stagnation. When this is the case, the growth rate can be high but not regular in the medium term. Indeed CBA prevents the use of an exchange rate change and precludes the active use of monetary policy (interest rates setting) to stabilize the domestic economy. So, the adjustment rests on the ability of the real sector and of the labour market to absorb exogenous shocks. High unemployment persistence in Argentina and in Estonia shows that the process can be costly and painful. To limit these negative effects, some forms of lender-of-last-resort functions and discretionary power are sometimes established, but these new arrangements alter currency board principles and weaken the monetary credibility.

JEL classification : E42, E51, E58, F31, F43

Keywords : currency board, central bank, supply of money and credit, base money, monetary policy, foreign exchange rate, adjustment constraint, emerging economies.

Les soubresauts financiers des années 1990 ont conforté les analyses mettant en avant la fragilité des régimes de change intermédiaires. La vulnérabilité des économies ayant recouru à des formes plus ou moins rigides d'ancrage externe a forcé ces économies à envisager l'une des deux solutions «en coin» (corner solutions). La première option, largement adoptée par les économies touchées sévèrement par les crises financières, consiste à accorder plus de flexibilité aux changes. La seconde option vise, au contraire, à renforcer la fixité des changes. Cette solution peut trouver une expression radicale dans l'instauration d'une union monétaire. Dans cette perspective, onze pays de l'union européenne ont purement et simplement annulé la question du change en substituant l'euro aux différentes unités monétaires nationales. Le renforcement de la fixité du change peut également relever d'une décision individuelle prise isolément par une économie nationale. Cette solution passe par la mise en œuvre d'un système de caisse d'émission (Currency Board). Les années 1990 ont vu la résurgence de cet arrangement monétaire institutionnel ancien. A la différence d'une banque centrale, un Currency Board a pour unique mission d'assurer la conversion illimitée de la base monétaire en une monnaie de référence et vice versa, selon un taux de change fixe irrévocable. Parité fixe, convertibilité et régulation autonome de l'offre de monnaie centrale constituent les trois piliers de ce régime monétaire. Ce système radical, qui revient à geler tout activisme monétaire, est envisagé avec un intérêt croissant comme solution pour rétablir la crédibilité monétaire<sup>2</sup> d'économies émergentes soumises à l'hyperinflation ou à de sévères crises de change.

Après avoir identifié les justifications anciennes et présentes de l'adoption d'un système de Currency Board, ses implications sur la politique monétaire, sur le système financier et sur les modalités de l'ajustement sont mises en lumière. La stabilité monétaire est instaurée par le Currency Board, mais dans le même temps celui-ci met en place une dynamique de financement fragile et largement dépendante des flux de devises. L'ajustement par le taux de change étant rendu impossible du fait de la relation de parité fixe, et l'action de l'autorité monétaire sur les taux d'intérêt étant exclue, l'exposition aux chocs exogènes est totale. Un régime de croissance instable se met en place et l'ajustement repose en définitive sur la capacité des banques, des entreprises et du marché du travail à absorber les perturbations. La réintroduction de certaines formes d'interventions discrétionnaires est rendue nécessaire, mais celles-ci restent limitées et dénaturent le Currency Board.

## 1- LE CURRENCY BOARD : JUSTIFICATIONS THEORIQUES ET EMPIRIQUES

### 1-1. La résurgence d'un arrangement monétaire ancien

Les premières caisses d'émission ont été mises en place pour l'essentiel dans des possessions coloniales britanniques, à partir de 1825<sup>3</sup>. L'Empire colonial britannique en comptabilisera plus de soixante-dix. Initialement, les Currency Boards constituent une réponse aux troubles occasionnés par l'hétérogénéité et l'inconvertibilité des monnaies métalliques en circulation, et permettent à la Grande-Bretagne de se libérer des contraintes et des coûts engendrés par l'utilisation éventuelle de sa monnaie dans des territoires très éloignés de la métropole. Leur mise en place peut s'interpréter comme étant un élément majeur de l'intégration des possessions coloniales à la métropole par le biais monétaire. Néanmoins, elles ne répondent pas uniquement à des considérations d'ordre pratique ou de politique coloniale. Une justification plus théorique peut être trouvée à partir des intenses controverses autour de la

---

<sup>2</sup> Frankel (1999) qualifie le Currency Board de «régime de crédibilité en bouteille»

<sup>3</sup> Les présentations courantes font remonter l'origine du Currency Board à la seconde moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle. Même si l'organisation monétaire élaborée des territoires coloniaux n'intervient qu'à cette époque, il est possible de montrer que le dispositif était en vigueur dès 1825.

monnaie et de l'étalon-or qui ont animé tout le dix-neuvième siècle. Le développement des Currency Boards atteint son apogée à la fin de la seconde guerre mondiale. Mais avec le mouvement de décolonisation qui s'engage, leur existence est compromise<sup>4</sup>. Deux facteurs contribuent à substituer des banques centrales aux Currency Boards : la volonté des nouveaux Etats indépendants de se dégager de la tutelle de l'ancienne métropole et d'affirmer leur souveraineté monétaire ; le développement à l'époque des pratiques de Central Banking, fondées sur le pouvoir discrétionnaire et l'action d'un prêteur en dernier ressort. Dans l'esprit des nationalistes, les Banques centrales étaient assimilées à des signes de maturité politique et d'indépendance, tandis que les Currency Boards devenaient le symbole de l'exploitation coloniale<sup>5</sup>. La motivation principale reste d'ordre politique puisque certaines des nouvelles institutions monétaires, bien que qualifiées de Banques centrales, conserveront provisoirement les règles du Currency Board (Schenk, 1997). Il faudra plusieurs années pour que les autorités monétaires daignent briser le cadre de régulation automatique de l'offre de monnaie et endossent les responsabilités inhérentes au Central Banking.

Si l'on excepte le cas de Hong Kong<sup>6</sup>, il faut attendre les années 1990 pour voir resurgir le dispositif. L'Argentine a adopté ce dispositif en 1991 à travers la Loi de convertibilité inscrite dans la Constitution liant le peso au dollar, selon une parité fixe (1 peso = 1 dollar) et dans le but de mettre fin à l'hyperinflation. En 1997, la Bulgarie et la Bosnie-Herzégovine inaugurent des nouvelles monnaies couvertes par des actifs libellés en mark allemand (en euro aujourd'hui), la première, sous l'égide du FMI à la suite d'une grave crise financière, la seconde dans le cadre des accords de paix de Dayton.

Les propositions en faveur du dispositif apparaissent généralement au moment où les monnaies nationales sont soumises à de fortes tensions : Mexique en 1994, Indonésie en 1997, Ukraine et Russie en 1998 (Boone, Breach & Johnston, 1998 ; Hanke, 1998), Brésil en 1999... Aujourd'hui, la question se pose pour des économies très largement dollarisées, telles que l'Equateur ou de nouvelles entités économiques plus ou moins indépendantes et pas forcément reconnues sur le plan international, telles que le Timor oriental, le Montenegro et le Kosovo.

Les pays baltes constituent cependant des cas particuliers : l'instauration de caisses d'émission, en Estonie en 1992, puis en Lituanie en 1994, est intervenue dans un contexte plus favorable, dans le but d'asseoir la stabilisation macroéconomique et le processus de transition.

## 1-2. A la recherche de fondements théoriques

Aujourd'hui, les plaidoyers en faveur des Currency Boards proviennent d'horizons théoriques divers. Les arguments invoqués mettent parfois leurs auteurs dans une situation inconfortable : ceux-ci peuvent être amenés, en effet, à justifier certaines dispositions inhérentes au Currency Board qui s'intègrent difficilement au corpus théorique auquel ils adhèrent.

Parmi les défenseurs de cet arrangement monétaire, ceux qui ont mené la réflexion la plus approfondie se revendiquent comme étant proches de la Free Banking School contemporaine. Kurt Schuler en est sans conteste le principal représentant, consacrant plusieurs ouvrages et articles sur le sujet (Hanke & Schuler, 1994). Ce courant, emmené par Selgin (1988) et Dowd (1992), défend l'idée d'un système concurrentiel de

---

<sup>4</sup> Seule une poignée de Currency Boards hérités de l'ère coloniale subsiste aujourd'hui dans des micro-territoires indépendants ou non : Djibouti, Brunei, Singapour, Caraïbes orientales, Gibraltar, Iles Malouines, Iles Féroë.

<sup>5</sup> «Les politiciens supposaient qu'en l'absence de banque centrale les intérêts d'un pays étaient sacrifiés au profit des intérêts extérieurs des banquiers » (Sayers, 1957, p.109).

<sup>6</sup> Hong Kong a rétabli un régime de Currency Board en 1983, à la suite d'une sévère crise de change.

création de monnaie bancaire en se référant en particulier aux principes bancaires définis par Adam Smith, il y a plus de deux siècles. Ses représentants ne contestent pas l'existence d'une base monétaire pour réaliser les règlements interbancaires. Par contre, ils s'opposent à l'idée d'une émission de cette monnaie supérieure du fait d'un monopole. Ils proposent donc l'abolition des politiques monétaires et des banques centrales, ces dernières n'étant pas le résultat de l'ordre spontané des actions bancaires, mais une invention exogène de l'Etat, créée pour financer son déficit public. Le recours au Currency Board représente une solution satisfaisante dans la mesure où la base monétaire ne fait pas l'objet d'une manipulation de la part d'une autorité publique. L'action de prêteur en dernier ressort est exclue et les banques doivent pouvoir définir librement leur niveau de réserves. Les Currency Boards contemporains s'éloignent quelque peu de ce modèle puisque ceux-ci contiennent un mécanisme de réserves obligatoires. Par ailleurs, certains travaux récents ont cherché à montrer que le respect de la logique interne de la Free Banking School devrait inciter les tenants de cette école à être plus circonspects à l'égard des Currency Boards<sup>7</sup>.

Pour comprendre le ralliement partiel de certains monétaristes (Schwartz, 1993) au système de caisse d'émission, il convient de rappeler les implications du raisonnement monétariste en matière de politique monétaire. L'offre de monnaie  $M$  est un multiple de la base monétaire  $B$ , déterminé par la valeur du multiplicateur monétaire  $k$  (analyse du multiplicateur) :  $M = k.B$ . L'offre de monnaie est exogène. Pour que la Banque centrale puisse éviter toute offre de monnaie excessive et donc circonscrire toute source d'inflation, un pilotage automatique de la politique monétaire est préféré aux interventions actives de la Banque centrale. Friedman préconise l'adoption de la règle monétaire consistant à maintenir un taux de croissance constant de l'offre de monnaie en fonction de l'augmentation de la production en volume. La règle monétaire contenue dans le Currency Board et consistant à annihiler tout activisme monétaire revêt un aspect séduisant pour les monétaristes. Mais le rapprochement doit s'arrêter là. Les conditions de fonctionnement du Currency Board restent en effet difficilement conciliables avec les préceptes de l'analyse monétariste. Pour le montrer, rappelons les deux conditions qui doivent être remplies pour que la Banque centrale puisse assurer la maîtrise centralisée de l'offre de monnaie.

- En premier lieu, le coefficient  $k$  doit être déterminé. Une première variante (Friedman & Schwartz, 1963), établit un  $k$  constant, ce qui suppose la stabilité du comportement du public à l'égard des billets, ainsi que celle des banques en matière de couverture. Cette dernière peut être obtenue à travers le niveau des réserves obligatoires établi par la Banque centrale. L'autre variante, construite à partir des travaux de Brunner & Meltzer (1964), analyse  $k$  en tant que fonction économique. L'exogénéité de l'offre de monnaie est préservée car les comportements du public et des banques sont prévisibles par la Banque centrale. Cette première condition n'entre pas en contradiction avec le fonctionnement d'une caisse d'émission ; on constate que la plupart des Currency Boards contemporains maintiennent effectivement un système de réserves obligatoires.

- En second lieu, la base monétaire doit être maîtrisée par la Banque centrale. Or dans un Currency Board, l'évolution de la monnaie de base est par définition intégralement subordonnée à l'évolution du poste regroupant les actifs de réserve. Seul un accroissement de ce poste autorise l'autorité monétaire à procéder à un élargissement de la base monétaire dans une proportion identique. Les monétaristes sont hostiles aux changes fixes car ce système rend le contrôle de la monnaie de base délicat, voire impossible, du fait des relations avec l'extérieur. C'est pourquoi, par tradition, ils préconisent le flottement du change

---

<sup>7</sup> Le Maux (1999) cherche à montrer les incohérences de cette démarche tout en essayant d'apporter une solution de réconciliation.

qui permet l'absorption des règlements extérieurs. Dès lors, on comprend difficilement pourquoi certains se laissent aujourd'hui tenter par la solution «en coin » du Currency Board pour les économies émergentes.

On retrouve la même ambiguïté chez Dornbusch qui a défendu le Currency Board récemment (Dornbusch & Giavazzi, 1999). Au prime abord, cette démarche ne surprend pas, tant la mécanique du Currency Board semble se conformer à l'analyse de l'auteur, y compris dans ses présentations les plus anciennes. Prenons le modèle de 1973 (Dornbusch, 1973). Ce dernier établit un mécanisme d'ajustement qui paraît s'appliquer à l'univers constitutif du Currency Board : le régime de change est fixe, les phénomènes de stérilisations des réserves de change sont exclues, un excédent de la balance des paiements entraînant, par l'accroissement des réserves de change, une augmentation de l'offre de monnaie. En réalité, le modèle de Dornbusch se distingue de l'ajustement requis par le Currency Board par le fait que le premier suppose des interventions (certes limitées mais effectives) de la part de l'autorité monétaire pour maintenir le taux de change fixe, contrairement au régime d'ajustement qui prévaut dans un système de caisse d'émission.

Le Currency Board trouve également des partisans parmi les Nouveaux-classiques. R. Barro a préconisé cette solution à plusieurs reprises, en particulier pour la Russie (Barro, 1998). Fidèle aux conceptions de la théorie des anticipations rationnelles, il s'appuie sur ses propositions antérieures (Barro & Gordon, 1983). Le raisonnement reprend les conclusions plus anciennes établies par Kydland & Prescott (1977) dans leur modèle relatif à la dissociation entre règles et discrétion. Toute politique discrétionnaire visant à surprendre les agents privés étant condamnée à l'échec, il convient de la remplacer par des règles strictes et invariantes afin d'éviter toute incohérence temporelle (dynamic inconsistency), source d'instabilité et d'inflation. Dans cette optique, les règles d'émission contenues dans un Currency Board constituent une solution optimale. La question de la «crédibilité » monétaire ne doit plus se poser puisque le taux de change et la régulation de l'offre de monnaie ne sont plus du ressort des autorités politiques et monétaires. Le «paradigme de la crédibilité monétaire »<sup>8</sup> prenant aujourd'hui plus d'importance dans les analyses monétaires, le Currency Board trouve logiquement un écho plus favorable auprès de ces auteurs.

### 1-3. L'apostasie du Central Banking au nom de la crédibilité

Malgré la différenciation des cadres d'instauration et la diversité des approches analytiques, l'objectif reste le même : mettre sur pied une monnaie stable et convertible à travers l'adoption d'une parité fixe et d'une couverture intégrale de la base monétaire par des réserves en devises (backing rule). Que la couverture s'applique uniquement à la marge ou à l'ensemble du bilan de l'autorité monétaire, l'émission (destruction) de monnaie centrale ne peut être réalisée qu'en contrepartie d'une augmentation (diminution) de la monnaie de réserve. Contrairement à un système d'ancrage traditionnel, l'actif du bilan d'un Currency Board «pur » ne peut donc contenir aucune créance sur le gouvernement ou sur l'économie. La constitution d'une caisse d'émission est ainsi considérée par Hanke et Schuler (1994) comme un gage de stabilité monétaire puisqu'il signifie le renoncement à tout recours à la dévaluation ou à l'inflation comme mode de démonétisation des dettes. Le Currency Board agit ainsi comme un réducteur d'incertitudes à la fois sur le niveau du change et sur l'inflation. Afin d'assurer la pérennité des engagements pris quant à la convertibilité et à la fixité du change, ceux-ci sont en général gravés dans la constitution du pays<sup>9</sup>. La stabilité monétaire forcée signifie la crédibilité monétaire retrouvée. D'un point de vue externe, le contexte

---

<sup>8</sup> Le paradigme de la «crédibilité monétaire » a fait l'objet de commentaires critiques dans plusieurs articles contenus dans l'ouvrage coordonné par Arestis et Sawyer (1998).

<sup>9</sup> Loi de convertibilité en Argentine, Loi de crédibilité en Lituanie, Loi de la BCCH en Bosnie-Herzégovine... Ainsi, toute modification des règles préétablies, comme par exemple la modification de la parité, doit-elle être en général soumise à un vote préalable du Parlement.

de stabilité monétaire est censé favoriser les entrées de capitaux<sup>10</sup> et contribue à limiter les risques d'attaques spéculatives. Au niveau interne, les anticipations peuvent s'établir sur des bases saines.

Cette «crédibilité en bouteille» du Currency Board s'établit au prix d'une apostasie complète du Central Banking, c'est à dire à travers la disparition des deux fonctions essentielles assurées par une Banque centrale, à savoir la «fonction de prêteur en dernier ressort» et la «régulation des taux d'intérêt» (Aglietta, 1994) : la régulation monétaire n'est plus assurée par un quelconque pouvoir discrétionnaire, mais sous l'action automatique de règles intangibles.

#### 1-4. Efficacité désinflationniste

Le FMI ne considère pas le Currency Board comme la panacée. Son adoption doit être mûrement réfléchie (Enoch & Gulde, 1998). De manière générale, les positions en faveur de l'arrangement relèvent d'une démarche pragmatique et s'appuient sur des considérations d'ordre plus empirique que théorique. Une étude interne de l'institution (Gholsh, Gulde & Wolf, 1998), fondée sur des comparaisons statistiques et une analyse économétrique de l'inflation dans différents régimes de change fixe, établit un bilan nettement positif en faveur du Currency Board. L'évolution de l'indice des prix à la consommation y est en moyenne inférieure de 3,5 points en comparaison du même indice calculé pour les autres régimes de change fixe.

Il est indéniable que les résultats dans les économies soumises à l'hyperinflation sont rapides, comme l'illustre l'évolution récente de la Bulgarie (figure 1). Le Currency Board argentin, plus ancien, met en lumière la capacité du dispositif à maintenir la stabilisation des prix dans la durée (figure 2), dans une économie pourtant caractérisée par des hyperinflations chroniques durant les années 1980.

Figure 1

BULGARIE - Evolution trimestrielle de l'indice des prix (par trimestre, en pourcentage annuel)

| II/1996 | III/1996 | IV/1996 | I/1997  | II/1997 | III/1997* | IV/1997 | I/1998 | II/1998 | III/1998 | IV/1998 |
|---------|----------|---------|---------|---------|-----------|---------|--------|---------|----------|---------|
| 116,4   | 751,0    | 537,6   | 50337,7 | 331,2   | 53,5      | 23,9    | 18,3   | 1,3     | -8,5     | 22,0    |

\*La caisse de stabilisation (nom donné au Currency Board bulgare) a été instaurée le 1<sup>er</sup> juillet 1997. Mais dès la conclusion de l'accord de mars 1997, la Banque Nationale de Bulgarie a cessé d'accorder des prêts au gouvernement et de refinancer les banques, ce qui explique l'enclenchement du processus désinflationniste à partir du second trimestre.

Sources : FMI, OCDE.

Figure 2

ARGENTINE - Evolution de l'indice des prix à la consommation (en pourcentage annuel)

| 1989 | 1990 | 1991* | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998** | 1999** |
|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|--------|--------|
| 5034 | 2314 | 172   | 24,6 | 10,6 | 4,3  | 3,3  | 0,2  | 0,5  | 1,0    | 0,1    |

\*Entrée en vigueur de la Loi de convertibilité.

\*\*Estimations.

Sources : FMI, INDEC.

## 2- LES CONTRAINTES FINANCIERES DE LA STABILITE MONETAIRE

### 2-1. Vulnérabilité du système bancaire

<sup>10</sup> Dans leur analyse relative à l'attractivité des différents régimes de change en matière d'investissements directs, Bénassy-Quéré & alii arrivent à la conclusion suivante : «By construction, a 'successful' Currency Board is the best way of attracting FDI» (Bénassy-Quéré, Fontagne & Lahrière-Revil, 1999, p. 18).

La contrainte de couverture à 100 % s'applique uniquement à la monnaie émise par le Board, et non à la monnaie créée par les banques. Le système bancaire n'est donc pas contraint par le principe de réserves à 100 % tel que l'a décrit M. Rothbard (1963)<sup>11</sup>, ou dans un cadre théorique différent, I. Fisher (1935) et M. Allais (1999)<sup>12</sup>. Les banques commerciales préservent donc leur « pouvoir de création monétaire ex nihilo ». Cependant, celui-ci reste plus limité que dans un système à réserves fractionnaires traditionnel régi par une Banque centrale. En effet, le respect de la règle d'émission de monnaie de base signifie l'impossibilité pour la caisse d'agir activement sur la liquidité du système financier. Sa stricte application exacerbe la contrainte de liquidité associée à la pratique bancaire. La dynamique du crédit s'en trouve alors modifiée car les banques sont incitées à adopter une attitude plus restrictive dans l'octroi de crédit ; d'autant qu'elles doivent prendre en compte le niveau généralement élevé du seuil de réserves obligatoires.

L'abandon des prérogatives liées à la fonction de prêteur en dernier ressort soumet les banques à rude épreuve en cas de tensions sur la liquidité du système financier. Toutes les économies, à l'exception de la Bulgarie, ont dû affronter de sévères crises bancaires (Lituanie et Argentine en 1994-95, Estonie en 1997-98). Une option reste ouverte pour assurer un refinancement du secteur bancaire en cas d'assèchement du marché monétaire. Elle consiste à développer l'accès des banques domestiques à un mode de refinancement international. Les banques pourraient alors accéder à des fonds étrangers, en cas d'urgence. Dans les arrangements monétaires coloniaux de l'Empire britannique, l'absence de prêteur en dernier ressort dans les territoires ne constituait pas véritablement un danger pour le système de financement, dans la mesure où les rares banques commerciales présentes sur le terrain avaient leur siège dans la métropole. Les transactions interbancaires s'opéraient à Londres et la Banque d'Angleterre jouait finalement le rôle de prêteur en dernier ressort pour ces colonies. Dans les Currency Boards contemporains, les banques doivent nécessairement acquérir une envergure internationale, comme a pu le souligner Stanley Fischer (1996, p. 37). Les crises bancaires ont profondément remodelé le paysage bancaire de ces économies. La restructuration s'est opérée principalement par une forte concentration du secteur autour de grands groupes dorénavant contrôlés par l'étranger ainsi que par la fermeture des banques les moins rentables<sup>13</sup>. La Bulgarie constitue cependant une exception et reste à l'écart de ces vagues de restructuration.

## 2-2. Les conditions restrictives d'une extension du crédit : la recherche d'une entrée régulière de devises

Cette situation restrictive fait apparaître la contrainte de financement à laquelle sont confrontées les économies sous Currency Board. Dans un contexte de faible développement des marchés de capitaux (à l'exception de Hong Kong et de l'Argentine), la persistance dans la durée d'entrées de devises constitue un élément essentiel de la capacité des banques à répondre favorablement aux besoins de financement des entreprises. Ainsi, pour assurer la régularité de leur croissance, les économies sous Currency Board doivent-elle pouvoir dégager dans la durée un excédent structurel de leurs balances de base. Un excédent du compte courant représente une première option. Mais ce n'est pas le cas de figure le plus courant dans

---

<sup>11</sup> Contrairement à la plupart des tenants de la Free Banking School dont il fait partie, Rothbard (1962) propose de couvrir 100 % de la monnaie bancaire par des réserves en or, prolongeant à certains égards les travaux de Von Mises.

<sup>12</sup> Fisher et Allais adhèrent tous deux à la théorie du 100 % monnaie selon laquelle la monnaie bancaire doit être couverte par de la monnaie de base, afin d'assurer à l'autorité monétaire un contrôle total de l'offre de monnaie.

<sup>13</sup> Par exemple, en Estonie, le nombre de banques est passé de douze à six entre 1997 et 1999 (impact de la crise russe). Le changement le plus remarquable réside dans la place majeure prise par les procédures de refinancement auprès des marchés interbancaires scandinaves. Les crises de liquidité ont permis d'accroître le poids des participations suédoises et finlandaises dans les établissements bancaires estoniens (Lepik, 1999).



des économies engagées dans un processus de « rattrapage » ou « d'émergence ». Un léger déficit courant pourra être compensé par des entrées de capitaux stables, sous la forme d'investissements directs par exemple, l'essentiel étant d'obtenir des flux d'entrées nets de capitaux dans la durée. Pour illustration, le mécanisme de transmission de la dynamique de la balance des paiements à la dynamique du financement par le crédit intérieur peut être représenté par la séquence suivante :

balance des paiements → réserves de change → base monétaire → crédit domestique

Le sens de la causalité retenue ici suppose l'acceptation en bout de chaîne du mécanisme du multiplicateur de crédit. La détention par une banque commerciale de monnaie externe (à la suite par exemple de recettes d'exportation perçues par son client) améliore sa position de liquidité. Si la conversion en monnaie centrale auprès de la caisse d'émission est réalisée, la banque commerciale peut mobiliser ses réserves excédentaires pour accorder des crédits en monnaie locale. Un raisonnement construit à partir du mécanisme de diviseur de crédit ne change pas la conclusion : en l'absence de mode de refinancement national ou international, l'expansion du crédit nécessite une entrée nette de devises.

En résumé, la contrainte de financement du Currency Board laisse apparaître deux cas de figure possibles pour assurer un financement de l'activité par le crédit domestique : la détention préalable de devises ; l'emprunt de devises, mais celui-ci a un coût, le service de la dette. Le caractère automatique de l'émission de monnaie centrale modifie le processus traditionnel de création de monnaie de crédit par le système bancaire. Il confère à l'évolution du montant des réserves en devises un rôle primordial dans la dynamique de financement de la production, même si l'internationalisation des banques atténue quelque peu la portée du phénomène. L'activité, rythmée par les mouvements de la balance des paiements, peut rester faible en cas de déficit chronique. Dans le meilleur des cas, l'expansion reste soumise aux inflexions de la conjoncture monétaire et financière internationale, qu'aucune intervention, ni sur le change ni sur les taux d'intérêt, ne viendra amortir.

### 2-3. Illustration de la contrainte de financement

Les premières années d'existence du Currency Board argentin ont largement bénéficié de cette dynamique. Jusqu'en 1995, la croissance a été vigoureuse (figure 3). Au fur et à mesure des importantes entrées de capitaux, les réserves en dollars des banques se sont accrues et la base monétaire s'est élargie rapidement avec l'augmentation des avoirs de réserves détenues par le Board. Il convient de noter que les entrées de capitaux ont été pour une large part tributaires de facteurs circonstanciels tels que les privatisations. Le crédit intérieur a répondu favorablement aux flux de devises et à l'élargissement de la base monétaire (figure 4), ce qui a renforcé la dynamique de croissance. Ce processus a été brutalement enrayé à deux reprises (en 1995 - effet Tequila -, et en 1999 - crise du real brésilien).

Figure 3

ARGENTINE - Taux de croissance du PIB (prix constants 1990, en pourcentage)

| 1980-89* | 1990 | 1991** | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998*** | 1999*** |
|----------|------|--------|------|------|------|------|------|------|---------|---------|
| -1,0     | -1,3 | 10,5   | 10,3 | 6,3  | 8,5  | -5,8 | 4,8  | 8,6  | 3,8     | -1,5    |

\*Moyenne.

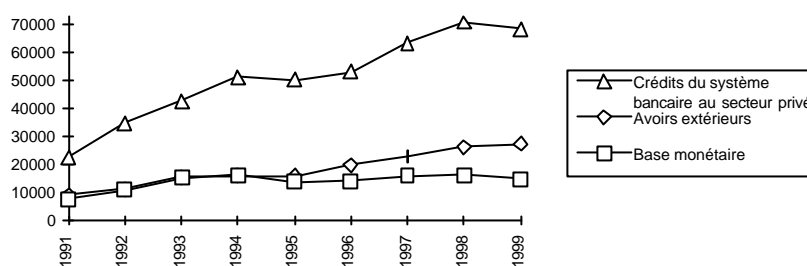
\*\*Entrée en vigueur de la Loi de convertibilité.

\*\*\*Estimations. Estimations officielles antérieures : 1998, 4,8% ; 1999, 2 à 3 %.

Sources : FMI, Ministère argentin de l'Economie.

Figure 4

ARGENTINE - Evolution des avoirs de réserve extérieurs de la BCRA, de la base monétaire et du crédit intérieur au secteur privé (en millions de pesos, fin de période\*)



Pour l'année 1999, la situation au mois de février a été retenue.

A l'inverse de l'Argentine, la Bulgarie ne paraît pas engagée dans un processus de croissance favorisé par les entrées de capitaux. Pourtant les objectifs de stabilisation monétaire et financière et de remonétisation sont atteints : l'inflation est tombée à 1 % à la fin de 1998 ; les taux d'intérêt sont redescendus à des niveaux modérés. Mais la croissance reste faible et les investissements directs se réduisent (figure 5).

Les autorités monétaires bulgares se soucient aujourd'hui des conditions de la reprise de l'économie nationale (Yotzov & alii, 1998). Mais leur analyse n'établit pas clairement le rapport entre les conditions de financement domestique de la production et la stagnation de l'activité. Dans un premier temps, la rareté des nouveaux crédits commerciaux au secteur non financier a été analysée comme un facteur positif illustrant la forte réduction des subventions implicites à des activités déficitaires et la nouvelle préoccupation de solvabilité des banques. Comparativement aux autres économies en transition, la Bulgarie se caractérisait par la plus forte dépendance des entreprises à l'égard du financement par le crédit bancaire. Avec l'avènement du Currency Board, ces pratiques, favorisées par un refinancement automatique de la Banque Nationale, ont disparu. Des argumentations de nature plus théorique ont ensuite été développées pour tenter d'apporter des éléments d'explication au ralentissement persistant du crédit intérieur (Nenovsky & Hristov, 1998). Ces études s'appuient sur les analyses traditionnelles en termes de rationnement du crédit en information imparfaite (Stiglitz & Weill, 1981). Elles concluent qu'en raison des distorsions liées aux politiques antérieures du crédit, le secteur bancaire bulgare a accumulé du retard en ce qui concerne les compétences nécessaires à des pratiques de prêt efficaces. Dépourvues de compétences sérieuses en matière d'évaluation et de suivi de projets, de collecte et de traitement des informations sur la solvabilité des emprunteurs, les banques doivent évoluer dans un contexte fortement marqué par l'incertitude et les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse. L'impact de ces comportements bancaires restrictifs sur le financement de l'activité réelle a fini par alerter les autorités bulgares, le FMI et l'OCDE<sup>14</sup>.

Ces analyses ont l'avantage de souligner le caractère incertain du contexte dans lequel doit s'établir le rapport contractuel entre prêteur et emprunteur. Elles mettent également en lumière la nécessité d'un développement rapide des marchés financiers dans ces économies. Mais elles occultent un facteur essentiel permettant d'expliquer la raréfaction du crédit des banques bulgares : la contrainte de liquidité qui s'impose à ces dernières, conformément à la logique du Currency Board<sup>15</sup>. La dynamique du crédit

<sup>14</sup> « Etant donné les problèmes de liquidité actuels de la sphère réelle de l'économie, nombre d'analystes et de responsables gouvernementaux s'inquiètent de ce qu'ils considèrent comme une baisse excessive des prêts des banques commerciales. Un intense débat est en cours en Bulgarie sur le point de savoir comment la réglementation bancaire pourrait être modifiée de manière à atténuer ce problème. Si l'on ne peut exclure l'influence positive de modifications marginales des réglementations, l'extrême prudence des banques à l'heure actuelle reflète principalement les risques et incertitudes considérables associés à l'octroi de crédits aux entreprises bulgares » (OCDE, 1999, p. 78).

<sup>15</sup> Même si elle ne met pas en avant comme argument décisif, l'OCDE reconnaît néanmoins son influence : « La présence d'une caisse d'émission est un autre facteur important qui explique pourquoi les banques bulgares ont besoin de maintenir une liquidité plus importante et un niveau de risque plus faible que ce ne serait le cas autrement » (OCDE, 1999, p. 78).

bancaire reste subordonnée à la dynamique de la balance des paiements. Depuis 1997, les banques bulgares se sont peu ouvertes sur l'extérieur et on constate que la base monétaire, alimentée par les avoirs de réserve, n'augmente plus et que le crédit intérieur se contracte (figure 6). En l'absence de la capacité à dégager un excédent du compte courant (les exportations manquent de dynamisme et les importations s'accroissent), la croissance bulgare reste soumise à l'arrivée d'importants investisseurs étrangers, pour l'instant réticents malgré le rétablissement de la stabilité monétaire et financière.

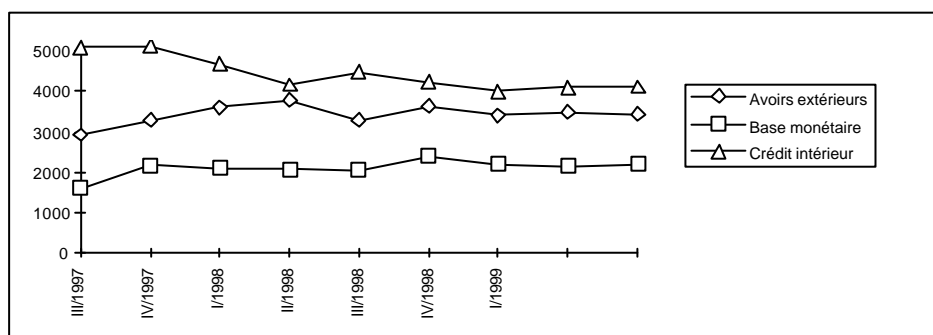
Figure 5  
BULGARIE - Indicateurs

|  | 1995 | 1996  | 1997 | 1998 | 1999* |
|--|------|-------|------|------|-------|
| Taux de croissance réel du PIB         | 2,1  | -10,9 | -6,9 | 2,7  | 1,5   |
| Flux d'IDE (millions de dollars)       |      |       | 636  | 478  | 300   |
| Solde commercial (millions de dollars) | 121  | 187   | 380  | -200 |       |
| Taux de chômage                        |      | 12    | 15   | 12   | 14    |

\*Prévisions

Sources : FMI, OCDE.

Figure 6  
BULGARIE - Evolution des avoirs de réserve extérieurs de la Banque Nationale de Bulgarie, de la base monétaire et du crédit interne (en milliards de leva, fin de période)



Sources : Banque Nationale de Bulgarie, FMI.

#### 2-4. Discipline budgétaire

Pour compenser ces perspectives peu encourageantes, on prête aujourd'hui au gouvernement bulgare l'intention de lancer un ambitieux programme d'aide au secteur des hautes technologies afin de relancer les investissements en R&D jusqu'à un niveau de 2,5 % du PIB en 2005. On peut penser que le financement de ce programme ne pourra voir le jour sans un accroissement de l'aide extérieure. En effet, outre l'abandon de toute politique monétaire, le Currency Board tend à limiter tout activisme budgétaire. Les modalités de l'offre de monnaie centrale suspendent toute possibilité de financement monétaire du déficit budgétaire, le Board n'étant pas, en principe, autorisé à procéder à une émission en échange de créances sur le Trésor. L'éventualité d'un effet d'éviction sur le secteur privé est parfois invoquée pour décourager l'endettement public auprès du système bancaire. Au-delà de cet argument, il paraît nécessaire de maintenir une stricte discipline budgétaire car tout endettement de l'Etat prolongé pourrait remettre en cause la capacité de l'Etat

à assurer le service de sa dette de manière non-inflationniste, ce qui porterait atteinte à la crédibilité de l'arrangement monétaire (risque de dévaluation). La pérennité du Currency Board repose donc sur la conduite d'une politique budgétaire « réaliste » (Fischer, 1996, p. 37). La recherche de l'équilibre budgétaire doit être respectée, même en période de ralentissement économique et de tensions sur les finances publiques<sup>16</sup>. Déjà en 1918, Keynes considérait que la condition de la réussite d'une caisse d'émission (en l'occurrence celle de Russie du nord dont il était le concepteur) se trouvait dans la limitation des dépenses publiques<sup>17</sup>.

### 3- AJUSTEMENT REEL ET CROISSANCE INSTABLE<sup>18</sup>

#### 3-1. Le rôle directeur de l'économie émettrice de la monnaie de réserve

Le renoncement à toute politique monétaire souveraine contenu dans le choix du Currency Board rompt de manière radicale la contrainte associée au triangle des incompatibilités (impossibilité de concilier le maintien d'un régime de change fixe avec la liberté des mouvements de capitaux et la conduite d'une politique monétaire autonome). Il signifie une dépendance accrue vis-à-vis de la politique monétaire conduite par le pays émetteur de la monnaie de réserve. Or comme dans tous les systèmes d'ancrage, il peut s'avérer que les modifications apportées aux conditions monétaires dans le pays de la monnaie d'ancrage soient inopportunes pour le pays du Currency Board. La synchronisation des conjonctures entre le pays de la monnaie d'ancrage et le pays de la monnaie ancrée demeure essentielle pour éviter des évolutions contracycliques de taux d'intérêt. Une intégration économique renforcée entre les deux économies constitue un moyen efficace de contenir les effets perturbateurs des orientations de la politique monétaire du premier pays sur l'activité du second. Cette question ne se posait pas réellement dans les économies coloniales régies par des Currency Boards, étant données les relations étroites (voire exclusives) entretenues par ces économies avec la métropole.

#### 3-2. Le choix déterminant de la monnaie d'ancrage

En l'absence de forte intégration, la question du choix de la monnaie d'ancrage se trouve posée avec force. Initialement, les promoteurs du Currency Board estonien prescrivaient un ancrage à la couronne suédoise. Le rattachement de la kroon estonienne au mark allemand a permis à l'Estonie d'échapper aux conséquences de la crise de la monnaie suédoise de 1992. A cet égard, l'adoption du mark (remplacé de facto par l'euro) comme monnaie d'ancrage dans les Currency Boards d'Estonie, de Bulgarie et de Bosnie-Herzégovine, constitue un choix plus judicieux que celui de la Lituanie qui s'est porté sur le dollar. Même si les flux d'investissements à destination de la Lituanie proviennent d'abord des Etats-Unis, la perspective de l'adhésion à l'Union européenne amène à considérer que la monnaie de référence doit être l'euro et non

---

<sup>16</sup> A titre d'exemple, en 1995, le gouvernement central argentin n'a pas pu assister les gouvernements provinciaux, malgré la récession brutale. Il a du néanmoins leur accorder le droit provisoire d'émettre des billets à ordre utilisables comme moyens de paiement locaux.

<sup>17</sup> L'étude de cette expérience monétaire fondée sur un dispositif inspiré de la caisse d'émission a permis de mettre en évidence la contrainte financière que les règles du Currency Board font porter sur l'action du gouvernement. A l'époque, la Russie du nord n'a pas pu répondre de manière satisfaisante aux importants besoins financiers commandés par sa lutte contre le pouvoir bolchévique de Moscou. Le financement de l'effort de guerre reposait sur la « pénurie financière au nom de la stabilité monétaire » (Ponsot, 2001).

<sup>18</sup> Pour un examen plus approfondi de l'impact d'un Currency Board sur la croissance, cf. Ponsot (2000).

le dollar (Bénassy-Quéré & Lahrèche-Revil, 1999). Mais cette forme d'ancrage, si rigide soit-elle, ne suffit pas à assurer la convergence réelle, c'est à dire la diminution des écarts de niveaux de vie. Pour que ce processus soit engagé, il faut, en effet, qu'il y ait « rattrapage ». Acceptons la thèse selon laquelle « une des conditions de la réussite du rattrapage est la possibilité de disposer de moyens de financement de la transformation et de la modernisation des capacités de production et des infrastructures » (Fayolle & Le Cacheux, 1996, p. 31). A première vue, les économies régies par une caisse d'émission semblent pouvoir tirer avantage d'une crédibilité potentielle accrue (du fait de l'effet-discipline) par rapport aux économies qui ont choisi une stratégie de change active. Mais dans le même temps, du fait de conditions de financement internes plus rigides, le processus de rattrapage reste davantage tributaire des entrées de capitaux. Il n'est donc pas étonnant de constater que parmi les quatre économies européennes étudiées, seule l'Estonie, c'est à dire celle qui a le plus bénéficié des entrées de capitaux, soit autorisée à rejoindre l'U.E.<sup>19</sup>.

### 3-3. L'absorption des chocs exogènes par la flexibilité de l'économie réelle

En l'absence de marges de manœuvre sur le taux de change et sur les taux d'intérêt, l'exposition aux chocs extérieurs est totale. Les deux récessions brutales argentines en 1995 et en 1998 ont déjà été mentionnées. En Europe, la crise du rouble de l'été 1998 a eu une certaine incidence sur les transactions commerciales réalisées avec les voisins baltes. La Lituanie a été plus touchée que l'Estonie, en raison de ses structures d'exportations et d'importations davantage concentrées sur la Russie.

L'impact de ces chocs sur l'activité s'accroît lorsque l'ancrage monétaire se réalise par rapport à une monnaie qui n'est pas celle de la zone d'intégration économique. Ainsi, depuis 1998, Hong Kong subit les effets déflationnistes liés aux dévaluations de ses voisins, entamées en 1997. La baisse des exportations et des activités financières en direction des pays asiatiques, associée à une élévation des taux d'intérêt impulsée par la politique monétaire américaine, a entraîné une forte contraction de l'activité, après plusieurs années de croissance régulière (figure 7). L'investissement recule et la crédibilité du Currency Board est mise à mal avec le développement des anticipations de dévaluation.

Figure 7  
HONG KONG - Taux de croissance réel du PIB (prix constants 1990, en pourcentage)

| 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999* |
|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 6,3  | 6,1  | 5,4  | 3,9  | 4,6  | 5,3  | -5,0 | -4,7  |

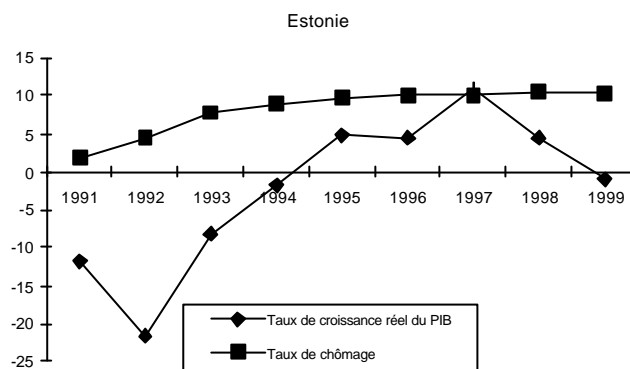
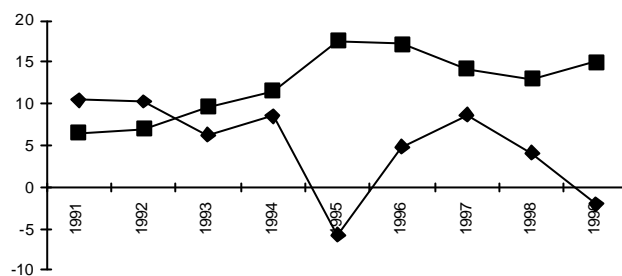
\*Prévisions.

Sources : FMI, HKMA.

Figure 8  
ARGENTINE / ESTONIE - La concomitance croissance-chômage  
Taux de croissance réel du PIB et taux de chômage 1991-1999 (en pourcentage)

Argentine

<sup>19</sup> Ce phénomène illustre parfaitement la tendance plus générale déjà observée pour l'ensemble des économies centrales et orientales, à savoir celle de la complémentarité des flux de capitaux privés et officiels destinés à ces pays, plutôt que leur substitution réciproque (Ricoeur-Nicolaï, 1999). Depuis le milieu des années 90 surtout, on constate que les flux d'investissements privés sont venus compléter les flux de financements officiels, et qu'ils se sont concentrés sur les économies les plus avancées qui, aujourd'hui, font partie de la première vague d'élargissement de l'U.E. A terme, l'adhésion à l'U.E. des pays les mieux placés, pourraient accroître les divergences internes, les « Ins » exerçant des « effets d'éviction » (Sgard, 1997) aux dépens des « Outs ». Dans cette perspective, les économies de la Bulgarie et de la Bosnie-Herzégovine risquent de rester condamnées à la stagnation, en marge de l'U.E., malgré la stabilité monétaire apportée par le Currency Board.



Sources : INDEC, FMI, Office estonien de statistiques

Figure 9  
ARGENTINE - Evolution des salaires réels et de la productivité (indice 100 = 1990)

|                | 1990 | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Salaires réels | 100  | 101,3 | 102,7 | 101,3 | 102,0 | 100,9 | 100,7 | 100,2 |
| Productivité   | 100  | 110   | 120   | 126   | 133   | 138   | 147   | 153   |

Sources : INDEC, CEPAL.

L'ajustement doit pouvoir s'appuyer sur une large flexibilité des prix et des salaires. Si l'on accepte le raisonnement en termes de taux de change réels surévalués (supérieurs à la PPA), toute appréciation nécessitera des ajustements de compétitivité. Ceux-ci sont entièrement reportés sur les entreprises et le marché du travail. Il convient alors de se lancer dans des politiques d'offre plus offensives, à l'instar de l'Argentine et de l'Estonie. Ces politiques visent prioritairement à une amélioration de la productivité, à une diminution des impôts et des charges des entreprises<sup>20</sup> et à une accélération de la flexibilisation du marché du travail.

Un manque de flexibilité peut avoir des conséquences sur le niveau de l'emploi. Dans le cas d'une rigidité des salaires à la baisse, le volume de l'emploi tend à se substituer au salaire comme variable d'ajustement. La contrainte d'ajustement portée sur les entreprises et sur l'emploi est d'autant plus sévère que les économies sont caractérisées par une tendance naturelle à l'appréciation du taux de change réel, du moins dans la phase initiale. En effet, les Currency Boards, très souvent mis en place dans un contexte d'hyperinflation, n'apportent pas de réponse à l'inertie de la hausse des prix. Le chemin vers la stabilisation débute donc par une prolongation provisoire de l'inflation qui, dans le cadre de la rigidité du taux de change nominal, nécessite un réaligement plus conséquent. Balino (1997) a recours à l'argument du «biais des productivités» (Balassa-Samuelson) pour analyser l'appréciation du taux de change réel et expliquer le niveau élevé du chômage. En raisonnant sur l'ensemble des deux secteurs (secteur abrité des

<sup>20</sup> En Estonie, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2000, les bénéfices réinvestis des entreprises sont exonérés d'impôts.

produits non-exportés et secteur exposé des produits exportés), on s'aperçoit qu'en réalité les salaires réels argentins ont peu progressé alors que les gains de productivité ont été importants (figure 9). Manifestement, la correction opérée par ces efforts de productivité n'a pas été suffisante<sup>21</sup>.

Le système de Currency Board a plongé l'Argentine dans une situation originale caractérisée par la concomitance d'une croissance soutenue et d'un taux de chômage élevé (figure 8). Même si cette croissance est irrégulière, elle reste la plus élevée d'Amérique Latine après celle du Chili. Mais parallèlement, l'Argentine connaît le plus fort taux de chômage urbain<sup>22</sup>. Dans une moindre mesure, le même phénomène est observable en Estonie à partir de 1995<sup>23</sup> (figure 8).

#### 4- LA DENATURATION PROGRESSIVE DU CURRENCY BOARD

Afin de garantir la stabilité de leurs systèmes financiers et ceci malgré l'absence théorique de prêteur en dernier ressort, les économies à Currency Board ont développé des réglementations prudentielles particulièrement rigoureuses. La supervision bancaire s'appuie en particulier sur de fortes exigences de capitalisation et de liquidité. Un seuil élevé de réserves obligatoires a été imposé aux banques. Les avocats du Currency Board reconnaissent l'utilité de telles exigences de liquidité, même si les théories que certains d'entre eux défendent les incitent plutôt à préconiser un abaissement, voire une suppression, des réserves obligatoires<sup>24</sup>.

##### 4-1. L'absolue nécessité d'un prêteur en dernier ressort

Ces dispositions ne peuvent cependant prétendre compenser l'absence de prêteur en dernier ressort<sup>25</sup>. Comment s'en passer alors que le régime de convertibilité du Currency Board repose sur un système bancaire à réserves fractionnaires et que les chocs exogènes sont imprévisibles ?

Une première solution peut consister à essayer de trouver un agent extérieur susceptible d'assumer cette fonction. On rentre alors dans la problématique du prêteur en dernier ressort international. Suite à la crise de liquidités de 1995, l'Argentine a cherché à s'engager dans cette voie. Mais la Fed a refusé d'institutionnaliser une relation de ce type (même si elle a sans doute joué un rôle non négligeable dans la résorption de la crise) et il est difficile d'affilier le FMI à ce rôle aujourd'hui. L'Argentine s'est donc tournée

---

<sup>21</sup> Schvarzer (1996) souligne à juste titre l'ambiguïté qui se dessine à travers les évolutions contradictoires de l'indice du salaire réel (valeur du salaire corrigée de la variation du coût de la vie du mois suivant) et de l'indice du coût du travail (coût salarial incluant les charges sociales et rapportés aux prix de gros). Les enquêtes font apparaître l'existence d'un effet « ciseaux » : la baisse du pouvoir d'achat des salariés s'accompagne paradoxalement d'une augmentation du coût salarial pour les entreprises mesuré en pesos constants ou en dollars, en raison d'une évolution différente des prix de détail et des prix de gros.

<sup>22</sup> Selon les indicateurs du CEPAL. Le taux de chômage officiel a atteint son plus haut niveau en juin 1995, avec 18,6 %. Pour plus de détails sur les modalités de comptabilisation du chômage en Argentine et sur les conséquences sociales du phénomène, cf. Marco del Pont & Valle (1998).

<sup>23</sup> Jusqu'en 1999, la croissance a été vigoureuse (figure 8) sans pour autant provoquer une baisse du chômage. Pour la première fois depuis cinq ans, l'Estonie s'appête à rentrer en récession (selon les prévisions les plus pessimistes pour 1999). Le dynamisme du « tigre de la Baltique » ne doit pas faire oublier qu'il laisse à la traîne des régions frappées par la désertification rurale et les restructurations industrielles. Pour une description du coût social de la transition (qui se traduit notamment par un abaissement de l'espérance de vie au niveau atteint dans les années cinquante), cf. Safransky (1998).

<sup>24</sup> La position de certains auteurs s'avère parfois délicate. Nenovsky et Hristov, par exemple, estiment qu'un seuil minimum de réserves est nécessaire « pour maintenir la stabilité du système bancaire » tout en adhérant en même temps à la théorie de la répression financière qui les amène à conclure en faveur d'une annulation de ces réserves obligatoires (Nenovsky & Hristov, 1998, p. 15 ; Nenovsky & Hristov, 1999).

<sup>25</sup> « While adequate prudential regulations and supervisory practices can reduce the need for a LOLR, they do not eliminate it » (Balino, 1997, p. 23).

vers un consortium de banques privées internationales en signant, en septembre 1996, un accord permettant à la Banque centrale de bénéficier d'une ligne de crédit en stand by plafonnée à 6,1 millions de dollars (en échange de titres publics en pesos). En cas de crise de liquidités, les banques locales qui ont choisi de participer au dispositif<sup>26</sup> ont la garantie d'accéder aux fonds via la BCRA.

Une autre option consiste à disposer d'un excédent de réserves de change, c'est à dire à détenir des réserves de change d'une valeur supérieure à 100 % de la base, et de mobiliser une partie de ces réserves excédentaires à une émission de monnaie centrale lorsque le besoin s'en fait sentir. Il ne s'agit là que d'une dénaturation partielle du Currency Board dans la mesure où la caisse peut assumer la fonction de prêteur en dernier ressort sans porter atteinte à la «règle du 100 % de réserves ». Ce cas de figure est envisagé dans la plupart des Currency Boards contemporains : tous disposent dorénavant de capacités d'intervention de ce type, à l'exception de Brunei et de Djibouti où les secteurs bancaires sont détenus par l'étranger. C'est à Hong Kong que la procédure a été engagée dans les proportions les plus importantes. L'ancienne colonie britannique bénéficie en effet de marges de manœuvre conséquentes dans la mesure où ses réserves en dollar représentent plusieurs fois le besoin de couverture<sup>27</sup>.

Ces différents aménagements montrent que le modèle du Currency Board «pur » qui suppose l'absence de prêteur en dernier ressort n'est pas tenable aujourd'hui. Cela reviendrait à laisser les banques affronter seules l'instabilité internationale, alors que l'objectif de stabilité du système bancaire national est clairement recherché. Plus généralement, la seconde solution trouvée pour pallier l'absence de prêteur en dernier ressort ouvre la voie au rétablissement d'une forme de pouvoir discrétionnaire. Certes la règle de couverture intégrale est préservée, mais le tabou de la non-intervention est brisé.

#### 4-2. Le difficile rétablissement de marges discrétionnaires

Ce relâchement progressif de la rigidité institutionnelle contenue dans le Currency Board (et de la supposition d'un ajustement automatique de la balance des paiements qui en découle) peut rappeler l'évolution spontanée des régimes monétaires sous l'étalon-or. Les «règles du jeu » du Currency Board semblent être destinées à être dépassées, tout comme elles l'avaient été sous l'étalon-or. A l'époque, malgré une contrainte institutionnelle (liée au Bank Charter Act de 1844), la Banque d'Angleterre a pu bénéficier de marges discrétionnaires pour faire face aux chocs extérieurs. Ceci était encore plus vrai pour la France et l'Allemagne (Contamin & Denise, 1999). «Les ajustements conformes à la logique du système n'étaient pas des automatismes. C'était un mélange subtil de règles [...] et de gestion active des tensions monétaires par les taux d'intérêt (importance cruciale du jugement discrétionnaire des banques centrales)» (Aglietta, 1990, p. 36). Aujourd'hui, on peut avoir l'impression d'assister à un phénomène similaire : les Currency Boards sont progressivement «aménagés » afin de rendre plus acceptables les effets des contraintes de financement et d'ajustement.

En réalité, ces nouvelles marges de manœuvre sont beaucoup plus étroites que celles dont pouvaient bénéficier sous l'étalon-or les trois Banques centrales citées. Tout d'abord, on l'a vu, l'intervention est limitée quantitativement par les réserves de change excédentaires, du fait de l'impératif de couverture. Or, ces réserves excédentaires ne peuvent résulter que des recettes de «seigneurage » (intérêts perçus sur les

---

<sup>26</sup> La participation consiste à verser un intérêt à la BCRA, reversé ensuite au consortium international. Pour plus de détails, cf. Eichengreen (1999, pp. 64-65).

<sup>27</sup> Ces marges de manœuvre ont été bien utiles pour contrer les attaques spéculatives enclenchées contre le dollar de Hong Kong, en octobre 1997, quelques jours après la dévaluation de la monnaie de Taiwan. Pour plus de précisions sur les interventions massives de la Hong Kong Monetary Authority et le remodelage du Currency Board de Hong Kong, cf. Chan (1999).



actifs de réserve placés), de dons ou de ressources longues à taux préférentiels accordés à l'institut monétaire par des institutions internationales. Ainsi, sauf à bénéficier de la situation particulière de Hong Kong, le bras de levier reste trop court pour des économies plus modestes comme la Bulgarie ou la Bosnie-Herzégovine. Ensuite, les autorités monétaires jouaient dans l'ancien système un rôle directeur sur la scène internationale et leur pouvoir discrétionnaire pouvait s'exercer par le maniement du taux d'intérêt, à la différence des Currency Boards des économies émergentes et en transition d'aujourd'hui.

Dans cette perspective, le rétablissement de cette forme limitée de pouvoir discrétionnaire peut s'avérer insuffisant. Reste la solution de la modification du taux de réserves obligatoires. Mais là encore, les marges de manœuvre sont limitées en cas de vives tensions sur la liquidité. La seule possibilité qui subsiste est donc de rompre avec la règle de couverture... c'est à dire de sortir du Currency Board.

### 4-3. La sortie d'un Currency Board

Le processus de sortie peut être programmé, à l'instar de la Lituanie qui a adopté en 1997 le Nouveau Programme de Politique Monétaire 1997-1999<sup>28</sup> (Niaura, 1998). Le plan repose sur une démarche gradualiste. Il vise à rétablir une certaine flexibilité dans la conduite monétaire en vue d'une intégration prochaine à l'Union Européenne. Le principal danger de l'opération de sortie se rapporte à l'incertitude qui entoure le transfert de la crédibilité de l'ancien système (assurée par la législation liée au Currency Board) au nouveau système (une Banque centrale indépendante chargée de définir et de mettre en oeuvre une politique monétaire).

A l'inverse, l'Argentine a brisé le cadre rigide du Currency Board dans l'urgence pour enrayer les conséquences de la crise aiguë de 1995. Parmi les mesures prises, on retiendra l'abaissement du seuil de réserves obligatoires, la dollarisation du système de paiement interbancaire afin de libérer des ressources en pesos et l'utilisation de procédures de réescompte de titres publics en dollars (Caprio & alii, 1996). Pour cela, il a fallu faire voter par le Parlement un amendement de la loi de la BCRA abaissant le seuil de couverture en devises à 67 %. Certes, les titres de dette publique sont libellés en dollars ; mais en autorisant leur détention comme mode de couverture du passif de la BCRA dans une proportion aussi élevée, les autorités argentines ont détaché l'économie du modèle de Currency Board. Elles doivent donc désormais faire face au dilemme suivant : soit maintenir un Currency Board «hybride » en espérant que la source de ses problèmes («the rest of the world ») se tarisse, soit abandonner l'arrangement monétaire. Or les voies de sortie du Currency Board sont étroites pour l'Argentine. Le rétablissement d'un arrangement monétaire accordant plus d'initiatives monétaires n'est pas envisageable tant la crédibilité monétaire a été mise à mal par l'abandon de la règle de couverture intégrale. La dollarisation officielle constitue une solution de dernier recours séduisante pour les autorités argentines, mais ses conséquences sont de nature plus radicale encore que celles du Currency Board. Après avoir abandonné la gestion de la monnaie avec le Currency Board, la nouvelle stratégie consisterait à éliminer la question du change, en faisant disparaître purement et simplement la monnaie nationale. Cette fuite en avant aurait des conséquences pour l'Argentine, mais aussi pour les autres économies de la région : elle risquerait de compliquer le retour ultérieur à un régime monétaire souverain et contribuerait à conférer définitivement au Mercosur le statut d'une zone dollar, ce que le Brésil cherche justement à éviter.

---

<sup>28</sup> Ce programme comprend trois étapes : 1. Le rétablissement progressif d'instruments de politique monétaire (afin de mieux réguler la liquidité du système bancaire) tout en conciliant les impératifs du Currency Board. 2. La réforme en profondeur du Currency Board afin de restaurer la flexibilité de la politique monétaire, avec la préservation de l'ancrage au dollar. 3. Le passage de l'ancrage au dollar à celui à l'euro (2001). Pour plus de détails, cf. Niaura (1998).

## Conclusion

L'adoption d'un Currency Board consiste à abandonner la gestion active de la monnaie pour instaurer sa stabilité et sa crédibilité. L'apostasie du Central Banking, sur laquelle elle s'appuie, est compensée par la mise en action de règles monétaires. Le carcan monétaire rétablit certes la stabilité des taux de change et des prix mais, parallèlement, il établit les bases d'un régime de croissance dépendant de l'extérieur. Rudiger Dornbusch (1999) ou Niels Thygesen (1996) considèrent l'adoption d'un système de Currency Board comme un moyen d'accélérer l'intégration des économies candidates à l'Union européenne. Nous avons cherché à montrer que cela n'est vrai que si l'économie est capable d'attirer suffisamment de capitaux. Dans le cas inverse, le Currency Board ne joue pas son rôle de catalyseur et peut au contraire compromettre une intégration rapide, en ralentissant le processus de rattrapage. Les règles rigides d'émission contenues dans le Currency Board assujettissent en effet la dynamique du financement de la production aux flux de devises. Au-delà de la contrainte de financement, le Currency Board soumet l'économie nationale aux modifications de la politique monétaire du pays émetteur de la monnaie d'ancrage et, de manière plus générale, il condamne l'économie ouverte à devoir absorber l'instabilité internationale dans sa totalité. La dynamique de croissance forte mais instable dont ont bénéficié l'Argentine et l'Estonie, permet à la seconde d'intégrer l'Union européenne, dès la première vague d'élargissement. Elle n'est cependant pas originale. Cette dynamique de croissance s'applique en réalité à de nombreux autres pays émergents ou en transition. Avec la globalisation financière, un nouveau régime de croissance fondée sur l'instabilité semble en effet s'appliquer aux économies émergentes les plus dynamiques. Mais tout se passe comme si les économies revêtues du carcan monétaire que représente le Currency Board devaient subir avec plus d'intensité ce régime de croissance instable, les phases de forte croissance étant suivies de récessions aussi sévères que brutales. Cette sensibilité accrue découle directement des effets de l'application du Currency Board. Elle montre les limites de la stratégie consistant à se passer de toute action d'une Banque centrale.

## Bibliographie

- AGLIETTA, M. (1990), «Intégration financière et régime monétaire sous l'étalon-or », *Revue d'Economie Financière*, n° 14, pp. 25-51.
- AGLIETTA, M. (1994), «Ordre monétaire et banque centrale », in ORLEAN, A. (dir.), *Analyse économique des conventions*, PUF, Paris.
- ALLAIS, M. (1999), *La crise mondiale aujourd'hui*, Clément Juglar, Paris.
- ARESTIS, P. & SAWYER, M.C. (dir.) (1998), *Political Economy of Central Banking*, Edwar Elgar, Cheltenham.
- BALINO, T.J.T & alii (1997), «Currency Board Arrangements: Issues and Experiences », *IMF Occasional Paper n° 151*, FMI, Washington.
- BARRO, R. & GORDON, D.B. (1983), «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n° 2, pp. 101-121.
- BARRO, R. (1998), «What Might Save Russia: Tying the Ruble to the Dollar », *Business Week*, 28 septembre, p. 24.
- BENASSY-QUERE, A. & LAHRECHE-REVIL, A. (1999), «L'euro comme monnaie de référence à l'est et au sud de l'Union européenne », *Revue Economique*, vol. 50, n° 6, pp. 1185-1201.
- BENASSY-QUERE, A., FONTAGNE, L. & LAHRECHE-REVIL, A. (1999), «Exchange Rate Strategies in the Competition for Attracting FDI », communication à la conférence *Exchange Rate Regimes in Emerging Market Economies*, ADBI-CEPII-KIEP, Tokyo, 17-18 décembre.
- BOONE, P., BREACH, A. & JOHNSTON, A. (1998), «Institutions and Prospects for a Currency Board in Russia: Perspectives on a Deepening Crisis », *Post-Soviet Geography and Economics*, vol. 39, n° 7, pp. 371-378.

- BRUNNER, K. & MELTZER, A.H. (1964), «Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money », *Journal of Finance*, mai.
- CAMARD, W. (1996), « Discretion with Rules?: Lessons from the Currency Board Arrangement in Lithuania », *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment* n° 96/1, FMI, Washington.
- CAPRIO, G., DOOLEY, M., LEIPZIGER, D. & WALSH, C. (1996), «The Lender of Last Resort Function under a Currency Board: The Case of Argentina », *Policy Research Working Paper* n° 1648, Banque Mondiale, Washington.
- CHAN, K.C. (1999), «The Hong Kong Currency Board: Crisis, Reform and Future Prospects », communication à la conférence *Exchange Rate Regimes in Emerging Market Economies*, ADBI-CEPII-KIEP, Tokyo, 17-18 décembre.
- CONTAMIN, R. & DENISE, C. (1999), «Quelle autonomie pour les politiques monétaires sous l'étalon-or, 1880-1913 ? », *Economie Internationale*, CEPII, n° 78, pp. 59-84.
- DORNBUSCH, R. (1973), «Devaluation, Money and Non-Traded Goods », *American Economic Review*, vol. 63, décembre, pp. 871-880.
- DORNBUSCH, R. (1999), «Hard Currency and Sound Credit: A Financial Agenda for Central Europe », *EIB Papers*, European Investment Bank, vol. 4, n° 2, pp. 24-32.
- DOWD, K. (1993), *Laissez-faire Banking*, Routledge, Londres.
- DUPUY, M. (1998), «Le Currency Board : solution d'avenir pour les pays émergents ? », *Banque et Marchés*, n° 33, pp. 18-24.
- EICHENGREEN, B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington.
- ENOCH, C. & GULDE, A.-M. (1998), «Are Currency Boards a Cure for all Monetary Problems ? », *Finance & Development*, vol. 35, n° 4, FMI, Washington.
- FAYOLLE, J. & LE CACHEUX, J. (1996), «L'intégration des pays d'Europe centrale et orientale : un processus à construire », in LE CACHEUX, J. (dir.), *Europe, la nouvelle vague : perspectives économiques de l'élargissement*, Presses de la FNSP, Paris.
- FISCHER, S. (1996), «Maintaining Price Stability », *Finance & Development*, vol. 33, n° 4, FMI, Washington.
- FISHER, I. (1935), *100 % Money*, Adelphi, New York.
- FRANKEL, J.A. (1999), «No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all times », *NBER Working Paper* n° 7338.
- GHOSH, A.R., GULDE, A.-M. & WOLF, H.C. (1998), «Currency Boards: The Ultimate Fix? », *IMF Working Papers* n° 98/8, FMI, Washington.
- HANKE, S.H. (1998), «The Case for a Russian Currency Board System », *Foreign Policy Briefing* n° 49, Cato Institute, Washington.
- HANKE, S.H. & SCHULER, K. (1994), *Currency Boards for Developing Countries*, ICS Press, San Francisco.
- KYDLAND, F.E. & PRESCOTT, E.C. (1977), «Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n° 3, pp. 473-492.
- LE MAUX, L. (1999), «Le Currency Board : fondements théoriques, réalités et suggestions », communication aux XVIèmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire, Poitiers.
- LEPIK, I. (1999), «Basic Features of the Estonian Currency Board: Convertibility and Liquidity Management », communication au colloque *Currency Boards: Convertibility, Liquidity Management and Exit*, Hong Kong, 9 octobre.
- MARCO DEL PONT, M. & VALLE, H.W. (1998), «Argentine : chômage et précarisation du travail », *Revue Tiers-Monde*, tome XXXIX, n° 154, pp. 451-458.
- NENOVSKY, N. & HRISTOV, K. (1998), «Financial Repression and Credit Rationing under Currency Board Arrangement for Bulgaria », *Discussion Paper DP/2*, Banque Nationale de Bulgarie, Sofia.
- NENOVSKY, N. & HRISTOV, K. (1999), «Monetary Policy Under the Currency Board: The Case of Bulgaria », communication au colloque *Currency Boards: Convertibility, Liquidity Management and Exit*, Hong Kong, 9 octobre.
- NIAURA, J. (1998), «The Experience of Lithuania in Adopting and then Exiting from the Currency Board System (Monetary Reform in Lithuania) », allocution, *International Conference on Exchange Rate Stability and Currency Board Economics*, Hong Kong, 28-29 novembre.
- O.C.D.E. (1999), *Bulgarie 1999*, *Etudes Economiques de l'O.C.D.E.*, CCET-OCDE, Paris.
- PONSOT, J.-F. (2000), «Parité fixe et règle de convertibilité monétaire dans les économies émergentes : l'impact d'un Currency Board sur la croissance », in DIEBOLT, C. & ESCUDIER, J.-L. (dir.), *La croissance économique dans le long terme. Formes historiques et prospectives*, coll. «Logiques économiques », L'Harmattan, Paris.

- PONSOT, J.-F. (2001), «Keynes and the 'National Emission Caisse' of North Russia: 1918-1920 », *History of Political Economy*, vol. 33, n° 1, à paraître.
- RICOEUR-NICOLAI & alii (1999), «Vers un élargissement sélectif de l'Union européenne : dix pays, deux cercles », *Revue Economique*, vol. 50, n° 6, pp. 1101-1122.
- ROTHBARD, M. (1962), *Man, Economy and State*, Nash Publishing, Los Angeles.
- SAFFRAIS, G. (1998), «Les Etats baltes en 1997 : la course à l'intégration européenne », in LHOMEY, H. (dir.), *L'Europe centrale, orientale et balte*, La Documentation Française, Paris, pp. 47-61.
- SAYERS, R.S. (1957), *Central Banking after Bagehot*, Oxford University Press.
- SCHENK, C.R. (1997), «Monetary Institutions in Newly Independent Countries: The Experience of Malaya, Ghana and Nigeria in the 1950s », *Financial History Review*, vol. 4, n° 2, pp. 181-198.
- SCHVARZER, J. (1996), «Argentine : le plan de convertibilité, de l'expansion à la crise », *Problèmes d'Amérique Latine*, n° 20, pp. 82-97.
- SCHWARTZ, A.J. (1993), «Currency Boards: Their Past, Present, and Possible Future Role », *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, décembre, pp. 147-187.
- SELGIN, G.A. (1992), *La théorie de la banque libre*, Les Belles Lettres, Paris.
- SGARD, J. (1997), «L'élargissement de l'Union européenne et la divergence des économies en transition », *Revue Française d'Economie*, vol. XII, n° 2, pp. 177-202.
- STIGLITZ, J.E. & WEISS, A. (1981), «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, pp. 393-410.
- THYGESEN, N. (1996), «Peaceful Coexistence », *EEP Special Issue*, CEPR, juin.
- YOTZOV, V., NENOVSKY, N., HRISTOV, K. & alii (1998), «The First Year of the Currency Board in Bulgaria », *Discussion Paper DP/1*, Banque Nationale de Bulgarie, Sofia.