

Après l'Argentino, l'Ellenikos ?

Posté le : 9 avril 2015 20:14 | Posté par : Blog du cercle des économistes e-toile

Catégorie: Actualité chaude, Monnaies et changes, Crise financière

Les spécialistes se souviennent de la crise monétaire argentine. Le pays avait choisi de mettre fin à un laxisme monétaire endémique en mettant en place un régime monétaire très particulier : « le currency board ». Le Peso était aligné sur le dollar avec une parité de 1 pour 1. Pour maintenir cette parité aucun peso ne pouvait être créé sans contrepartie en dollar. C'est l'excédent de la balance des paiements en dollars qui justifiait la création de monnaie banque centrale en peso. Toute demande de conversion d'un peso en dollar était donc d'une certaine façon garantie. La masse monétaire en Peso était équivalente aux réserves en Dollar.

Le système était possible parce que le Campo argentin était structurellement exportateur. L'agriculture argentine alimente le monde.

Ce système a eu un résultat initialement miraculeux : l'inflation a aussitôt cessé. Jusque-là le pays vivait au rythme des poussées d'inflation à deux chiffres et des blocages de prix, avec des conséquences parfois farfelues : le prix des voitures importées était bloqué mais pas celui des volants. Le volant finit par coûter le prix de la voiture dont le prix officiel ne comportait pas de volant qui était en option mais obligatoire à l'achat du « package » !

Ce système de caisse monétaire très particulier revenait à une semi dollarisation de la monnaie nationale mais sans la honte d'utiliser en interne la monnaie d'un autre pays. Il était plus fragile que la dollarisation puisqu'il restait une monnaie nationale et une banque centrale. On sait depuis Copernic, repris par Gresham, que la mauvaise monnaie chasse la bonne et que tout reposait sur la solidité d'un lien administratif entre Peso et Dollar qui pouvait être dénoué par la politique.

Le « currency board » n'avait été utilisé que dans le cadre colonial ou par de petits pays vivant en symbiose avec un gros voisin.

Dans un système mondial de changes fixes mais ajustables, et pourvu qu'on soit structurellement exportateur, le système est viable.

Dans un système de changes flottants, l'initiative devenait autrement plus aventureuse. Si les pays destinataires du Campo dévaluent, la compétitivité de ce dernier est entamée. La masse monétaire se trouve réduite et peut même se contracter violemment, entraînant une déflation problématique.

Lorsque le dollar s'est envolé après le tremblement de terre de Kobé, doublant à peu près contre toute monnaie, le Peso argentin a ipso facto été réévalué d'autant, ce qui a bloqué les exportations de l'Argentine, donc la création monétaire.

Quand le principal partenaire de l'Argentine, le Brésil, a dévalué massivement le Real, la situation monétaire argentine est devenue catastrophique. Il aurait fallu dévaluer le peso mais il était lié au dollar qui flambait.

Les Argentins ont commencé à craindre pour le Peso et ont demandé la conversion en vrai Dollar. La création de monnaie de banque avait été faite en pesos. La contrepartie en dollar de la masse monétaire globale y compris les dépôts créés sur le sol argentin par les banques n'existait pas. Les réserves de la banque centrale furent bientôt menacées puis le blocage est survenu.

Le gouvernement a cru un temps qu'il pourrait résister. Puis les mesures d'exception commencèrent avec l'apparition du fameux « corralito ». Les comptes en dollars furent partiellement gelés. Les comptes en peso devaient seuls fonctionner. On espérait que la course au dollar s'arrêterait et que le pays fonctionnerait sur les pesos que les banques pouvaient éventuellement créer en développant le crédit. Mais la fuite devant le peso avait asséché la trésorerie des banques et le marché interbancaire s'était bloqué. On demanda au FMI de la liquidité. Mais la quantité de dollars à fournir était hors de proportion pour faire face à la fuite devant le Peso. Les gouvernements régionaux commencèrent à faire circuler des reconnaissances de dettes pour ne pas contracter leurs dépenses, avec des noms plus ou moins explicites. L'Argentino, fut une de ces reconnaissances de dettes circulantes. Pas la plus importante mais la plus symbolique.

Au bout d'un moment tout le dispositif craqua à cause des remboursements des prêts internationaux privés ou publics. Les créanciers voulaient de bons dollars pas de l'argentino. La conversion forcée des comptes en dollar en peso puis le défaut vis-à-vis de l'étranger, puis le retour au peso seul, très fortement dévalué, s'ensuivirent. Le Campo recommença à exporter mais les dollars ne rentrèrent plus au pays. L'Argentine n'eut plus accès aux marchés de capitaux internationaux. Les investisseurs étrangers, grugés et spoliés, quittèrent le pays (notre EDF national y laissant de gigantesques plumes).

Les derniers épisodes sont connus :

- Mme Kirchner pillant la banque centrale
- Les hedge funds qui avaient racheté de la dette bradée exigeant le remboursement auprès de la justice américaine et gagnant.
- La déréliction générale de l'Argentine.

Un pays qui ne sait pas gérer sa monnaie est livré nécessairement ou à ses créanciers et/ou au chaos.

La Grèce se trouve dans une situation similaire, parce qu'elle n'a plus sa souveraineté monétaire et que l'émetteur de monnaie banque centrale et le superviseur des émetteurs monnaie de crédit est étranger.

La trésorerie des banques grecques est à sec parce que les Grecs ont déplacé leur argent à l'étranger soit en Euro soit en devises étrangères (beaucoup en Franc suisse). La valeur des dépôts est passée de 220 milliards à 140 milliards ces dernières années. Ces sorties n'ont été possibles que parce que la BCE a accepté de fournir jusqu'à 140 milliards d'euros aux banques grecques. La loi de l'euro veut qu'on ne puisse pas refuser la sortie des capitaux en euro ! Il faut bien que quelqu'un intervienne.

L'affaire de Chypre, où la BCE a imposé le vol d'une fraction importante des dépôts, inquiète naturellement les Grecs qui ne conservent en banque que le strict minimum.

Le gouvernement grec n'a plus la ressource de créer de la monnaie pour lui-même. Les banques ne peuvent plus lui prêter, faute de trésorerie. Il est donc à la gamelle et attend constamment des subventions européennes qui ne lui sont données qu'au prix d'un « assainissement de la dépense publique » qui tourne évidemment à l'assassinat économique. La dette dépasse le PIB et s'aggrave !

La tentation devient très forte de recourir aux mêmes facilités que les gouvernements régionaux argentins : faire circuler des certificats de dettes et leur donner le pouvoir de payer les impôts.

Au passage notons que la monnaie est toujours de la dette !

Ces certificats s'appellent des IOU (I owe you) en jargon anglo-saxon, de simples reconnaissances de dettes.

Sur le modèle de l'Argentino parlons plutôt d'Ellenikos.

La question juridique du droit d'émettre de l'Ellenikos et de lui donner un pouvoir de règlement n'est pas si nette que cela. Imaginons que le gouvernement décide finalement d'émettre « provisoirement » des reconnaissances de dettes en Ellenikos à hauteur de ses besoins internes tout en conservant l'Euro. Est-ce que cela pourrait marcher ?

Les fonctionnaires n'auraient pas le choix : ils seraient payés en Ellenikoi et les commerçants seraient sans doute forcés par la loi de les accepter. La mauvaise monnaie chassant la bonne, les étrangers venant en Grèce seraient sans doute obligés de payer leur hôtel en Euros. Pour éviter que les recettes ne repartent aussitôt à l'étranger, il sera nécessaire de mettre en place un contrôle des mouvements de capitaux, lui totalement exclu par les traités.

De même que faire des 100 à 200 milliards d'Euros déposés à l'étranger ? Difficile de ne pas imposer leur retour ou un contingentement façon « corralito » : montant en euro que l'on accepte de voir détenue par les Grecs en Grèce ou à l'étranger. Là encore, les traités seraient violés.

Il est à noter que les Ellenikoi seraient libellés... en Euros. Ne pas confondre avec un retour à la Drachme.

La Grèce comme l'Argentine n'a de ressources extérieures que via le tourisme et l'agriculture. C'est la seule source d'euros.

Les exportateurs recevront donc de l'Euro mais ne pourront pas l'utiliser en interne. Il faudra les convertir en Ellenikoi sur un par de un pour un.

En revanche pour convertir les Ellenikoi, il faudra passer l'office des changes de la banque centrale de Grèce qui ne donnera de l'euro que pour des motifs limités (licence d'importation).

Peu importe si le marché noir qui permettra de convertir de l'ellenikos en euro marque une décote par rapport à la parité.

L'émission d'Ellenikoi mettra fin à la déflation sans recourir à des prêts en euros. Les recettes extérieures en euros permettront de rembourser progressivement des dettes d'Etat en Euros.

A terme le gouvernement pourra racheter contre euro les ellenikoi ; sur la base de la parité ou avec une décote.

En dix quinze ans l'affaire pourrait être réglée.

Cela éviterait tous les ennuis actuels, récession terrifiante, injures réciproques, tentatives de vendre les biens agricoles en Russie en profitant de la surprime de violation des règles d'embargo, etc.

Les banques grecques verraient leur bilan en Ellenikoi enfler sans avoir recours aux prêts de la BCE. L'Etat grec ne serait plus asphyxié mais devrait rester extrêmement prudent. Evidemment les prêts en ellenikoi risquent d'être problématiques. Mais actuellement les banques grecques ne jouent pratiquement plus qu'un rôle de banque de paiement. Plus personne ne veut de leur papier sinon la BCE.

La banque nationale grecque n'émettrait pas d'ellenikoi sinon par conversion de tout euro en ellenikos. Seuls les déficits du gouvernement grec et les exportations créeraient de la monnaie. Une différence avec le cas argentin ; Il y aurait naturellement une certaine inflation en ellenikos des prix à la consommation. Cela vaut mieux que la déflation.

D'accord, toutes les règles de l'Euro auraient été violées. Mais que fait-on depuis sept ans, sinon violer toutes les règles absurdes mises en place après Maastricht ? L'expérience argentine ne laisse

pas d'inquiéter. La double monnaie n'a pas résisté longtemps. Mais en fait c'était un système à monnaies multiples : dollar, peso et monnaies substitutives. Ici il n'y aurait pas de Drachme.

Dernière remarque : le dollar n'avait pas avant 1971 de valeur intrinsèque : il donnait accès à l'or sur la base de 35 dollars l'once. Comme les Ellenikoi donneraient accès à leur valeur faciale en Euros. De même, qu'un temps, les billets de banque donnaient accès à leur contrepartie en pièce d'or.

L'avantage du système est qu'il donnerait un certain espoir. Après tout il existerait une perspective de s'en sortir sans tout casser.

Mené avec intelligence et doigté un tel système pourrait conduire à un retour à l'Euro finalement assez vite. La situation actuelle en revanche est sans issue.

Une autre solution serait que la BCE crée elle-même la monnaie nécessaire à l'état Grec et provoque dans ce pays une inflation en Euro. Certains commencent à envisager la solution. De toute façon il faudrait mettre en place un contrôle des changes.

Créer un Ellenikos serait une meilleure solution car elle éviterait le risque de contagion ou seulement dans des pays si petits (le Portugal) que cela n'aurait guère d'importance.

La France ne pourrait pas mettre en place ce système-là. Mieux vaut qu'elle se réforme et restaure sa compétitivité.