

ISSN: 1676-6288

Ano 02 V.02 No.04 - 2003



# CADERNOS PROLAM/USP

L'Aléa Moral de la  
Souveraineté  
Monétaires en Amérique  
Latine ou le Voile du  
Conflit Distributif

Jaime Marques-Pereira



PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM INTEGRAÇÃO DA AMÉRICA LATINA

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

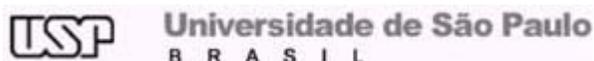
USP



## CADERNOS PROLAM/USP

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM INTEGRAÇÃO  
DA AMÉRICA LATINA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

---



Reitor: Prof. Dr. Adolpho José Melfi

Vice-Reitor: Prof. Dr. Hélio Nogueira da Cruz

Pró-Reitora de Pós-Graduação: Profa. Dra. Suely Vilela

Pró-Reitor de Cultura e Extensão Universitária: Prof. Dr. Adilson Avansi de Abreu

Pró-Reitor de Pesquisa: Prof. Dr. Luiz Nunes de Oliveira

Pró-Reitora de Graduação: Profa. Dra. Sonia Teresinha de Sousa Penin

Presidente do PROLAM/USP: Profa. Dra. Maria Cristina Cacciamali

Vice-Presidente do PROLAM/USP: Profa. Dra. Cremilda Medina

**Comissão de Pós-Graduação do PROLAM/USP:**

Presidente: Profa. Dra. Maria Cristina Cacciamali

Vice-Presidente: Profa. Dra. Cremilda Medina

Prof. Dr. Afrânio Mendes Catani

Profa. Dra. Maria Lúcia Refinetti Martins

Prof. Dr. Osvaldo Luis Angel Cogiolla

Prof. Dr. Paulo Borba Casella

Representante Discente: José Carlos R. De Andrade

CADERNOS PROLAM/USP - Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Integração da América Latina da Universidade de São Paulo - PROLAM/USP. Editores: Prof. Dra. Maria Cristina Cacciamali., Prof. Dr. Márcio Bobik Braga Vol. 2 (Jan./Dez. 2003) – São Paulo.

**Bimestral**

**ISSN 1676-6288**

Rua do Anfitheatro, 181 Colméia - Favo 1. CEP: 05508-900  
Cidade Universitária - São Paulo - SP  
Tel: (11) 3091-3587/3589 - 3815-0167  
E-mail: [prolamev@edu.usp.br](mailto:prolamev@edu.usp.br)  
Home Page: [www.usp.br/prolam/cadernos](http://www.usp.br/prolam/cadernos)

## CONSELHO EDITORIAL

---

### Presidente do Conselho Editorial

Prof. Dr. Sedi Hirano (FFLCH/PROLAM/USP)  
E-mail: [sedihi@usp.br](mailto:sedihi@usp.br)

### MEMBROS DO CONSELHO EDITORIAL

Adalberto Santana (UNAM/ México)	Luis Felipe Cabrales Barajas (UCSHUG/México)
Afrânio Mendes Catani (FE/USP)	Luís Maurício Cuervo (UNIANDES/Colômbia)
Amália Inês Geraiges de Lemos (FFLCH/USP)	Maria Cristina Cacciamali (FEA/USP)
Aníbal Quijano (CEIS/Peru)	Maria Lúcia Refinetti Martins (FAU/USP)
Anita Kon (PUC/SP)	Márcio Bobik Braga (FEA/USP-RP)
Carlos Antonio Romero Méndez (UCV/Venezuela)	Margarida Maria Krohling Künsch (ECA/USP)
Catalina Banko (UCV/ Venezuela)	Oswaldo Luis Angel Coggiola (FFLCH/USP)
Cremilda Celeste de Araújo Medina (ECA/USP)	Paulo Borba Casella (FD/USP)
Dilma de Melo Silva (ECA/USP)	Rafael Campos Sanchez (UNAM/México)
Gustavo Arce (RAU/Uruguai)	Raúl Bernal-Meza (UNCPBA/Argentina)
Irelemar Chiampi (FFLCH/USP)	Renato da Silva Queiroz (FFLCH/USP)
José Augusto Guilhom Albuquerque (FFLCH/USP)	Ricardo Antunes (IFCH/UNICAMP)
Juan Carlos Campbell Esquivel (UCV/Chile)	Sandra Maria Zakia Lian Sousa (FE/USP)
Lisbeth Rebollo Golçalves (ECA/USP)	Sedi Hirano (FFLCH/USP)
Lúcia Emília Nuevo Barreto Bruno (FE/USP)	Sueli Teresina Ramos Schiffer (FAU/USP)

### Editores

Profa. Dra. Maria Cristina Cacciamali  
E-mail: [cciamali@uol.com.br](mailto:cciamali@uol.com.br)

Prof. Dr. Márcio Bobik Braga  
E-mail: [marbobik@usp.br](mailto:marbobik@usp.br)

### Capa, Diagramação e Editoração

Renata Alves Ribeiro  
E-mail: [prolamev@edu.usp.br](mailto:prolamev@edu.usp.br)



## **OBJETIVOS**

---

O CADERNOS PROLAM/USP é uma publicação periódica bimestral, indexada, com Conselho Editorial de Arbitragem. O eixo temático é a integração da América Latina analisado sob quaisquer das seguintes dimensões: social, econômica, política, relações internacionais e cultural. Todos os trabalhos são submetidos ao Conselho Editorial e avaliados por pareceristas, não havendo identificação do(s) autor(es).

## NORMAS EDITORIAIS

---

Cada número do CADERNOS PROLAM/USP será composto por um ensaio ou conjunto de artigos, contendo no máximo 25 páginas. O padrão é: letra *Times New Roman*; espaço 1,5; notas colocadas no rodapé de cada página; simples referência de autoria colocada entre parênteses no próprio texto; referências da bibliografia efetivamente citada ao longo do artigo listadas no final do texto, de acordo com a norma NBR-6023 da ABNT Internacional. O autor deverá fornecer disquete do texto em WORD 6.0, nos formatos RTF ou DOC. Caso o artigo apresente tabelas e gráficos, o autor também deverá fornecer disquete dos mesmos nos formatos XLS ou RTF. Mapas deverão ser entregues nos formatos originais e separados do texto. Os idiomas da publicação são: português, espanhol, inglês ou francês.

# L'aléa moral de la souveraineté monétaire en Amérique Latine ou le voile du conflit distributif

Jaime Marques-Pereira<sup>1</sup>

## Résumé

Ce document étudie le problème de la souveraineté monétaire en Amérique latine du point de vue de la répartition de la richesse. Il s'attache à préciser l'impact du taux de change et du taux d'intérêt sur la distribution des revenus en mettant l'accent sur l'incapacité de l'Etat à utiliser la politique monétaire comme instrument de sa souveraineté. Il montre ainsi comment se noue par la convertibilité de la monnaie le cercle vicieux entre déséquilibre externe et concentration des revenus qu'avait mis à jour les économistes structuralistes dans les années 60 et comment il se perpétue depuis lors. Au regard de cette analyse, l'approche de la politique monétaire en termes d'aléa moral - qui fait de la maîtrise des finances publiques et du compte courant le seul moyen approprié de desserrer la contrainte externe - doit être reconsidérée. Les prescriptions qui en découlent réduisent le rôle du décideur public à garantir la solvabilité à court terme de la dette publique, ce qui grève la croissance et en reconduit par ailleurs la dépendance vis-à-vis du financement externe.

**Mots-clés :** Aléa Moral, Distribution des Revenus, Politique Monétaire, Contrainte Externe

## Resumo

Este documento estuda o problema de soberania monetária na América Latina na ótica da repartição da riqueza. Ele trata de caracterizar o impacto das taxas de cambio e juros sobre a repartição da renda, destacando a incapacidade do Estado em utilizar a política monetária como instrumento de sua soberania. Mostra-se, assim, como a conversibilidade da moeda gera o círculo vicioso entre desequilíbrio externo e concentração da renda, o qual os economistas estruturalistas tinham posto em evidência nos anos 60, e como este se perpetua desde então. A luz desta análise, a tese do risco moral, fazendo do controle do equilíbrio fiscal e da conta corrente o único meio apropriado de diminuir a restrição externa, deve ser reconsiderada. As prescrições que decorrem desta tese consideram o papel do decisor público apenas para garantir a solvabilidade de curto prazo da dívida pública, o que limita as perspectivas de crescimento e reproduz, além do mais, sua dependência do financiamento externo.

**Palavras-chave :** Risco Moral, Distribuição de Renda, Soberania Monetária, Restrição Externa

---

<sup>1</sup> Université Pierre Mendès France - Grenoble 2  
Centre d'études de la pensée et des systèmes économiques (CEPSE)  
E-mail : [Jaime.Marques-Pereira@upmf-grenoble.fr](mailto:Jaime.Marques-Pereira@upmf-grenoble.fr)

## 1. Introduction

Les crises financières qu'ont connues les économies dites émergentes sont apparues fondamentalement comme le résultat d'un manque de prudence de l'endettement en devises. Un tel constat stigmatise les gouvernements qui n'ont pas réduit le déficit budgétaire quand la conjoncture était bonne et il pose par ailleurs la question du rôle des institutions publiques devant pallier les failles du marché. Le débat qui s'ensuit s'est fondé sur la dichotomie classique de l'analyse des équilibres réels et monétaires et, sur cette base, il a permis d'établir un consensus relatif sur la nécessité de mettre un frein au surendettement. Le renforcement de la régulation prudentielle et, si nécessaire, l'intervention du prêteur en dernier ressort sont considérés comme moyens de limiter l'ampleur de la crise, à défaut de la prévenir. L'objectif est de réduire les asymétries d'information et, par là, l'ampleur des fluctuations du financement externe. La gravité de l'aléa moral qu'implique un sauvetage financier conduit en outre, dans cette logique, à préconiser une procédure de faillite des titres souverains. Le fait de souveraineté, abordé sous cet angle, ne pose alors qu'un problème d'incomplétude des contrats, lequel peut être résolu par une intervention publique internationale spécifiant les droits de propriété des titres souverains. Cette approche des crises financières institue la conditionnalité du soutien du FMI (qui doit en réduire l'ampleur) comme moyen de minorer l'aléa moral de l'intervention en dernier ressort.

Pour certains, notamment pour la CEPAL, il ne s'agit pas seulement de pallier les failles du marché financier mais également leurs effets d'hystérésis qui grèvent la reprise de l'activité, ce qui justifie alors une politique budgétaire contra-cyclique. Le débat demeure néanmoins cantonné aux déséquilibres financiers même s'il est élargi à leurs effets récessifs. Le cadre de l'équilibre général justifie de le centrer sur les dysfonctionnements des marchés financiers sans s'interroger, parallèlement, sur les causes du surendettement qu'entretient le régime de croissance. Se pose à ce niveau le problème non pas seulement financier mais aussi monétaire des implications macro-économiques de l'endettement qui font de la monnaie nationale une valeur financière structurellement fluctuante. Dans son évolution récente, cette fluctuation traduit un comportement de la prime de risque dont la hausse, sanctionnant la progression du déficit commercial, a impliqué celle du service de la dette publique.

Quand le commerce extérieur semble revenir à l'équilibre, le compte de capital se déséquilibre avec le ralentissement de l'investissement direct et, par conséquent, la montée du

rapatriement des profits. Le paiement des revenus du capital extérieur a pu alors requérir l'émission de titres publics fournissant les devises nécessaires pour le réaliser. De tels effets pervers, qui se sont révélés fatals à la loi de convertibilité argentine (Damill et Kempel, 1999), pointent l'importance de la dynamique de long terme du besoin de financement externe. La croissance explosive qu'il a connu au cours des années 90 dans de nombreux pays latino-américains s'est soldée par une nouvelle mise en doute (quand ce n'est l'anéantissement) de la crédibilité de leur monnaie comme réserve de valeur. Dans cette perspective, les crises financières du tournant du siècle sont moins le résultat du changement d'opinion sur les titres de marchés émergents qu'une nouvelle occurrence de la pression chronique à la dévaluation quand croît le besoin de financement externe et l'on peut douter que la réduction de la prime de risque ne dépende que de la rigueur budgétaire.

Reposer la question de la crédibilité de la politique monétaire en fonction du besoin de financement externe fait écho à ce que désignait, à l'époque de la substitution des importations, la notion de goulet d'étranglement externe. A l'heure actuelle, le problème n'est plus tant celui de la balance commerciale que celui du rôle actif de la monnaie soulevé par la critique de l'économie politique visant, depuis les années 70, à montrer que les rapports monétaires ne sont pas une simple expression des rapports marchands mais, au contraire, ce qui les institue. Cet héritage théorique, qui prend sa source dans les analyses de Marx et Keynes faisant de la monnaie un objet économique à part entière, conduit aujourd'hui à poser la question de son acceptation comme un fait de souveraineté qui fonde à la fois sa crédibilité et sa légitimité (Aglietta et Orléan, 1998). Le fait que l'une et l'autre soient liées renvoie à ce que l'anthropologie tient pour une des caractéristiques universelles de la monnaie et qu'ignore le débat usuel de politique monétaire, à savoir le fait que, dans toute communauté humaine, la conversion des avoirs en monnaie étrangère exprime les règles sociales de partage des ressources (Orléan, 2002; Akin et Robbins, 1999). La question est, pour l'anthropologue, d'ordre symbolique : il met à jour comment l'expression monétaire de ce partage s'articule avec d'autres formes de symbolisation des rapports sociaux. Transposée dans notre société, cette dimension du problème renvoie à la compatibilité de règles monétaires et de règles juridiques.

Dans le cas qui nous occupe, le problème tient au pari sur la régulation sociale qu'engage la convention financière conditionnant l'évaluation du risque pays. La contrainte financière qu'exercent les marchés sur l'action gouvernementale, et qu'endossent les prescriptions du FMI, étend l'effet de la règle convertibilité à la régulation sociale, et donc, à

vrai dire, au domaine juridique qui définit la souveraineté d'un pays dans la philosophie politique fondée par les traités de Westphalie. Le rôle de la théorie économique dans la légitimation des solutions données à la convertibilité externe de la monnaie est, à cet égard, central. Elle énonce les critères de crédibilité que suit l'évaluation financière et qui justifient, par ailleurs, l'action gouvernementale. La mise en échec de la politique monétaire par les marchés est aussi, de ce fait, celle de la théorie.

Le projet d'une monnaie neutre - pure marchandise dont la valeur serait réglée par la loi de l'offre et de la demande - est le fondement théorique de l'ancrage du taux de change pratiqué en Amérique latine dans les années 90. Dans la réalité, la crédibilité de l'ancrage butte sur un déséquilibre externe qui n'est pas nouveau et dont on sait qu'il s'exprime généralement par des crises monétaires. L'appréhension de l'obstacle, par la voie de la micro-économie, l'ignore en se focalisant sur les ratés de la libéralisation financière. Les limites de la théorie sont ici consonantes avec l'échec du marché à fonder la confiance en la monnaie. Que la théorie soit fausse ou vraie n'ôte cependant rien au fait qu'elle oriente l'action des Etats ; pour certains par choix et pour d'autres comme un piège qui entame la souveraineté monétaire au point que l'agenda des réformes structurelles conditionne maintenant le soutien du FMI qui évite son effondrement, comme l'a montré par défaut la chronique annoncée de la crise argentine.

Si l'on sort d'une vision strictement individualiste de la convertibilité et si l'on considère le change également comme un opérateur de la répartition du revenu, ces réformes qui focalisent les anticipations financières sur le coût du travail et la réduction de la dépense publique signalent l'enjeu distributif de la souveraineté monétaire qu'implique l'endettement. Cet enjeu n'est pas seulement social mais aussi macro-économique et cette dualité recouvre celle de la légitimité et de la crédibilité de la politique monétaire. On cherche dans ce texte à montrer en quoi son échec sur ces deux plans est révélateur « de ce qui, dans la monnaie, fait obstacle au projet individualiste poursuivi par l'économie théorique » (Orléan, 1998, p. 361). On commence, dans un premier point, par expliciter la ligne de partage que constitue le paradigme de neutralité de la monnaie dans l'analyse de sa convertibilité. Dans le second, on expose la trajectoire institutionnelle qui reporte sur le droit la difficulté d'opérer la répartition des revenus par le régime monétaire. Dans le troisième, on s'attache à préciser l'actualité de la dimension macroéconomique du conflit distributif autrefois mise en avant par les structuralistes et qu'une vision microéconomique a fini par réduire à un problème de ciblage de l'aide sociale. On conclut sur l'échec de la théorie et, plus précisément, sur l'ambiguïté

que recouvre l'aporie d'une monnaie que le monde de la finance a pu croire auto-référentielle – préservée des déséquilibres réels, alors qu'elle les nourrit par ailleurs<sup>2</sup>.

## **2. Convertibilité, neutralité *versus* souveraineté de la monnaie**

L'enjeu de la théorie dans le traitement donné aux crises financières prend racine dans la discussion du *no bridge* entre macro et microéconomie où s'est défini le rôle attribué aujourd'hui à la monnaie. Cette évolution de la théorie économique conduit à aborder la souveraineté monétaire sous l'angle du défaut de paiement sans poser comme objet d'analyse l'échec de la politique monétaire à garantir la fonction de réserve de valeur de l'unité de compte nationale. A l'opposé du projet de neutralisation de la monnaie, la macroéconomie que signifie l'ancrage nominal a impliqué un besoin exponentiel de financement externe qui finit par le remettre en cause. En ce sens, la crise de souveraineté monétaire de l'Etat est l'expression de l'échec d'une théorie économique qui envisage la confiance en la monnaie d'un point de vue purement financier, quels que soient les déséquilibres macroéconomiques qui puissent la remettre en cause, et qui ne perçoit dès lors dans la crise financière qu'un conflit d'intérêt entre créanciers et débiteurs impliquant une règle de faillite qui normalise la restructuration des dettes. C'est là sans doute une façon de régler les crises financières qui adviendront mais non pas le moyen de modifier la donne distributive qui implique par ses conséquences macro-économiques une crise monétaire et, plus précisément une crise de souveraineté monétaire de l'Etat.

### *- L'objectif de la monnaie neutre*

L'analyse des nouveaux classiques a permis de restaurer la dichotomie entre sphères monétaire et réelle qui fonde le modèle de l'équilibre général et fait de la monnaie un bien quelconque ayant un prix d'équilibre. Elle reprend à son compte, on le sait, l'hypothèse keynésienne d'un rôle actif de la monnaie mais en n'y voyant qu'une source de déséquilibres qu'il s'agit donc de neutraliser. La création monétaire doit dès lors obéir à des règles d'autant plus strictes que les agents doutent de la ferme volonté du décideur public à les respecter quand son devoir de rigueur a déjà été pris en défaut par le passé. Les pays latino-américains ont été vus, dans cette perspective, comme des cas extrêmes de dérive des prix que peut impliquer l'absence d'illusion monétaire dans un monde d'anticipations rationnelles. La mise

---

<sup>2</sup> Cette hypothèse doit donner lieu, dans le cadre du programme de recherche "Régulation sociale et nouveau mode de développement au Brésil" (Credal / USP-Prolam), à une analyse comparative des débats de politique monétaire qu'a suscités la libéralisation financière au Brésil et en Argentine.

au rebout de la pensée keynésienne n'y a toutefois pas conduit plus qu'ailleurs à l'élimination du déficit budgétaire mais elle y fonde également la réorientation de la politique monétaire sur l'objectif de désinflation. L'Amérique latine s'y aligne avec retard. L'ancrage nominal des prix ne pouvait être mis en place qu'après avoir assaini la crise de liquidité empêchant le refinancement de la dette extérieure.

Il faudra le temps d'une décennie – perdue pour le développement, comme l'a caractérisée la CEPAL – pour que se produise un accord sur la restructuration du stock de la dette. Il fallait donc assurer entre-temps son service par des excédents commerciaux, ce qui exigea une constante dévaluation qui pousse à la hausse les taux d'intérêt et accélère, par conséquent, celle des prix au point de l'hyperinflation dans nombreux pays du continent. L'ancrage nominal s'est imposé en Amérique latine quand la région eut de nouveau accès à des financements externes. La libéralisation du compte de capital va alors de pair avec l'ouverture commerciale et l'on compte sur les gains de productivité pour voir à terme se résorber le déficit du compte courant. La prédiction fut démentie quand il s'est avéré que le besoin de financement externe s'accroissait du fait de la montée du coût du service de l'endettement public que l'on avait laissé filer sans trop de précaution tant que l'ancrage du change paraissait crédible. Le principe de dichotomie, révisé par la théorie des anticipations rationnelles, conduit à expliquer la crise financière par le problème de crédibilité de la politique monétaire résultant du manque de rigueur budgétaire. Le déficit public est, en ce sens, estimé d'autant moins soutenable que la levée des entraves à l'autorégulation des marchés a été retardée par l'action collective et donc, également, les gains de compétitivité devant résorber le déficit du compte courant.

L'interprétation courante de la crise financière considère par ailleurs que la concurrence imparfaite propre aux marchés financiers aggrave le problème de crédibilité. La hausse du taux d'intérêt qui en résulte accroît les probabilités de sélection adverse d'emprunts de plus en plus risqués. Le caractère auto-réalisateur des anticipations, sur le marché des titres souverains et des engagements bancaires en dollars, transforme ce cercle vicieux en crise financière. Le fait que les imperfections des marchés financiers aient favorisé le surendettement, explique l'ampleur de la récession suivant le retrait brutal et massif des capitaux. L'ampleur des crises et, surtout, la crainte de leurs effets de contagion ont alors conduit le FMI à fournir les fonds qui peuvent enrayer l'assèchement de la liquidité. Ces interventions en dernier ressort, menées à l'échelle internationale, ont mis en évidence les

limites à la souveraineté monétaire que signifie la libéralisation financière. La question n'est toutefois posée dans la littérature économique que de façon indirecte.

*- la souveraineté monétaire*

Les outils conventionnels de l'économiste peuvent rendre compte de la dimension contractuelle de la restructuration des dettes qui plombent la croissance et ils permettent d'en établir la nécessité comme optimum de second rang (Mussa, 1999). Une telle approche fait l'impasse sur la dimension monétaire de la crise financière qui est d'abord celle du financement externe de l'économie, à laquelle l'Etat n'a pu répondre qu'en renonçant à sa souveraineté monétaire. La perte de confiance en la monnaie nationale que traduit la dollarisation (ou son ombre qu'est l'indexation des prix) porte sur la règle de convertibilité externe. L'Etat est le principal acteur de ce processus une fois qu'il prend à sa charge les risques de taux d'intérêt et de change par l'émission de monnaie indexée ou de titres dollarisés et qu'il garantit ainsi aux agents l'ancre nominale de l'arbitrage entre actifs financiers. Mais cela se fait au prix de déséquilibres budgétaires et patrimoniaux chroniques. La crise monétaire est, en ce sens, le coût social du renoncement de l'Etat à la souveraineté (Belluzo et Almeida, 2002).

La crédibilité des règles de change, et donc la confiance en la monnaie, sont bien d'avantage qu'une question d'adhésion volontaire des agents réduite à un calcul rationnel d'utilité. Cette adhésion engage la légitimité au fondement de la souveraineté de l'autorité édictant la règle de change mais la souveraineté monétaire ne se confond donc pas avec celle du pouvoir politique car elle pose le problème fondamental de maintenir l'ancrage nominal de la fixation des prix, quelles que soient les vicissitudes du marché (Aglietta et Cartelier, 1998). C'est là précisément le problème que soulève, en Amérique latine, la remise en cause de la règle de convertibilité externe constituant l'ancre nominale par laquelle fut mis fin à une longue période d'inflation.

Envisager la crédibilité de la règle de change du seul point de vue des opérateurs de marché suppose une confiance en la monnaie purement auto-référentielle, identique à celle de tout autre actif financier. Réduite à une logique contractuelle, la totalité sociale que constitue la monnaie (comme bien public instituant une communauté de paiements) n'est plus que celle de la main invisible du marché traduisant l'aspiration de l'ordre économique à s'autonomiser radicalement pour constituer un champ d'action autosuffisant et axiologiquement neutre (Orléan, 1998). L'indépendance de la banque centrale devient la règle dans une théorie

économique qui dépouille la monnaie des attributs de la souveraineté. Ce qu'il y a de souverain dans la monnaie n'est plus alors qu'une croyance collective en la cohérence intertemporelle d'une politique monétaire évitant le risque systémique et préservant l'ancrage nominal des prix. La théorie économique accompagne ainsi le transfert de souveraineté, variable dans l'histoire, qui s'opère du pouvoir politique à l'autorité monétaire<sup>3</sup> mais elle ne peut rendre compte de l'échec des politiques monétaires à assurer la fonction de réserve de valeur de l'unité de compte nationale. Cet échec est, par son expression macro-économique, celui de l'Etat à faire de la monnaie l'instrument de sa souveraineté depuis qu'il gère la contrainte externe par un endettement extérieur qui aiguise le conflit distributif.

On retrace dans le point suivant comment la difficulté s'est d'abord manifestée au travers d'une règle de change qui assure le service de la dette par une régulation monétaire de la répartition des revenus et comment elle se transpose sur le terrain du droit (les réformes structurelles) depuis que la règle est l'ancre nominale. La stabilité nominale n'est alors garantie qu'à condition de régler le conflit distributif par la concurrence sur le marché du travail et dans la protection sociale.

### **3. De la régulation monétaire de la répartition aux réformes structurelles**

Du choix de l'endettement international dans les années 70 à celui de la stabilité monétaire obtenue dans la libéralisation économique de ces dernières années, la politique monétaire a laissé se développer durant deux décennies une inflation faisant payer la dette à ceux qui ne pouvaient s'en défendre. Au système de prix, par lequel l'impôt inflationniste règle la part relative du travail et du profit dans la répartition, succède la désinflation et ce partage est alors préservé par de nouvelles formes de concurrence sur le marché du travail. Le conflit distributif est ainsi corrélé au déséquilibre externe par la contrainte du service de la dette et, depuis que celle-ci s'exerce dans l'intégration financière, cette médiation du régime

---

<sup>3</sup> L'étalon or faisait que les banques centrales n'avaient pas besoin qu'un mandat leur soit délégué par le pouvoir politique. Le maintien de la règle de convertibilité allait de soi dans la régulation des mouvements de capitaux à court terme. Dans le monde keynésien d'après la deuxième Guerre mondiale, la légitimité de la monnaie est rabattue sur les finalités sociales transformées en objectifs de politique économique. Cette évolution des règles monétaires s'est imposée comme forme de pacification de la guerre économique que se sont livrées les Nations au travers des dévaluations compétitives et du protectionnisme. Bretton Woods et le GATT pacifient le conflit. Le transfert de souveraineté s'inverse quand l'exportation internationale des capitaux, stimulée par le développement économique des années 60, fait éclater les contrôles aux mouvements de capitaux. L'indépendance des banques centrales, et plus encore leur coordination internationale pose maintenant de nouveaux problèmes qui expriment, sous sa forme actuelle, le paradoxe toujours renouvelé du capitalisme qu'est son autonomisation croissante de l'économie et l'impossibilité de la mener réellement à bout ( Aglietta et Cartelier, 1998).

monétaire doit être désormais réalisée par la régulation juridique du marché du travail. On reconstitue à la suite cette transformation de la contrainte externe.

- *L'inflation*

La régulation monétaire de la répartition s'est amorcée suite à l'aggravation du conflit distributif pour des raisons à la fois économiques et politiques qui ont fait reposer la régulation du coût du travail sur le régime monétaire quand il devint difficile de le fixer par la concurrence<sup>4</sup>. Plus concrètement, celle-ci s'exerçait par le biais d'une application discrétionnaire des lois sociales qui impliquait l'informalité d'une part de l'activité et, donc, la pression qui en résultait sur le jeu des salaires du secteur formel. Cette régulation est devenue également monétaire avec la croissance de la dette donnant lieu à l'impôt inflationniste.

La politique monétaire devient ainsi le principal déterminant de la répartition des revenus<sup>5</sup>. Ce qui est observable *ex-post* n'explique pas les motivations du décideur public mais démontre toutefois que la politique monétaire a fait contrepoids à la démocratisation en annulant les gains nominaux que pouvait permettre l'ouverture d'un espace de négociation salariale. Les gains réels ont été défalqués de l'impôt occulté dans l'inflation, lequel fit payer le service de la dette à ceux qui sont preneurs de prix - au premier chef, les salariés et les travailleurs informels qui dépendent de donneurs d'ordre, alors que les faiseurs de prix pouvaient les fixer en fonction de l'inflation anticipée et voir en outre s'accroître la rémunération de leur épargne grâce à la hausse du taux d'intérêt.

Ce conflit distributif a pris racine dans la répartition des revenus qu'avait induite la dynamique de l'accumulation quand l'industrialisation commence à être tirée par la production des biens durables dont le marché potentiel se limite aux couches à hauts et moyens revenus. Le salaire n'est donc plus qu'un coût et cesse d'être le déterminant de la demande solvable qu'il était au début de l'industrialisation. Mais ce qui explique le rôle qu'a joué la politique monétaire pour réguler le coût du travail est également une mutation politique et, derrière elle, le changement social qu'exprimait la poussée démocratique dans les années 80. La nature corporatiste et/ou clientéliste des institutions d'assurance et d'assistance se muait, avec l'éveil de la société civile, en un déficit de légitimité de l'Etat. Ce dernier s'est aggravé avec l'aiguïsement des conflits distributifs induit par le service de la dette et par les politiques d'ajustement.

---

<sup>4</sup> On reprend ici les résultats de travaux précédents (Marques-Pereira, 1998, 2001-a)

<sup>5</sup> Les faits sont connus mais ils ont été généralement perçus comme effets pervers de la politique monétaire. Pour une analyse qui en reconstitue la fonctionnalité (voir Salama et Valier, 1990).

Quand se dessine à nouveau la possibilité de financement extérieur d'un déficit commercial dans la première moitié des années 90, la stabilisation peut être engagée par l'aiguillage de la concurrence. Elle est réalisée par l'ouverture et confortée par l'ancrage du change. La déconcentration des revenus, le temps que dure la désinflation, s'interrompt quand est mise en œuvre la libéralisation du marché du travail alors que la forte hausse de l'importation de biens d'équipement, facilitée par la surévaluation du change, réduit le contenu en emploi de la croissance. La montée du chômage va alors de pair avec la redéfinition des statuts d'emploi et, plus largement, le développement de l'informalité du travail (Cacciamali, 2001). L'ancrage nominal de la monnaie a fait de la valeur du travail que "signalent" les marchés la norme, ou du moins, le paramètre de la négociation sociale. Il s'agit maintenant de l'institutionnaliser par la mise en œuvre des réformes structurelles.

Le traitement qu'aura donné l'Etat au conflit distributif depuis 30 ans, de la montée de l'inflation à la désinflation par l'ancrage du change, a constitué le principal champ de l'action gouvernementale où s'est jouée la perte de la souveraineté monétaire. Les élites latino-américaines se sont en fait naturellement adaptées à l'évolution du contexte international. La mondialisation financière leur a permis de contourner par l'endettement externe les limites à la valorisation du capital tenant à une dynamique de la demande qui n'a pas été tirée par les salaires. La dépendance des marchés internationaux fait ainsi plutôt figure de servitude volontaire : elle est moins le fait d'une perte d'autonomie monétaire, rendue inévitable par la globalisation financière, qu'un renoncement à en rétablir les conditions. Ce renoncement prend racine dans la montée de l'inflation des années 70/80 qui laisse aux forces du marché le pouvoir de la régulation monétaire. Les termes de renoncement et d'incapacité sont, à vrai dire, ambigus car laisser filer l'inflation fut bien une politique. Ceci même si, à l'époque, l'incapacité des autorités d'enrayer l'inflation, loin d'être perçue comme le fruit d'une quelconque stratégie délibérée, apparaissait comme le reflet de l'incapacité de l'Etat à nouer un pacte social. C'était là, en fait, un faux débat car l'Etat laissait au marché monétaire le soin d'opérer la régulation du conflit distributif, c'est-à-dire, un choix politique visant à desserrer par l'endettement le frein à la croissance qu'impliquait la concentration des revenus.

#### *- La désinflation*

Les effets sociaux de la perte d'autonomie de la décision de change éclairent *a posteriori* ce que recouvrait le choix de l'endettement non seulement en termes de souveraineté monétaire mais aussi de souveraineté de la loi. L'Amérique latine n'a pas été taxée, comme les tigres asiatiques, de capitalisme de copains mais l'absence de transparence

des contrats et l'inégalité de l'obligation de rendre des comptes y obèrent l'effectivité de la loi, au premier chef, sur le marché du travail. Le refus de signer un contrat ouvrant des droits sociaux, lorsque la précarité n'est pas instituée, s'est effectivement traduit par la croissance de l'informalité du travail qui caractérise les années 90, comme le suggère la différence entre le Brésil et l'Argentine sur ce plan (Marques-Pereira et Lo Vuolo, 1999). Quelles qu'en soient les modalités, le rapport entre l'endettement et le contrat de travail définit la macroéconomie de l'ancrage du change mais l'un et l'autre sont assimilés à une question de droits de propriété dans une microéconomie des rapports entre agents.

Le passage à la flexibilité du change ne desserre pas nécessairement la contrainte de réduction des coûts. La dépréciation du change permet de rendre excédentaire la balance commerciale et de faire ainsi décroître le besoin de financement externe. Pourtant, le taux d'intérêt ne diminue pas ou reste élevé. En l'absence de perspective de croissance, la baisse de l'investissement direct et la montée du rapatriement des profits qu'on observe à l'heure actuelle ne peuvent que se poursuivre. Une fois accomplies les restructurations patrimoniales des grandes entreprises publiques, l'apport de capitaux étrangers grâce à la privatisation devrait, en outre, se restreindre également. La capacité de financement externe se réduit donc plus encore que le besoin de financement (Salama, 2001). Une baisse durable du taux d'intérêt dépend effectivement, dès lors, des gains de productivité et c'est bien pourquoi la convention financière qui prévaut aujourd'hui fait dépendre la baisse du taux d'intérêt des réformes structurelles. Depuis qu'a été engagée la désinflation, la valorisation du capital implique une réduction du coût du travail passant par la flexibilité des statuts d'emploi et de sa rémunération, directe et indirecte. Ce pari sur le prix du travail étend à la "privatisation" des droits sociaux le terrain où se joue l'effectivité de la politique monétaire pour induire les équilibres auxquels les créanciers sont susceptibles d'adhérer. Le déséquilibre du marché du travail, nécessaire à la réduction de son coût, est plus que jamais un paramètre du marché des changes.

La convention financière qui régit la crédibilité de la politique monétaire dans la doctrine du FMI procède de la souveraineté qui lui donne autorité pour redéfinir les principes légitimes des droits du travail en vue d'agir sur les anticipations de marché. Les réformes structurelles doivent donc donner une assise juridique à la distinction (sociale) qu'opère le marché entre preneurs et faiseurs de prix et c'est bien là le sens de la rhétorique préconisant de "blinder" les prix financiers lorsque menace la fuite de capital, ce qui revient, en fait, à blinder dans le droit de nouvelles règles de répartition. L'autorité monétaire énonce ainsi les

critères de jugement des marchés par lesquels l'ajustement externe suppose la réforme des statuts d'emploi et la privatisation de la couverture sociale. En instituant un tel critère d'évaluation de la convertibilité entre la devise qui sert d'unité de compte des revenus patrimoniaux et la monnaie nationale qui fixe les revenus du travail, l'Etat octroie à la finance privée le pouvoir d'ordonner la comptabilité des prix. L'évaluation financière de la convertibilité procède alors de la souveraineté par la voix du FMI une fois qu'est instituée l'autonomie des banques centrales vis-à-vis du politique. La justification micro-économique que permet d'en faire le postulat de neutralité de la monnaie transforme une opération financière en cession de droits de propriété qui n'engagent que la souveraineté du choix individuel et non pas celle de la monnaie. On revient plus loin sur ce point de doctrine après avoir retracé l'évolution du débat sur le régime monétaire de la macro à la microéconomie.

#### **4. Le conflit distributif dans le débat de politique monétaire**

L'impasse théorique qui est ainsi faite sur la souveraineté de la monnaie traduit un obstacle épistémologique à concevoir les implications macro-économiques de la politique monétaire et l'enjeu distributif qu'elles comportent. La progression de la demande domestique est freinée sans que le choc de productivité suffise à faire des exportations un moteur de croissance qui en prenne le relais. On retrouve là le problème qu'avait déjà soulevé les premières analyses structuralistes expliquant l'endettement externe comme moyen d'abaisser le coût financier de l'investissement et de pallier ainsi la faiblesse des économies d'échelle sur un marché de biens durables limité aux classes moyennes<sup>6</sup>.

*- De la dynamique de la demande...*

La question de la contrainte externe n'est plus maintenant posée qu'en tant que problème de compétitivité. Ce faisant, une approche dichotomique de l'économie, séparant les sphères réelle et monétaire, s'est substituée à une analyse de la contrainte externe qui aurait pu être développée en termes d'économie monétaire de production. Ceci, en partant du débat qu'avait mené les économistes structuralistes dans les années 60/70 sur le rapport entre répartition des revenus, déséquilibre externe et croissance économique. Pour les uns, le modèle d'accumulation tirée par les biens durables aiguës les inégalités, la marginalité

---

<sup>6</sup> On se borne ici à repérer la trace implicite de la vision dichotomique de la monnaie dans l'analyse structuraliste du problème de demande propre à la croissance latino-américaine ( elle fait écho à l'orthodoxie du modèle IS/LM) et à montrer ensuite le basculement dans la microéconomie qu'a impliqué l'analyse de l'inflation en termes d'anticipations rationnelles.

sociale et la dépendance extérieure parce que ce secteur de production est plus importateur, économe en main d'œuvre et dominé par les firmes multinationales. Pour d'autres, l'expansion des biens durables ne se heurtait qu'à un handicap de marché qui pouvait être résolu par une redistribution en faveur de la classe moyenne et au détriment des classes populaires. Ce débat s'est focalisé sur une opposition entre le diagnostic stagnationniste de Furtado et le plaidoyer que mieux valait une croissance moindre, tirée par la demande de biens salaires et confortée par une politique de redistribution, plutôt qu'une croissance rapide et socialement excluante. Les années 70 ont démenti l'hypothèse d'une stagnation et ont vu s'accroître, de fait, la concentration des revenus au bénéfice de la classe moyenne. Une telle évolution ne remettait pas pour autant en cause l'hypothèse que la concentration était associée à une structure productive qui, par ses réquisits d'importation, limitait la croissance et impliquait un cercle vicieux entre concentration des revenus et déséquilibres de la balance des paiements, même si l'on savait par ailleurs que la redistribution des revenus était susceptible d'induire une plus grande demande de biens finaux dont la composition importée est plus élevée (Lustig, 1982).

Il importe de signaler que cette analyse de la contrainte externe fut faite, au départ, dans le champ de la politique monétaire. Bielschowsky (1988) rappelle que Furtado avait déduit de l'échange inégal l'hypothèse que les salaires nominaux, par leur rigidité à la baisse, offraient la possibilité d'un effet distributif quand la contraction des exportations impose la restriction des importations. Il se fait que, depuis le siècle passé, cette possibilité se trouve contrecarrée par la dévaluation socialisant les pertes des exportateurs dans le paiement des importations. En outre, quand l'endettement extérieur devint dans les années 60 une condition de la croissance, l'inflation instaurera une double socialisation des pertes. A la hausse des prix des biens importés, se surajoute la perte de pouvoir d'achat de ceux qui n'ont pas de pouvoir de fixation des prix, au premier chef, les salariés.

Cette évolution du conflit distributif, par la manipulation des taux d'indexation entre unités de compte, a donné l'écho que l'on sait à l'hypothèse des anticipations rationnelles déjouant les objectifs de la politique économique. L'accélération de l'inflation dans les années 80 accompagnait l'émission croissante de titres de la dette publique permettant de récupérer les devises des exportations dopées par la dévaluation. Elles rendent ainsi possible d'honorer le service de la dette extérieure. La décennie perdue qui s'ensuit bouleversera les croyances économiques. La gabegie de l'Etat fut alors tenue pour responsable du mal et le déficit démocratique a fait écho à l'interprétation de la crise de la dette l'attribuant à une recherche

de rentes, favorisée par la croissance de l'Etat. Lorsqu'il s'avéra que la réduction des dépenses publiques ne pouvait se faire plus vite que celle de la valeur réelle des recettes du fait de l'hyperinflation, l'explication de l'effet Oliveira Tanzi sur les finances publiques sera réduit à un phénomène d'emballlement inertiel des anticipations résultant des mécanismes d'indexation.

Le débat sur l'inflation inertielle justifie l'ancrage nominal des prix sur une monnaie forte et il laissera ainsi dans l'ombre le pouvoir de marché par lequel s'exerce la contrainte financière sur la politique monétaire. Sans faire ici un compte rendu exhaustif du débat, il faut rappeler que l'hypothèse des anticipations rationnelles s'est imposée d'autant plus facilement que la réduction du conflit distributif à un problème d'indexation validée par la politique monétaire ne prenait pas le contre-pied de l'interprétation structuraliste de l'inflation. La répartition avait été analysée par les premiers structuralistes du seul point de vue de l'économie réelle. Maria da Conceição Tavares rapporte qu'il faut attendre la consécration professionnelle de Milton Friedman pour les voir prendre en compte la dimension monétaire du financement de la croissance (Biderman et al., 1996). L'écho de Keynes auprès des néoclassiques sur les effets actifs de la monnaie n'en signe pas moins leur victoire et ce fut également le cas en Amérique latine. Le débat de politique monétaire, une fois centré sur les anticipations de prix, se déplace, comme ailleurs, sur le terrain micro-économique. L'interrogation initiale de la mouvance structuraliste sur l'interaction entre répartition et croissance fut ainsi déconsidérée et l'analyse de l'efficacité économique d'une action distributive est aujourd'hui confinée au champ de la politique sociale. Le conflit distributif n'était plus qu'une question d'ancrage nominal de l'unité de compte qui restaure la neutralité de la monnaie. La désinflation passera pour l'épreuve de réalité de l'hypothèse sans prendre en considération que l'offre abondante d'épargne externe rendait inutile la poursuite de l'impôt inflationniste.

La théorie de l'inflation inertielle fera oublier que le conflit distributif est une variable endogène à l'économie réelle non pas du fait d'une inélasticité de l'offre qui génère une demande insatisfaite et donc l'inflation, comme le pensaient nombre de structuralistes, mais en raison d'une insuffisance chronique de la demande (que révélait la persistance de capacités oisives). Cette insuffisance résultait d'une mauvaise distribution du revenu tenant à un taux d'exploitation trop fort, hérité du passé colonial. L'inflation était donc un mécanisme de défense de l'économie qui compensait les coûts unitaires trop élevés. L'émission monétaire venait valider ce mécanisme marchand et permettait par ailleurs au gouvernement de couvrir

de la sorte son déficit budgétaire (Rangel,1963). On signalait déjà le danger d'une recette inflationniste par laquelle l'émission entérine la hausse des prix, soutient l'activité et contrecarre ainsi la tendance à la dépression, implicite dans l'accumulation de capacités de production oisives. La recette a bien dégénéré, comme le craignait l'auteur, dans l'hyperinflation débouchant sur la récession.

Bresser Pereira (2002) rappelle aujourd'hui cette critique de Rangel aux structuralistes pour avancer qu'une stabilité macro-économique permettant une relance soutenable de la croissance suppose une réduction du taux d'intérêt à des niveaux qui garantissent à la fois un degré adéquat de tension entre l'offre et la demande et une augmentation substantielle des exportations, ce qui requiert à ses yeux un nouvel équilibre distributif au niveau macro-économique. En l'absence d'un tel pacte social, il n'y avait d'autre solution que la politique populiste d'augmentations nominales des salaires des années 80 et les politiques de valorisation du change des années 90 qu'il qualifie de néo-populistes. La privatisation et la réforme administrative ont sans doute diminué les quasi rentes de monopole des bureaucrates. Néanmoins, elles n'ont nullement répondu à la pression politique de l'enjeu distributif qui doit être canalisée par un compromis social soutenant une élévation des salaires au rythme des gains de productivité et une redistribution par la politique sociale. La baisse du taux d'intérêt et la dépréciation du change sont posées comme condition de l'équilibre distributif que doit cadrer la cible d'inflation en fonction d'objectifs des rentrées d'impôts et de devises. Le succès de cette politique se mesurerait, conclut-il, à une moindre contrainte acculant à déprécier le change et à baisser le salaire moyen. Selon cette analyse, parachever la stabilisation a donc encore un coût salarial à venir mais le fondement du modèle de croissance, pour qu'elle s'avère soutenable, doit être une redistribution qui aille au-delà de la classe moyenne.

*- aux failles du marché financier*

De telles positions n'ont que peu d'écho dans un débat de politique monétaire qui a réduit le conflit distributif à une question d'anticipations rationnelles. Si l'application des politiques économiques qui se sont inspirées des nouveaux classiques a donné des résultats sur le plan de la désinflation, cela s'est fait par le retour au déséquilibre externe et à l'impossibilité d'un équilibre budgétaire. L'impasse du débat de politique monétaire sur les effets qu'elle peut avoir à ce niveau est encore loin d'être levée même si la règle d'austérité budgétaire qu'a consacrée le consensus de Washington fait désormais l'objet d'une analyse des effets pervers, économiques et sociaux, des crises financières. Selon certains experts, se

dégagerait même un consensus pour les contrer en imprimant à la politique économique un caractère anticyclique.

En posant la nécessité d'entraver l'exacerbation financière du cycle de l'activité, le débat de politique économique élargit le champ de l'intervention publique au-delà des secteurs où sa pertinence est déjà reconnue, comme la santé et l'éducation. L'élargissement envisagé tient essentiellement à une régulation du compte de capital capable d'atténuer la gravité des récessions accompagnant le retournement des anticipations du caractère soutenable de l'endettement (Ocampo, 2000). L'intervention est donc d'ordre avant tout prudentiel. En limitant les possibilités d'endettement privé et public par des titres de trop court terme, il s'agit d'éviter toute dégradation du déficit du compte courant faisant craindre le scénario, aujourd'hui palpable, de la prophétie auto-réalisatrice menant au risque de défaut. Au mieux, au regard des jugements sur la crédibilité des marchés dits émergents, le rôle des règles prudentielles devrait donc être, dans cette logique, d'empêcher que puissent se former des situations de marché qui entraînent les opérateurs à douter de la volonté politique visant à réduire le stock de la dette car le problème est aujourd'hui celui du compte de capital.

Ce qui est appelé de consensus post Washington ne signifie donc pas un changement de politique économique mais à peine se donner les moyens de faire en sorte que l'ouverture économique relance effectivement la croissance. Les récessions suivant les crises financières génèrent des effets d'hystérésis sur l'apprentissage technologique et la formation de la main-d'œuvre qui aggravent non seulement la pauvreté plus que ne la réduisent les phases ascendantes du cycle mais obèrent par ailleurs le potentiel de croissance (Ffrench-Davis, 1999). Il faudrait donc contrer ces effets par une politique anticyclique que rendrait possible de constituer, dans les phases d'expansion, un fonds financier qui couvre l'accroissement de l'investissement social pendant la récession et permette au moins de préserver l'employabilité de la main d'œuvre. La régulation du compte de capital apparaît alors logiquement comme le lieu où peut être lissé le cycle. Son efficacité – à supposer que la possibilité de la réaliser dans des situations où s'accroît l'écart entre besoin et capacité de financement externe soit réellement entérinée par le FMI et par les marchés financiers – n'est pas pour autant établie.

Il ne peut s'agir en effet que d'atténuer l'effet accélérateur sur le cycle réel provenant de l'alternance entre l'euphorie et l'assèchement de la liquidité propre au segment émergent du marché financier international. Les effets positifs observés de la régulation financière en Amérique latine signalent la limite de ce qu'on peut en attendre. Le contrôle des flux de court terme par leur taxation, qu'ont effectué le Chili et la Colombie, a certes permis à ces deux

pays un endettement moindre sur des titres de maturité plus longue que la moyenne de la région mais la moindre charge financière de la dette n'est pas pour autant le gage d'une libéralisation menant à une croissance exportatrice. On ne sait si celle-ci est soutenable sur le long terme pour le premier pays ; encore moins si elle se mettra réellement en place pour le second. Au-delà de ces cas spécifiques, il convient de s'interroger sur la crédibilité en général d'une politique anticyclique au regard des déterminants du besoin de financement externe qui renvoient à la dynamique macro-économique et à ses répercussions sur les finances publiques.

L'idée de faille des marchés financiers est consensuelle mais ses enseignements normatifs paraissent peu convaincants une fois que le doute qu'ils expriment sur la restauration de l'équilibre externe porte sur la légitimation des réformes structurelles qu'on pose comme ancre véritable, c'est-à-dire, comme gage de la solvabilité des dettes. La crédibilité et la légitimité de la politique monétaire deviennent alors, dans une approche strictement contractuelle, une question de doctrine. Le transfert de la souveraineté monétaire à l'autorité du FMI (ou d'une cour internationale d'arbitrage du report des titres souverains) consacre aujourd'hui la conditionnalité assortie à ses interventions comme moyen de réduire l'aléa moral d'un sauvetage financier que le Fonds considère une décision domestique<sup>7</sup>.

## **5. Légitimité et crédibilité de la politique monétaire : une question de doctrine**

Ce qui est en cause dans la conditionnalité du FMI, ce n'est pas seulement une efficacité des réformes structurelles à garantir celle des choix individuels. Dans la sphère financière, ceux-ci ont d'emblée une dimension collective et le fait qu'ils soient, par leur caractère mimétique, des anticipations dont Keynes soulignait l'aspect conventionnel ne suppose pas seulement, dans les termes du FMI, qu'un pari financier sera validé s'ils le sont tous mais aussi qu'un autre pari soit validé au préalable, celui de la régulation sociale que visent à mettre en place les réformes structurelles. Cette conditionnalité est celle de la norme monétaire qui doit fonder la confiance. En justifiant de façon auto-référentielle cette conditionnalité comme moyen de réduire l'aléa moral de l'intervention de dernier ressort dans les crises financières, la théorie explicite ce que devient la souveraineté monétaire dans la perspective de l'économie des contrats.

*- Réduire l'aléa moral*

---

<sup>7</sup> Voir, par exemple, l'argumentation développée dans Mussa, 1999.

La crédibilité de la politique monétaire suppose bien plus qu'une réputation de rigueur de la banque centrale. Les évaluations financières qui escomptent la valeur future des créances sont certes établies sur la base d'un tel critère de jugement mais la rigueur est celle qui consiste à tenir le pari de la régulation sociale. Ce pari est justifié d'un point de vue économique comme une contrainte de marché qu'endosseraient les anticipations et qu'on pourrait alors tenir pour simple manifestation psychologique de la rationalité omnisciente du marché. La crise financière n'est plus, dans cette analyse, qu'un épiphénomène tenant au fait que la rationalité soit limitée par l'asymétrie de l'information sur le risque de surendettement. Mais cette information est une croyance : les marchés ont mal fait leurs comptes non pas seulement parce que l'information a un coût mais aussi du fait que l'incertitude rend les prévisions conventionnelles ; ce qui explique qu'elles se soient alignées sur la thèse du FMI justifiant la progression de l'endettement qui accompagne la dégradation du déficit commercial par le choc de productivité qu'impliquaient, à la fois, l'ancrage du change et la concurrence. La convention d'alors s'est peu préoccupée du risque de défaut et la crédibilité du FMI a pu être contestée dans le champ de la théorie économique. Le débat conduit peut-être à un consensus intellectuel quant à la nécessité d'une surveillance plus étroite des facteurs de risque de système mais il conforte l'argument de la rationalité du marché en justifiant qu'une baisse du taux d'intérêt soit soumise aux gains de compétitivité attendus de l'autorégulation du marché du travail.

L'aléa moral que soulève l'intervention en dernier ressort réunissant des fonds internationaux pour soutenir les monnaies, dont l'ancrage au dollar n'apparaissait plus crédible aux yeux des marchés, a été le terrain de la critique du FMI. Les critères de conditionnalité étaient, au départ, une règle d'action collective relevant du multilatéralisme. L'aléa moral dans la gestion des crises financières suppose aujourd'hui l'autonomie de la banque centrale comme assurance que le soutien international à l'intervention de dernier ressort ne serve pas qu'à monétiser dettes et créances. Ce qui est tenu pour un problème micro-économique d'agence explique la durée et l'ampleur de la crise financière que la fourniture de liquidité internationale n'a pu enrayer en Asie (Jeanne et Wyplosz, 2001). Le décrochage réussi du real brésilien en est un contre-exemple mais celui-ci n'a pas pour autant remis en cause la leçon de la crise asiatique conduisant à préconiser une procédure internationale de faillite des dettes souveraines.

Cette procédure passe par l'inclusion de clauses d'action collective aux contrats de dette souveraine que prône le Trésor américain, ou par l'approche statutaire de la cour

internationale de faillite proposée par Anne Krueger (2002) au FMI. Le différend entre créanciers et débiteurs ouvre donc la voie à une suspension des paiements qui amortisse le choc de marché. La question est alors celle de l'autorité d'arbitrage, qui peut être un tribunal du pays de l'investisseur, comme on a déjà pu l'observer pour des titres péruviens, ou une institution dont l'autorité procède de la souveraineté des Etats, ce qui consacrerait alors dans le droit international le transfert de souveraineté au FMI qui s'est déjà opéré *de facto* par la nécessité de la liquidité internationale que lui seul peut fournir en exécutant, à vrai dire, une décision qui est d'abord celle de la Réserve Fédérale (Sgard, 2002).

*- L'aporie de la doctrine*

Mais, ce qui est en cause, est la norme monétaire, gage la liquidité financière. L'aléa qui doit être réduit par la conditionnalité du concours international porte, en ce sens, sur la reproduction monétaire de la société que suppose l'ajustement entre valeur des actifs financiers et valeur du travail et dont dépend la croyance en une ancre nominale. Ce qui devrait être une métamorphose de convictions financières en convictions juridiques (et l'a effectivement été dans le cas de l'Argentine) rappelle le propos de Simmel sur ce qu'il désignait comme provinces de la vie sociale - la monnaie, le droit, l'intellectualité. Son analyse montre que ce sont là trois formes symboliques primaires du lien social. Les deux dernières dédoublent, depuis le 19<sup>ème</sup> siècle, la figure monétaire ancestrale de la communauté de paiements en une représentation de la société par les droits de l'individu, ainsi promu valeur suprême. Dans cette perspective, l'institution de la garantie publique du prêteur en dernier ressort, qui se généralise à tous les pays avec l'avènement de la finance capitaliste, fait perdre à la monnaie le rôle de représentation primordiale de la totalité sociale qu'elle avait depuis l'âge des sociétés dites simples. La banque centrale garantit la stabilité d'une monnaie privée qui fonde le capitalisme sur le salariat et la monnaie, considérée comme signe de l'appartenance nationale, perd de l'importance au profit du droit légitimant les contrats qu'elle permet de libeller (Théret, 1998).

L'avènement actuel d'une monnaie auto-référentielle est un renversement à l'image de la sublimation du message keynésien dans la théorie économique. L'étalon monétaire a bien repris sa place de forme primordiale de symbolisation du lien social. Les cibles d'inflation qui définissent les marges de manœuvre financière de la politique économique ont enterré, en tous cas, ce que Hicks avait désigné comme étalon travail en analysant l'effet des accords salariaux de l'Etat-providence sur la demande de monnaie. Le cas de la communauté européenne est

éloquent puisque la flexibilité du travail a été posée par les banquiers centraux comme condition même de la monnaie unique (Boyer, 1993).

L'expérience latino-américaine est une image exacerbée du fonctionnement de la légitimité politique intimement reliée au régime monétaire, pour le meilleur et pour le pire. L'évolution monétaire qu'a signifiée la norme de politique économique réunissant le consensus de Washington semble préfigurer ce que Simmel percevait comme l'aporie d'un monde où l'altérité finirait par être complètement objectivée par l'argent. La représentation de la totalité sociale qui s'est forgée dans le champ monétaire démontre à quel point la légitimité politique peut effectivement s'établir moins par référence à la figure de l'intérêt général qu'à l'aune des catégories de mesure de la valeur des biens et des personnes, et donc en faisant de la stabilité de l'étalon monétaire la valeur primordiale. C'est ainsi que la libéralisation, y compris du marché du travail et de la protection sociale a pu être légitimée par l'effet richesse de la désinflation.

Toutefois, selon cette approche de la monnaie, celle-ci constitue une médiation symbolique efficace pour autant qu'elle soit consonante avec le droit et l'intellectualité. Sa souveraineté ne serait plus alors qu'une police d'assurance capable de fonder la légitimité de l'ordre social, telle que la rationalise la micro-économie. On passerait ainsi, par la force de conviction de la doctrine, des règles monétaires qu'ont suscitées les innovations financières aux règles juridiques. Retracer le parcours de cette conversion en Amérique latine ne permet pas de juger de la force de la doctrine mais éclaire, à tout le moins, le marché de dupes entre l'Etat et la finance que signifie une régulation banqueroutière de la dette publique impliquant une cyclicité de l'activité qui réduit le potentiel de croissance à long terme.

L'imperfection du marché financier n'est pas seule en cause. Sans doute, l'évaluation financière règle-t-elle le cycle de l'activité mais elle n'en est pas moins un enchaînement d'anticipations accompagnant l'évolution des équilibres macro-économiques dont dépend la perspective des règlements internationaux que signale le cours du taux de change à terme. Le pari sur le change oscille alors entre l'attrait des titres nationaux, lorsque la dévaluation annonce un excédent de la balance commerciale ou du compte de capital, et la descente aux enfers quand le retour du déficit externe et/ou public annonce la perspective d'une nouvelle crise des paiements externes. Le taux d'intérêt s'élève et s'impose dans la foulée de la nécessité d'un excédent budgétaire et d'une réduction des importations. La récession fait chuter l'emploi plus qu'en crée la phase d'expansion par effet d'hystérésis sur le marché du travail. En induisant la perte d'une part du capital humain, elle réduit la productivité du capital

physique qu'avait générée la croissance préalable. Retour donc sur la sphère productive qui, sous de telles conditions, préjuge mal de gains de compétitivité à venir qui permettraient d'équilibrer durablement le besoin et la capacité de financement externe.

La réduction du déséquilibre externe et de la crédibilité de la politique monétaire à une micro-économie de l'offre explicite le transfert de souveraineté de la monnaie que signifie l'arbitrage de sa convertibilité par les marchés financiers, de l'incomplétude des contrats qu'ils nouent à la redéfinition des droits sociaux et du contrat de travail. Au-delà de l'environnement international, d'un point de vue domestique, la perspective d'une relance qui perpétue le cycle est suspendue au pouvoir de conviction de la doctrine, ce qui appelle une analyse de cette transformation de convictions financières en principes légitimes de droit. Le débat sur les réformes structurelles limite le rôle de l'Etat à la régulation prudentielle et à une politique sociale qui vise l'employabilité, laquelle se réduit en fait à une assistance focalisée. Se constitue ainsi un *no man's land* réunissant ceux qui perdent la sécurité sociale du fait de l'informalisation du marché du travail et ceux qui n'ont pas accès à l'assistance car ils ne sont pas les plus pauvres (Lautier, 2002). Cette nouvelle question sociale met en évidence le déficit de légitimité de la politique monétaire mais le débat à ce propos ne peut se nouer sur le terrain de la théorie économique tant que la sphère monétaire et la sphère réelle sont envisagées séparément. Il laisse alors dans l'ombre l'héritage d'un besoin de financement externe structurel et, par là, ce qu'a impliqué ce dernier sur la répartition des revenus par le biais de la politique monétaire.

## **6. Conclusion**

La convertibilité externe de la monnaie est le lieu des tensions qui conforment le conflit distributif. Elle constitue le champ économique où celles-ci opposent, comme partout ailleurs, l'action publique et l'innovation financière. La convertibilité est problématique non pas seulement par la nécessité d'un financement externe de l'investissement productif et de la dépense publique mais aussi par les implications de la dette extérieure sur les modalités de la répartition des revenus. La politique monétaire est ainsi devenue le vecteur d'une transformation de l'économie qui perpétue le cercle vicieux entre concentration des revenus et besoin de financement externe dans le nouveau contexte institutionnel que signifie la libéralisation des marchés. Dans une perspective historique, la mise en place d'un nouveau cadre réglementaire substituant la politique d'industrialisation doit fonder une stabilité

monétaire qui réduise le besoin de financement externe. On est encore loin du projet de la théorie.

L'inflation des années 70/80, dirigée par le change et le taux d'intérêt de la dette publique, donne la mesure de l'obstacle. C'est la fragmentation monétaire qui assure alors la répartition du service de la dette. Dans les années 90, la réponse de l'Etat s'ajuste au nouveau contexte international qui institue le segment « marchés émergents » de la finance globale. Cet ajustement pose le rapport de la souveraineté à l'ancrage du change de façon différenciée. Il peut être en Lituanie le moyen de son affirmation par la dimension symbolique de la conversion des anciens actifs socialistes dans la nouvelle unité de compte (Blanc, J., 2004). Le Brésil et l'Argentine, au delà de leurs différences sur la rigidité de l'ancrage, le manifestent aussi mais de façon plus complexe une fois que, dans l'inflation, la souveraineté de la monnaie est le principal moyen de régler ce que les anthropologues appellent le grand partage et, dans la désinflation, le déséquilibre des finances publiques finit par remettre en cause la souveraineté monétaire de l'Etat. Celle-ci se retrouve suspendue à la négociation des réformes structurelles. L'importance de la théorie semble décisive dans cette phase où le pouvoir de conviction de la doctrine doit désormais se jouer sur le terrain juridique.

## 7. Bibliographie

AGLIETTA, M.; CARTELIER, J. Ordre monétaire des économies de marché. In : AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. **La monnaie souveraine**. Paris : Odile Jacob, 1998. pp. 129-158.

AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. (Ed.). **La monnaie souveraine**. Paris : Odile Jacob, 1998.

AKIN, D.; ROBBINS, J. **Money and Modernity, State and local currencies in Melanesia**. University of Pittsburgh Press, 1999.

BELLUZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. **Depois da queda. A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 2002.

BIDERMAN, C. *et al.* **Conversas com Economistas Brasileiros**. São Paulo: Ed. 34, 1996.

BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento Econômico Brasileiro, o ciclo ideológico do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1988.

BLANC, J. **La monnaie comme projet politique : restauration monétaire et *Currency Borad* en Lituanie, 1988-1994**. in THERET, B. (Ed.), **La monnaie dévoilée. Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui**. Paris : Odile Jacob, 2004.

BOYER, R. D'une série de "National Labour Standarts" à un "European Monetary Standart"?. **Recherches Economiques de Louvain**, v. 59, n.1-2, pp. 119-152, 1993.

BRESSER PEREIRA, L. C. Incompatibilidade distributiva e desenvolvimento auto-sustentado. In: BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. **Políticas para a Retomada do Desenvolvimento, Reflexões de economistas brasileiros**. Brasília: Ipea, Escritório da Cepal no Brasil / Rio de Janeiro, 2002, pp. 117-148.

CACCIAMALI, M. C. Processo de Informalidade, Flexibilização das Relações de Trabalho e Proteção Social na América Latina, **Cadernos PUC – Economia**, 2001, p.111-142.

DAMILL, M.; KEMPEL, D. Análisis del balance de pagos de la Argentina: cambios metodológicos y desempeño reciente. **Documents du CEDES**. Buenos Aires, 1999.

FFRENCH-DAVIS, R. **Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina**. Santiago: Mc Graw-Hill Interamericana, 1999.

JEANNE, O.; WYPLOSZ, C. The International lender of last resort: How Large is large Enough. **NBER working paper**, n. 838, juil. 2001.

KRUEGGER, A. O. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**, Washington: International Monetary Fund, 2002.

LAUTIER, B. **Une protection sociale mutualiste et universelle: la condition de l'efficacité de la lutte contre la pauvreté**. In : LAUTIER , B. ; MARQUES-PEREIRA, J. ; SALAMA, P. **Régime de croissance, vulnérabilité financière et protection sociale**, Foro Política Económica y Vulnerabilidad Social, CEPAL- Santiago de Chile, 26/27 de nov., 2002.

LUSTIG, N. **Distribución del ingreso y crecimiento en México**, El colegio de México. México, 1982.

MARQUES-PEREIRA, J.; LO VUOLO, R. (Ed.). Stabilisation, protection sociale et marché du travail en Argentine et au Brésil, **Cahiers des Amériques Latines**, n.31, IHEAL, Paris, 1999.

MARQUES-PEREIRA, J. Trabalho, Cidadania e Eficiência da Regulação Econômica. In: THÉRET, B.; BRAGA, J.C.S. (Org.). **Regulação Econômica e Globalização**. Campinas: Unicamp/Fundap, 1998. pp. 321-350.

MARQUES-PEREIRA, J. Inégalités, croissance économique et souveraineté monétaire au Brésil, **Revue Tiers Monde**, t. XLII, n. 167, Paris 2001 (a). pp. 555-576.

MARQUES-PEREIRA, J. Crisis financieras y regulación política, **Epoca: revista argentina de economía política**, n.03, nov. 2001. pp. 23-62.

MUSSA, M. Reforming the International Architecture: Limiting Moral Hazard and Containing real Hazard, Reserve Bank of Australia. **RBA Annual Conference Volume**, 1999-17, <http://www.rba.gov.au>.

OCAMPO, J.A. Developing Anti-Cyclical Policies in a Globalized World. **Temas de Conyuntura**, Santiago: CEPAL, n.13, oct. 2000.

ORLÉAN, A. **La monnaie autoréférentielle: réflexions sur les évolutions monétaires contemporaines.** In: AGLIETTA, M. ET ORLÉAN, A. **La monnaie souveraine.** 1998. pp. 359-387.

ORLÉAN, A. La monnaie contre la marchandise. **L'Homme**, n.162, avril/juin 2002. pp. 27-48.

RANGEL, I. **A Inflação Brasileira**, Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1963.

SALAMA, P. ; VALIER, J. **L'économie gangrenée. Essai sur l'hyper-inflation.** Paris: La Découverte, 1990.

SALAMA, P. **L'Argentine piégée par l'ultra-libéralisme.** Université de Paris-Nord, 2001. Miméo.

SGARD, J. **L'économie de la panique, faire face aux crises financières.** Paris: La découverte, 2002.

THÉRET, B. De la dualité de la dette et de la monnaie dans les sociétés salariales. In: AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. **La monnaie souveraine.** 1998. pp. 253-288.