



ÉLECTIONS EN ARGENTINE : LE PÉRIL MILEI ANALYSE

## La dollarisation en Argentine : rêves libertariens et réalités économiques

**Le candidat libertarien à la présidence argentine, Javier Milei, fait de la dollarisation de l'économie argentine le fer de lance de sa campagne. Sa proposition radicale est cependant fort risquée.**

Romarc Godin 18 août 2023 à 10h57

Le candidat libertarien à la présidentielle argentine, Javier Milei, est arrivé en tête des primaires le 13 août dernier avec plus de 30 % des voix. Un des pans de son programme qui a le plus séduit les électeurs est son projet de dollarisation de l'économie argentine, autrement dit de remplacer l'actuelle devise du pays, le peso, par le dollar des États-Unis.

Dans un entretien accordé à Bloomberg le 16 août, le candidat est un peu plus entré dans le détail. En bon extrémiste de marché, il entend laisser « *les gens choisir volontairement entre les monnaies disponibles* », ce que sa conseillère Diana Mondino appelle « *la libre concurrence des monnaies* ». Pour lui, les gens choisiront naturellement la « *meilleure monnaie* », c'est-à-dire le dollar. « *Personne ne veut des pesos en Argentine* », explique Javier Milei. Dès lors, l'économie se dollarisera d'elle-même.

Évidemment, ce beau récit cache une réalité sans doute un peu différente. S'il est vrai que les Argentins se méfient avec raison d'un peso qui perd sans cesse de sa valeur et de son pouvoir d'achat, il n'est pas certain que le processus soit aussi aisé que le prétend Javier Milei. Dans un contexte de compétition entre les monnaies, le dollar sera naturellement plus difficile à obtenir, et, comme toujours, la concurrence ne se traduira pas par plus de justice, mais par la reproduction aggravée des injustices préexistantes.

L'économie argentine ne se dollarisera pas « d'elle-même », mais par le fait que ceux qui détiendront des

dollars auront plus de pouvoirs que les autres et qu'ils dicteront leurs choix sur le reste de l'économie. Cela sera d'autant plus vrai que l'État lui-même réduira ses dépenses publiques (de 13 % du PIB selon le programme de Milei) et qu'il libérera la circulation des capitaux.

### La dollarisation version Milei

En fait, la proposition de dollarisation de Milei n'est pas une dollarisation « standard » comme on en a connu ailleurs en Amérique latine (Salvador, Panama ou Équateur), ou en Europe avec l'euro (Monténégro et Kosovo). Le candidat argentin mêle à l'abandon de la devise nationale une forme de « *free banking* », de libéralisation de la création monétaire, dont devrait sortir, naturellement, la monnaie la plus efficiente.

C'est pour cette raison que Javier Milei accompagne sa réforme monétaire d'une volonté d'en finir avec la banque centrale. Dans l'interview accordée à Bloomberg, il considère que la BCRA, la banque centrale de la République argentine, est « *la pire ordure qui ait jamais existé sur terre* ». Mais sa haine s'étend à toutes les banques centrales : « *Il existe quatre types de banques centrales, les mauvaises, comme la Fed [la banque centrale des États-Unis – ndlr], les très mauvaises, comme celle d'Amérique latine, les horriblement mauvaises et la banque centrale argentine.* »

Javier Milei confirme donc qu'il nommera, s'il est élu, son conseiller Emilio Ocampo à la tête de la BCRA, avec comme objectif de la fermer. Le but est donc bien de se passer d'une banque centrale, une expérience qu'aucun pays capitaliste ne s'est hasardé à tenter depuis près d'un siècle.

L'inspiration de cette expérience remonte donc au XIX<sup>e</sup> siècle. Aux États-Unis et en Suisse, notamment, les banques avaient le pouvoir d'émettre librement du numéraire qui était officiellement adossé à l'or ou à l'argent. Si les banques émettaient trop de monnaie au regard de leurs réserves, elles faisaient faillite et leurs billets devenaient sans valeur. Cette expérience a été abandonnée dans les deux cas à la suite de crises répétées. Les deux pays ont finalement dû se résoudre à

fonder leurs banques centrales : en 1907 en Suisse et en 1913 aux États-Unis.

## 52 ans après l'abandon de la convertibilité-or, la plupart des gourous libertariens se sont résolus à remplacer l'or par le dollar.

Le « *free banking* » n'est en réalité possible que dans le cadre de ce rappel à un étalon fixe. Derrière ces propositions libertariennes, il y a donc toujours une nostalgie, celle de l'étalon-or qui serait synonyme de stabilité et de prospérité. La rareté de l'étalon permettrait de contrôler l'inflation et les bulles financières. Surtout, la monnaie échappe totalement à l'État et à ses « *manipulations* ». Avec lui, la monnaie reprend sa forme théorique chérie par les partisans du tout-marché : celle d'un « voile », d'une forme neutre permettant de mesurer parfaitement les choses et donc de donner naissance à un marché parfait.

52 ans après l'abandon de la convertibilité-or, la plupart des gourous libertariens se sont résolus à remplacer l'or par le dollar. Le Cato Institute, l'Institut Adam Smith ou encore Steve Hanke, un professeur d'économie à l'université Johns-Hopkins adepte de Hayek et Mises, sont tous des défenseurs acharnés de la dollarisation des économies latino-américaines.

Cette position ne manque pas de sel compte tenu du fait que les émissions de dollars ont été très fortes pendant les cinquante dernières années. D'ailleurs, certains, encore plus extrémistes, cherchent une alternative au dollar par la mise en place d'un étalon « solide » que pourrait être, par exemple, le Bitcoin, dont la quantité est limitée. C'est sur ce discours que Nayib Bukele, le président du Salvador, pays dollarisé, a défendu son idée de faire du Bitcoin la monnaie co-officielle du pays. Ce petit pays d'Amérique centrale est d'ailleurs la référence pour Javier Milei.

### **Pourquoi le récit de Milei a pris en Argentine**

Le récit libertarien oublie évidemment des pans entiers de la réalité. Si l'étalon-or a été abandonné en 1971, ce n'est pas parce que les États étaient trop dépensiers, mais parce que ce système issu de Bretton Woods ne permettait plus d'assurer la croissance de l'économie

capitaliste. La libre convertibilité des monnaies a permis de faire exploser les dettes publiques et privées, et c'est ce phénomène qui a permis la financiarisation, la mondialisation et le retour à la croissance, même si elle a été plus faible qu'auparavant.

Certes, ce ressort du crédit semble vouloir s'essouffler à présent sous le poids de gains de productivité toujours plus faibles, mais le retour à un étalon fixe n'est pas une solution. Il viendrait affaiblir encore plus la croissance mondiale en réduisant drastiquement l'accès aux crédits. Si la monnaie redevient « neutre », alors il n'y a aura plus aucune contre-tendance au capitalisme en crise.

Mais ces considérations ne sont valables qu'au niveau mondial. En Argentine, le discours libertarien peut apparaître comme une porte de sortie à une économie qui ploie sous le coup d'une inflation qui semble ne jamais devoir s'apaiser. Les prix ont plus que doublé en un an et il semble que toutes les tentatives des gouvernements argentins depuis 75 ans ont échoué.

Dès lors, une partie de la population peut se laisser bercer par l'illusion d'une solution dollarisée, d'autant que, on l'a vu, la voie proposée par Milei est originale. C'est assez logique à plusieurs égards. Car, effectivement, personne ne veut vraiment avoir de pesos en Argentine.

Détenir des pesos, c'est voir son pouvoir d'achat menacé en permanence. Au lendemain des primaires, le 14 août, la devise argentine a été dévaluée de 18 % sur le taux officiel. Il est très difficile d'avoir confiance dans la devise nationale. L'Argentine a tout tenté pour rétablir la confiance dans sa monnaie, y compris de la changer intégralement.

En 1985, le pays a introduit une nouvelle monnaie, l'austral, avec un taux de change très fort de 80 *centavos* d'austral pour 1 dollar afin de tenter de faire oublier les différentes sortes de pesos dévalués qui préexistaient. Six ans plus tard, il fallait 10 000 australs pour un dollar. En 2001, le peso, réintroduit en 1991, valait un dollar, il en faut aujourd'hui 350 pour un billet vert.

Javier Milei a donc beau jeu de fustiger la BCRA comme « *un des plus grands voleurs de l'histoire de l'humanité* ». Cela parle directement aux Argentins contraints d'utiliser une monnaie qui leur fait perdre en

permanence de la richesse. La perspective de n'avoir que des dollars qui, dans ce pays, sont une source stable de richesse et une devise que tout le monde veut détenir, est certainement très attirant pour une partie de la population.

Au reste, le risque d'un passage douloureux au tout-dollar est certainement réduit par le fait que la situation actuelle est déjà critique et que beaucoup d'Argentins estiment ne pas avoir grand-chose à perdre dans l'expérience. C'est un des terrains sur lequel Milei surfe allègrement : tout ayant échoué, ses propositions parfois grotesques et archaïques apparaissent comme des possibilités pour une partie de la population.

Dernier élément : l'Argentine a déjà tenté la dollarisation partielle dans les années 1990. Après l'échec de l'austral, le président Carlos Menem a instauré un nouveau « peso convertible » qui était échangeable à 100 % en dollars et qui valait strictement un dollar. Ce n'était pas une « dollarisation » stricte puisque l'Argentine avait conservé sa monnaie nationale, mais cela revenait au même puisque l'ancrage était de un pour un avec une convertibilité totale. L'idée était de faire du peso l'équivalent parfait du dollar.

Là aussi l'expérience a échoué. L'Argentine a fait des sacrifices immenses, notamment en matière de services publics et d'emploi, pour maintenir la convertibilité du peso. À la fin des années 1990, le taux de chômage dépassait 20 %, la dette publique devenait insoutenable et il fallait toujours plus « d'efforts » pour tenir le taux de un pour un. En 2001, le système s'est effondré dans une crise qui est restée dans les annales. L'Argentine a fait défaut sur sa dette en dollars et a abandonné l'ancrage sur le dollar.

Ce serait sans doute assez pour prouver l'inefficacité de la mesure. Mais il est possible qu'avec le retour de l'inflation au-delà de 100 % par an, beaucoup voient dans les années 1990 une forme d'âge d'or de stabilité. Il est aussi possible que la proposition de Milei apparaisse comme le pas supplémentaire que Menem n'a pas osé faire et qui aurait rendu le système viable : se débarrasser du peso.

Tout cela explique pourquoi le récit de Milei a tant pris en Argentine. Mais il reste une question. Vingt ans après

l'échec du peso convertible, la dollarisation complète de l'Argentine serait-elle à nouveau souhaitable ? Pour répondre à cette question, il faut examiner la situation du pays, les conséquences théoriques et les exemples passés de dollarisation.

## Les expériences de dollarisation

Le passé est en réalité de peu d'aide. La taille de l'économie, ici, est en effet importante. La dollarisation est l'adoption d'une devise étrangère, sur laquelle l'État n'a aucune prise, comme ayant seul cours légal. Il faut donc disposer d'une masse monétaire dans cette devise suffisante pour faire fonctionner l'économie. Cela suppose à la fois des réserves de devises (souvent gérées par une banque centrale, n'en déplaise à Javier Milei) et un flux constant de devises grâce au commerce extérieur et aux échanges financiers.

Les économies des pays dollarisés sont donc souvent de taille réduite. Le Salvador, dollarisé en 2000, a un PIB de 29 milliards de dollars soutenu par les envois d'argent en dollars des émigrés aux États-Unis. Le Panama, premier pays dollarisé, dès 1904, a un PIB de 76,5 milliards de dollars, largement soutenu par un secteur financier très dollarisé. Enfin, l'Équateur, dollarisé en 1999, est un peu plus gros avec un PIB de 106 milliards de dollars, mais son économie repose sur ses exportations, notamment de pétrole, facturées en dollars. On est loin des 632 milliards de dollars du PIB argentin qui est, par ailleurs, plus diversifié.

C'est d'ailleurs une des raisons de l'échec des années 1990 : assurer un flux de dollars suffisant pour financer l'économie est difficile. C'est pour cela que le choix d'une monnaie propre, convertible, plutôt que du billet vert directement, avait été fait. Mais lorsque les dollars ne sont pas suffisants, cette défense n'est pas efficace puisque le peso était convertible à 100 %. Il fallait ou le dévaluer ou réduire la taille de l'économie, c'est-à-dire avoir une récession forte. Souvent, dans ce cas, on a les deux.

Au rang des avantages de la dollarisation, il faut cependant insister sur son efficacité contre l'inflation. En Équateur, l'inflation a reculé rapidement dans les années qui ont suivi la dollarisation. Elle est passée de 96 % en 2000 à 2,2 % en 2005. Il n'y a là rien d'étonnant :

la masse monétaire se réduit et la distribution de crédit est plus difficile. Mais combattre l'inflation ne règle pas tous les problèmes.

En théorie, la dollarisation permet d'attirer les investissements étrangers et donc de développer l'économie en la modernisant et en soutenant la productivité. Dans les faits, la situation est plus complexe. Les investissements étrangers se logent surtout dans les activités les plus rentables et l'effet sur la diversification des économies reste discutable. En Équateur, par exemple, les investissements privés se sont concentrés sur le secteur pétrolier, laissant à l'État la charge du reste du développement.

C'est ici que l'on voit les limites de la manœuvre. La dollarisation rend logiquement les produits nationaux plus chers à produire, ce qui conduit à une pression sur les salaires pour maintenir la compétitivité internationale des exportations. Lorsque les prix des marchés mondiaux sont élevés et que l'économie en question est en excédent courant (c'est-à-dire que l'argent sortant est inférieur à l'argent entrant), le problème est aisément gérable. Il est possible de développer des politiques sociales (les réserves en dollars sont abondantes) et de partager avec les salaires les prix élevés des exportations.

Mais en cas de choc extérieur, une économie dollarisée se retrouve sans paravent. Les exportations étant plus chères que celles des pays ayant leur propre monnaie, le choc est plus fort, et maintenir un excédent courant (ce qui est nécessaire pour assurer un flux de dollars) devient difficile. Les seules voies possibles sont alors l'endettement extérieur pour compenser le déficit ou pratiquer une politique d'ajustement violent des salaires à la baisse pour réduire la demande intérieure d'importations et rétablir la compétitivité.

Après la crise de 2008 et celle des matières premières en 2012-2014, l'Équateur est tombé dans ce piège. Pendant un temps, le gouvernement a eu recours à l'endettement externe, principalement chinois, puis il a fallu faire défaut sur la dette extérieure pour préserver les réserves. Enfin, avec l'arrivée de Lenin Moreno à la présidence, de 2017 à 2021, l'Équateur est entré dans une phase d'ajustement par les salaires et la dépense publique tout en cherchant à accroître l'extractivisme, notamment sur

les terres indigènes, pour augmenter les sources de devises. Tout cela a provoqué une profonde crise sociale dans lequel le pays se trouve encore, après deux épisodes violents d'émeutes en 2019 et 2022.

Le cas équatorien prouve que la dollarisation, même dans un pays très dépendant des revenus en pétrole facturés en dollars, ne règle pas tous les problèmes. Certes, le dollar comme monnaie nationale fait consensus en Équateur, aucun parti politique ne souhaite revenir au sucre, la monnaie nationale jusqu'en 1999. Mais c'est là une forme de choix entre deux maux : l'inflation ou l'ajustement structurel.

Mais en fait, il est difficile de revenir en arrière sur la dollarisation et de promettre aux citoyens une perte de valeur de leur argent après tant de sacrifices pour la maintenir. Pour cela, il faut une grave crise comme en 2001 en Argentine. Et encore, on l'a vu, le billet vert n'était pas alors dans les poches des Argentins. La dollarisation complète est *de facto* quasi irréversible. Au risque de crises graves.

### **Les risques de la dollarisation en Argentine**

La réalité est que le problème de ces économies n'est pas que monétaire. L'inflation est un symptôme d'un problème plus général. L'Argentine a un modèle économique défaillant. La masse de la production du pays est constituée de produits agricoles destinés au marché mondial. Près de 60 % des exportations sont des produits agricoles ou des matières premières. Ces revenus en dollars sont détenus par une minorité qui ne souhaite pas les convertir en monnaie argentine et investit donc de manière très réduite dans l'outil productif destiné à la demande intérieure.

En parallèle, le pays, pour satisfaire les besoins de sa population, importe les produits transformés dont il a besoin ainsi que du pétrole. Ces dépenses doivent être réglées en dollars. Comme les dollars sont peu disponibles, les prix augmentent pour la population qui ne dispose pas de cette devise. Le problème est donc à la fois un problème d'inégalité et d'outil productif.

C'est ici que la dollarisation proposée par Javier Milei trouve ses limites. On pourrait croire que la suppression du peso permettrait à tous d'avoir accès aux produits

importés. Mais rien n'est moins sûr. Confrontés à une hausse sensible de leurs coûts de production, les exportateurs argentins pourraient perdre des parts de marché et réduire les salaires. D'autant qu'en bon libertarien, Javier Milei a annoncé la libéralisation du marché du travail et, sans doute, sa priorité sera de réduire la « *rigidité des salaires à la baisse* ».

Mais comme il promet aussi des coupes violentes dans les dépenses publiques, nécessaires pour réduire le déficit et rétablir l'accès du gouvernement à des revenus en dollars, la demande intérieure devrait s'effondrer. Il sera alors difficile d'avoir accès aux produits importés non plus à cause de la hausse des prix, mais à cause de la baisse des revenus.

Ceux qui profiteront de la dollarisation seront donc ceux qui auront déjà des fortunes en dollars. D'autant que dans la phase de « *concurrence monétaire* », les avoirs en pesos vont perdre quasi toute valeur, comme le prédit, au reste, le candidat. Beaucoup ne « choisiront » pas le dollar, ils perdront simplement leurs pesos et devront trouver des dollars, seule monnaie qui, rapidement, sera acceptée *de facto*.

Quant à la vague d'investissements que promet Javier Milei, elle est très incertaine pour plusieurs raisons. D'abord, on l'a vu, ces investissements ne font que reproduire les situations existantes et participent peu au développement. Ensuite, le pays sera devenu plus cher que ses voisins, il sera exposé plus fortement à des chocs extérieurs et, enfin, il sera devenu dépendant d'une

politique monétaire indépendante de sa situation propre, celle de la Fed.

Cela pourrait lui profiter parfois, mais lui coûter très cher à d'autres moments, lorsque la banque centrale états-unienne a intérêt à avoir un dollar fort. La dollarisation reviendrait pour l'Argentine à se fondre dans l'économie des États-Unis, qui ne compte que pour 6 % des exportations et 10 % des importations, sans avoir accès ni aux transferts budgétaires ni à la liberté de travail. Pour maintenir le flux de dollars, il faudra augmenter les taux au-dessus du niveau de la Fed. Si la conjoncture argentine n'est pas aussi brillante que celle des États-Unis, l'affaire pourrait mal tourner. Dans ce cas, le financement de l'État, même réduit, peut poser problème.

La dollarisation peut certes régler à court terme le problème de l'inflation. Mais il ne réglera pas celui de l'économie argentine et ne fera qu'aggraver encore les problèmes d'inégalités du pays. Sur le plan économique, les avantages sont faibles. L'inflation disparaît, mais elle est remplacée par la pression sur les salaires, l'État et l'outil productif.

La difficulté sera encore aggravée par le caractère idéologique de la proposition de Javier Milei. Ce dernier y voit le moyen d'imposer sa société de marchés. Mais la réalité argentine pourrait rendre l'expérience très douloureuse.

**Romarc Godin**