



« CURRENCY BOARD » ET AJUSTEMENTS MACROÉCONOMIQUES : LES LEÇONS DE L'EXPÉRIENCE DE L'ARGENTINE

ÉMILIE LAFFITEAU *
JEAN-MARC MONTAUD **

En janvier 2002, l'Argentine a sombré dans l'une des plus graves crises de son histoire économique. Cette crise venait ainsi clore une décennie mouvementée durant laquelle le pays avait expérimenté la mise en place d'un système monétaire original, le *Currency Board*. Dans un tel système, c'est une société privée qui émet, sans délai ni limite, un numéraire convertible en une devise étrangère à un taux de change fixe. Cette Caisse d'émission est alors astreinte statutairement à conserver un volume de réserves au moins égal à la totalité de la masse monétaire émise et, contrairement à une Banque centrale traditionnelle, elle ne garantit plus ni la liquidité des banques commerciales, ni le contrôle des flux de capitaux.

Un tel dispositif monétaire n'est pas sans conséquence sur les mécanismes d'ajustement macroéconomique et sur les marges de manœuvre des gouvernements qui l'expérimentent. Les politiques conjoncturelles traditionnelles s'avèrent ainsi particulièrement difficiles, voire impossibles à mener. La règle d'émission automatique interdit toute politique monétaire discrétionnaire¹ et les politiques budgétaires sont contraintes par l'impossibilité de monétiser les déficits publics et par un endettement extérieur souvent déjà extrêmement lourd.

* Doctorante, CATT, UPPA.

** Maître de conférences, CATT, UPPA ; Membre associé du CED, Université Montesquieu-Bordeaux IV.



Au total, un *Currency Board* mise plutôt sur les forces du marché, à travers les variations de prix et de salaire, que sur l'action de la Banque centrale ou du gouvernement pour assurer les ajustements macroéconomiques face à un choc exogène². Mais lorsque l'environnement est particulièrement instable, comme celui qu'a connu l'Argentine à la fin des années 1990, et que le pays subit de nombreux chocs exogènes, les rigidités introduites par ce régime monétaire peuvent alors s'avérer extrêmement lourdes, notamment sur le marché du travail.

Notre analyse a pour objectif d'explorer le lien entre la nature des difficultés qu'a connues l'Argentine lors d'une décennie 1990 marquée par une succession de crises internationales et la nature du système monétaire qu'elle s'était choisi. Pour cela, après être revenus dans un premier temps sur la période du *Currency Board* argentin, nous révélerons les mécanismes d'ajustement de ce système à travers la simulation de différents chocs exogènes. Le support de ces simulations est un Modèle d'équilibre général calculable financier (MEGCF) incorporant les principales caractéristiques de l'économie argentine ainsi que les mécanismes de son *Currency Board*.

2

L'EXPÉRIENCE DU « CURRENCY BOARD »
EN ARGENTINE
(1991-2001)

À la fin des années 1980, l'Argentine fait partie des pays émergents qui connaissent une instabilité monétaire et financière majeure. Son inflation galopante³, ses difficultés à surmonter la crise de la dette et sa faible croissance affaiblissent considérablement l'économie et obèrent ses potentialités de développement. Lors de son accession à la présidence de la République en 1989, Carlos Menem propose un plan de stabilisation économique⁴ destiné à briser la spirale inflationniste et l'économie d'endettement pour rétablir un meilleur accès du pays aux financements extérieurs. L'un des principaux volets de ce plan est une réforme monétaire fondée sur l'adoption d'un système de *Currency Board* ancré sur le dollar⁵.

C'est le 1^{er} avril 1991 que la *Loi de convertibilité* est votée, marquant l'entrée de l'Argentine dans ce nouveau régime monétaire. La Banque centrale de la République Argentine (BCRA) abandonne son statut de Banque centrale traditionnelle pour devenir une simple Caisse d'émission. Le taux de change est fixé à 10 000 australes⁶ par dollar, de façon à égaliser la base monétaire existante avec les réserves détenues à l'actif de la BCRA. À partir du 1^{er} janvier 1992, l'austral est remplacé par le peso et, en septembre, l'indépendance de la Banque



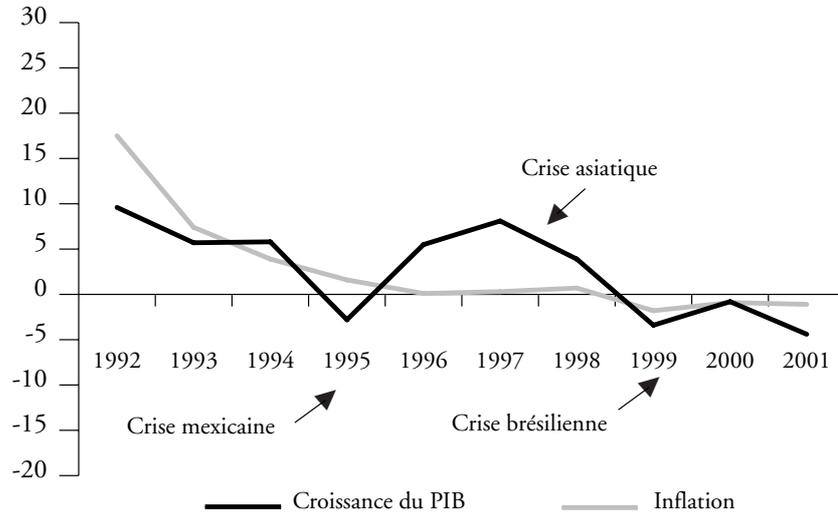
centrale est prononcée. C'est désormais le Congrès qui détient le pouvoir de dévaluation et non plus le ministère de l'Économie et des Finances.

Ce dispositif monétaire argentin n'est toutefois pas un système de *Currency Board* pur au sens strict du terme. En effet, le gouvernement garde le pouvoir de décréter un contrôle des capitaux ou d'interdire la conversion en devises de certains investissements étrangers. Par ailleurs, 20 % des réserves qui couvrent la base monétaire peuvent prendre la forme de bons du Trésor. Cette fraction peut même être exceptionnellement augmentée à 30 % en cas de crise majeure. Les autorités gardent ainsi une certaine marge de manœuvre pour développer le crédit auprès des institutions financières. Cette flexibilité s'est d'ailleurs avérée primordiale dans certaines circonstances telles que la crise mexicaine de 1995.

La période de convertibilité durera 10 ans en Argentine. Sur le plan monétaire, les contraintes imposées par le fonctionnement de la Caisse d'émission ont largement rempli leur objectif de stabilisation des prix. Un an après la mise en place du *Currency Board*, l'inflation est ramenée à 24 % et restera inférieure à 1 % à partir de 1994. Dans la sphère réelle, elles se sont toutefois avérées extrêmement lourdes dans un contexte international particulièrement instable, marqué par une succession de crises financières (graphique n° 1). Au final, c'est surtout le marché du travail qui a subi les plus grandes pressions. En présence de rigidités sur les salaires nominaux, les ajustements se sont essentiellement effectués à travers le volume de l'emploi et le chômage est ainsi progressivement devenu le problème structurel majeur de l'Argentine de la convertibilité. Dès la mise en place du *Currency Board*, alors que le pays affichait avec succès des taux de croissance élevés (10,6 % en 1991 et 9,6 % en 1992), on assistait ainsi à une progression du chômage (6,5 % en 1991 et 9,6 % en 1993). Tout au long de la décennie, ces taux n'ont ensuite cessé d'augmenter⁷ pour atteindre 18,3 % en octobre 2001.

Désormais confrontées à un chômage qui voit sa durée moyenne augmenter et qui touche l'ensemble de la population sans distinctions⁸, les autorités argentines ont alors engagé de nombreuses réformes structurelles pour flexibiliser le marché du travail à travers l'incitation à la mobilité des actifs, la généralisation des contrats à durée déterminée ou à temps partiel et la simplification des procédures de licenciement⁹. Loin de régler le problème, ces réformes ont surtout contribué à renforcer le processus de précarisation de l'emploi et la paupérisation des ménages. Au début de la convertibilité, le sous-emploi¹⁰ est de 7,9 %. Il atteint 16,3 % en 2001 (graphique n° 2).

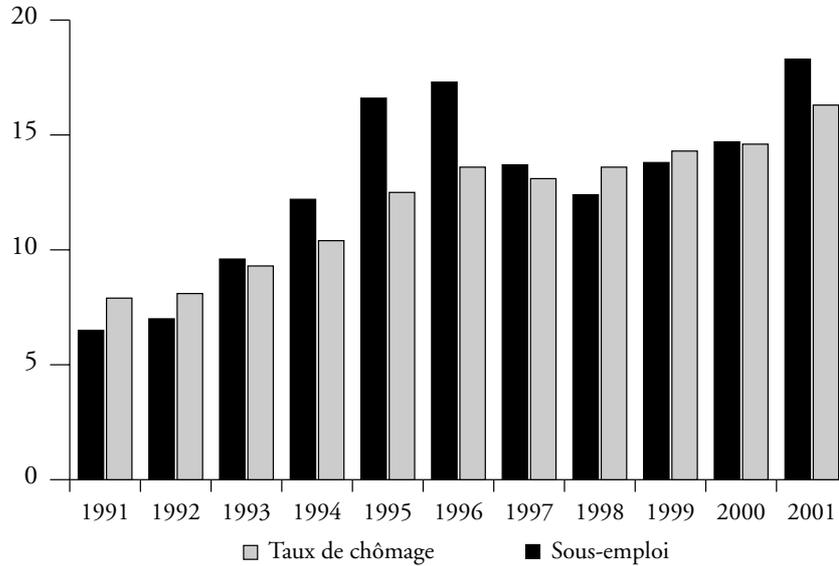
Graphique n° 1
Croissance et inflation en Argentine



Source : INDEC, Argentine.

4

Graphique n° 2
Évolution du taux de sous-emploi en Argentine pendant la période du « Currency Board »



Source : ministère du Travail, de l'Emploi et de la Sécurité sociale, Argentine.

MODÉLISATION DU « CURRENCY BOARD » ARGENTIN

Pour analyser le lien entre les contraintes imposées par le *Currency Board* et les ajustements du marché du travail en Argentine, nous avons choisi de construire un MEGCF. L'une des principales raisons de ce choix réside dans le fait que ces modèles, d'inspiration néo-classique, sont des outils privilégiés de l'analyse des politiques centrées autour des mécanismes de marché. De plus, en incorporant spécifiquement la sphère financière, ils permettent de mettre en évidence les interactions de cette sphère avec la sphère réelle. Dans cette optique, leur relative souplesse d'utilisation nous permet de modéliser les principaux canaux de transmission par lesquels passe la mise en œuvre d'une politique monétaire telle que l'instauration d'un *Currency Board*. Enfin, le caractère appliqué de ces modèles autorise une application spécifique au cas argentin, grâce à la construction d'une Matrice de comptabilité sociale (MCS) reflétant les principales caractéristiques de cette économie. Cette base de données sert ainsi d'équilibre général de référence à partir duquel nous simulons différents chocs exogènes.

Notre modèle¹¹ s'inscrit dans la lignée des MEGCF développés par Branson, Bourguignon, De Melo (1991) ou encore Fargeix, Sadoulet (1994). Sa structure interne repose sur une désagrégation des branches et des produits en fonction de leur caractère échangeable ou non échangeable. Cinq types d'agents représentatifs résidents sont définis (les ménages, les firmes, les administrations publiques, les banques commerciales et la Banque centrale) ainsi qu'un agent représentatif du reste du monde.

La modélisation de la sphère réelle reste relativement standard et retrace les principaux comportements des agents y opérant. Sa principale originalité est de distinguer plusieurs régions pour l'origine et la destination des flux commerciaux : le Brésil, principal partenaire commercial de l'Argentine, les États-Unis, pays de la monnaie d'ancrage et le reste du monde où l'on retrouve notamment les pays émergents.

L'innovation majeure du modèle réside dans la sphère financière où l'ensemble des contraintes imposées par la *Loi de convertibilité* argentine sont modélisées. Les dépôts et les crédits domestiques peuvent être libellés en pesos argentins ou en dollars US. La variation de la base monétaire est strictement égale aux entrées et sorties des réserves en devises. Enfin, les réserves obligatoires et le refinancement n'étant plus assurés par la Banque centrale, la masse de crédits que les banques peuvent offrir est limitée par leur capacité d'acquérir et de maintenir des réserves suffisantes. Ces mécanismes monétaires sont résumés dans les comptes¹² suivants :

Ménages ¹³		APU		BCRA	
ΔMON_b	S_b	$BESF_g$	ΔCD_g^D	ΔRC	ΔMON_b
ΔDEP_b			ΔCE_g^D		
Firmes		Banques commerciales		Reste du monde	
$BESF_f$	ΔCD_f^D	$\Delta CD_{\$us}^S$	ΔDEP_b	ΔCE_b	$-BOC$
	ΔCE_f^D	$\Delta CD_{\S	S_{bq}	ΔCE_g	ΔRC
				ΔCE_f	

ΔMON_b = Variation de la demande de monnaie de la part des ménages ; ΔDEP_b = Variation des dépôts des ménages ; ΔCD^D = Variation de la demande de crédits domestiques des firmes ; ΔCD^D = Variation de la demande de crédits domestiques des APU ; ΔCD^S = Variation de l'offre de crédits domestiques en dollars ; ΔCD^S = Variation de l'offre de crédits domestiques en pesos ; ΔCE^D = Variation de la demande de crédits étrangers des administrations publiques ; ΔCE^D = Variation de la demande de crédits étrangers des firmes ; ΔRC = Variation des réserves de change ; ΔCE_b^D = Variation de la demande de crédits étrangers des ménages ; $BESF_f$ = Besoin de financement des firmes ; $BESF_g$ = Besoin de financement des administrations publiques ; BOC = Balance des opérations courantes avec le reste du monde ; S_{bq} = Épargne des banques ; S_b = Épargne des ménages.

6

SIMULATIONS DE L'IMPACT DE CHOCS EXOGÈNES DANS L'ARGENTINE DU « CURRENCY BOARD »

À partir du MEGCF et de sa base de données associée, la MCS de l'Argentine en 1997, nous avons procédé à la simulation numérique¹⁴ de différents chocs économiques exogènes. Pour tenter de retracer au plus près les situations économiques auxquelles le pays a pu être confronté à la fin de la décennie 1990, nous avons envisagé trois types de scénarios. Les résultats obtenus sont exprimés en variation par rapport à l'équilibre général de référence. Deux hypothèses alternatives ont alors été envisagées. Une hypothèse de flexibilité totale du salaire réel, fidèle à l'esprit néo-classique du modèle, permettant un retour systématique au plein emploi. Une hypothèse de rigidité du salaire, rendant mieux compte de la réalité argentine¹⁵, où la variable chômage assure les ajustements du marché du travail.

Premier scénario : renforcement des politiques d'austérité et récession (1999-2002)

Dans ce premier scénario, nous tentons d'explicitier la récession économique qu'a subie l'Argentine à la fin de la période de convertibilité. À partir de 1999, la croissance devient, en effet, négative (-3,3 %)

et la récession s'aggrave pour atteindre - 10,9 % en 2002. Cette évolution défavorable est due notamment à la décision des USA de mener une politique monétaire restrictive face à des signes évidents de surchauffe de leur économie¹⁶. Nous simulons une hausse de 20 % des taux d'intérêt américains et argentins¹⁷ (tableau n° 1).

Tableau n° 1
Scénario de politiques d'austérité :
impact sur les principales variables économiques
(en %)

Principales variables	+20 % i et i*	
	Salaires fixe	Salaires flexible
Prix	- 1,8	- 2,5
Importations	- 3	- 2,9
Exportations	0,3	2,1
Réserves de change	- 1,8	- 1,8
Investissement étranger	- 7,1	- 10
Crédit domestique en pesos	- 32	- 30,8
Crédit domestique en dollars	- 16,6	- 17,1
Investissement	- 6,65	- 5,46
Épargne domestique	- 8,2	- 6,7
Revenu des ménages	- 1,79	- 1,79
Déficit public	6,34	- 3,21
PIB	- 2,69	- 2,55
Taux de chômage	2,4	-
Salaires	-	- 2,7

Cette simulation révèle l'impact négatif sur l'économie argentine d'une telle évolution de taux d'intérêt. Leur augmentation provoque un renchérissement du coût des crédits contractés ce qui ponctionne le revenu des agents (- 1,79 %). Dans la sphère réelle, cette baisse des revenus provoque une diminution de la demande globale. Dans la sphère financière, elle implique une baisse de la capacité d'épargne des ménages qui se traduit par une diminution de la demande de liquidités et une réduction des dépôts bancaires. L'offre de crédit domestique étant liée au volume de dépôts par le *Currency Board*, le volume de crédit domestique offert dans l'économie diminue en conséquence. Par ailleurs, face à la baisse de la demande de pesos, la Caisse d'émission achète de la monnaie nationale contre des réserves en dollars afin d'assurer l'équilibre sur le marché de la monnaie. L'origine de cette diminution des réserves (- 1,8 %) s'explique par la dégradation de la Balance des opérations courantes, le rétablissement relatif de la Balance commerciale ne compensant que partiellement le renchérissement du service de la

dette. Au total, les effets du rationnement du crédit domestique et l'effet d'éviction provoqué par l'augmentation du besoin de financement de l'État entraînent une contraction de l'investissement des ménages. Le PIB décroît alors de 2 % et ce ralentissement de l'activité fait augmenter le chômage (+ 2,9 %) ou diminuer les salaires (- 3 %) selon l'hypothèse privilégiée sur le marché du travail.

Deuxième scénario : crises financières des pays émergents

À la fin des années 1990, l'économie mondiale a subi de multiples crises financières. En 1997, ce sont les pays émergents d'Asie qui déstabilisent les marchés financiers et voient leurs taux de change s'effondrer. En 1998, le Brésil entre dans une période de tourmente qui se solde par la dévaluation du réal. Par effet « domino », ces crises se sont finalement répercutées sur une économie argentine qui s'est avérée incapable de contenir leurs effets perturbateurs. Dans ce deuxième scénario, nous retraçons l'impact de ces crises en simulant une dévaluation des monnaies des pays émergents, puis une dévaluation du réal brésilien (tableau n° 2).

Tableau n° 2
Scénario de crises financières :
impact sur les principales variables économiques
(en %)

Principales variables	- 10 % ER _{émergents}		- 20 % ER _{Brésil}	
	<i>Salaire fixe</i>	<i>Salaire flexible</i>	<i>Salaire fixe</i>	<i>Salaire flexible</i>
Prix	- 4,7	- 6,8	- 4,8	- 6,9
Importations	- 0,62	- 0,56	- 2,35	- 2,28
Exportations	- 4,25	- 0,33	- 4,12	0,59
Réserves de change	- 6,43	- 6,60	- 6,63	- 6,8
Investissement étranger	1,37	- 5,62	1,67	- 5,49
Crédit domestique en pesos	- 8,49	- 9,81	- 8,4	- 9,73
Crédit domestique en dollars	- 14,67	- 17,08	- 18,58	- 16,05
Investissement	- 4,19	- 1,26	- 4,68	- 0,3
Épargne domestique	- 8,78	- 12,01	- 9,09	- 12,42
Revenu des ménages	- 6,38	- 6,57	- 6,58	- 6,76
Déficit public	14,67	0,27	15,8	0,47
PIB	- 6,94	- 6,87	- 7,17	- 7,05
Taux de chômage	6	-	7	-
Salaires	-	- 6,85	-	- 6

L'appréciation du peso par rapport aux monnaies des pays partenaires (hors États-Unis) crée d'importantes perturbations pour l'économie



argentine. En diminuant les prix des importations en provenance de cette zone, elle modifie les prix relatifs internes, ce qui réduit la demande de produits domestiques au profit de celle des produits importés. De même, en réduisant les bénéfices tirés des exportations à destination de cette zone¹⁸, elle affecte la production interne. Au total, le PIB décroît fortement (entre 6,87 et 7,17 %) et ces évolutions se repercutent sur le marché du travail par le biais d'une diminution des salaires (- 6,85 et - 6 %) ou d'une hausse du chômage (+ 6 et + 7 %) selon l'hypothèse privilégiée.

Dans le cas où les salaires sont fixés, l'ajustement s'explique par la Balance commerciale. En effet, la perte de compétitivité des exportations argentines entraîne la diminution de ces dernières (- 4,25 et - 4,12 %), dégradant ainsi le solde courant. Au total, les entrées en devises diminuent, réduisant les réserves détenues à l'actif de la BCRA. En fonction de la règle de convertibilité, l'offre monétaire se contracte, entraînant la diminution des prix internes voire la déflation (- 4,7 et - 4,8 %). Dans le cas où les salaires sont flexibles, la Balance courante est équilibrée. L'ajustement passe par la Balance des capitaux. En effet, le choc se caractérise par un retrait massif des capitaux étrangers (- 5,62 et - 5,49 %) contribuant à la diminution des réserves en devises et donc des prix internes (- 6,8 et - 6,9 %).

9

*Troisième scénario :
renforcement des processus d'intégration régionale*

Depuis 1991, l'Argentine s'est engagée dans un processus d'intégration régionale avec ses proches voisins du cône sud latino-américain que sont le Brésil, le Paraguay et l'Uruguay. Ce processus est désormais bien avancé puisque le Mercosur est aujourd'hui une union douanière imparfaite. Par ailleurs, l'Argentine s'est également engagée dans la Zone de libre-échange des Amériques (ZLEA), décidée à l'initiative des États-Unis, dont l'objectif est de rassembler les économies des Amériques en une seule zone de libre-échange à l'horizon 2005¹⁹.

Dans un troisième scénario, nous retraçons l'impact d'un renforcement de ces processus d'intégration régionale sur l'économie argentine. Dans un premier temps, pour rendre compte de la baisse des coûts à l'échange dans le cadre du Mercosur, nous simulons une diminution de 10 % du prix des exportations et des importations avec le Brésil. Dans un deuxième temps, nous simulons une diminution des prix entre l'Argentine, les États-Unis et le Brésil afin de rendre compte de la création de la ZLEA. Enfin, nous simulons la mise en œuvre d'un accord bilatéral entre les États-Unis et l'Argentine par une diminution de 10 % des prix des biens et services échangés entre ces deux pays (tableau n° 3).

Tableau n° 3
Scénario d'un renforcement de l'intégration régionale :
impact sur les principales variables économiques
 (variation en %)

Principales variables	Accord bilatéral		ZLEA		Mercosur	
	<i>Salaire fixe</i>	<i>Salaire flexible</i>	<i>Salaire fixe</i>	<i>Salaire flexible</i>	<i>Salaire fixe</i>	<i>Salaire flexible</i>
Importations	0,82	0,83	- 0,32	- 0,26	- 1,07	- 1,02
Exportations	- 0,52	- 0,1	- 2,49	0,18	- 1,89	0,37
Réserves de change	- 0,59	- 0,67	- 3,78	- 3,89	- 3,24	- 3,3
Investissement étranger	0	- 0,61	0,83	- 3,31	0,85	- 2,66
Crédit domestique	- 1	- 1,02	- 6,23	- 6,34	- 5,43	- 5,55
Investissement	0,25	0,08	- 2,43	- 0,7	- 3,8	- 2,69
Épargne domestique	- 1,08	- 0,76	- 7,10	- 5,15	- 6,07	- 4,41
Revenu des ménages	- 0,58	- 0,6	- 3,76	- 3,85	- 2,69	- 2,7
Déficit public	1,35	- 0,09	0,14	9,03	8,79	1,88
PIB	- 0,61	- 0,59	- 4,06	- 4,05	- 2,94	- 2,86
Taux de chômage	0,55	-	3,43	-	2,9	-
Salaires	-	- 0,64	-	- 4	-	- 3,4

10

La création d'une zone de libre-échange entre les Amériques ou le renforcement du Mercosur a un impact non négligeable sur l'économie argentine. Face à la baisse du prix des biens et services en provenance des États-Unis et/ou du Brésil, la demande de produits domestiques diminue en faveur des importations. En outre, par « effet prix », les exportations génèrent moins d'entrées en devises dans le pays. Au total, le solde courant est affecté diminuant le montant des réserves de change détenues à l'actif de la Caisse d'émission. Les mécanismes d'ajustements décrits au cours des simulations précédentes s'opèrent et l'économie argentine entre en récession. En fonction du mode de bouclage retenu, le chômage augmente (de 3 % dans le cadre du Mercosur et de 3,5 % dans le cadre de la ZLEA) ou les salaires diminuent (respectivement de 3,4 % et 4 %). Enfin, on remarque que l'intensité du choc s'explique par le fait que le Brésil est le principal partenaire commercial de l'Argentine²⁰.

La troisième simulation confirme cette intuition car un accord bilatéral entre les États-Unis et l'Argentine ne semble pas engendrer de perturbations majeures sur les indicateurs macroéconomiques retenus. Les États-Unis ne représentant finalement qu'une faible partie des échanges commerciaux avec l'Argentine²¹, la diminution de 10 % des prix entre l'Argentine et les États-Unis ne provoque que des variations minimales pour les deux types de bouclages envisagés.

L'objectif de notre analyse était d'identifier les contraintes d'ajustement imposées par le *Currency Board* sur l'économie argentine. Les différentes simulations effectuées ont montré que ce système monétaire avait fortement déterminé les mécanismes de retour à l'équilibre de cette économie, avec des répercussions certaines sur le marché du travail. Le contexte général d'austérité économique de la fin des années 1990 s'est ainsi soldé par une dégradation de la conjoncture, entraînant un ralentissement de l'activité. De même, les crises financières internationales ont particulièrement affecté l'économie argentine à travers la variation des prix relatifs qu'elles ont engendrée. Enfin, les dernières simulations ont montré que le *Currency Board* paraissait inadapté dans un scénario de renforcement d'une intégration régionale. Au total, l'ensemble des scénarios montre que les conditions imposées par l'ancrage du peso argentin sur le dollar se traduisent par des mécanismes d'ajustement dans la sphère financière qui affectent la sphère réelle à travers des fluctuations du marché des biens et services et du marché du travail. Si les bénéfices d'un tel système en termes de lutte contre l'inflation sont incontestables, l'expérience argentine montre que son coût économique et social peut en revanche s'avérer lourd lorsque l'environnement international est particulièrement instable. Ainsi, face à une crise sociale sans précédent en 2002, les autorités argentines ont été contraintes de sortir brutalement du *Currency Board* en dévaluant le peso.

NOTES

1. Les réserves internationales sont l'unique source de création monétaire.
2. Hanke (1998) parle du système de *Currency Board* comme d'un système auto-équilibrant ne nécessitant pas l'intervention de l'État.
3. À la fin des années 1980, l'Argentine connaît deux périodes d'hyperinflation : la variation de l'indice général des prix à la consommation atteint 3079 % en 1989 et 2314 % en 1990 (Source : Institut national de statistique argentin).
4. *Plano de Estabilización Económica y Social 91*.
5. Les autres volets de ce plan sont la libéralisation de l'économie à travers la déréglementation des activités et l'ouverture à la concurrence extérieure, la réforme de l'État à travers la privatisation des entreprises publiques déficitaires et la réforme de la fiscalité et, enfin, le réaménagement de la dette par la reprise des paiements partiels (1990) et la conclusion d'accords de rééchelonnement (1993).
6. L'Austral est la monnaie de l'Argentine de 1985 à 1992.
7. En octobre 1996, le taux de chômage atteint 18,8 %, taux le plus élevé de toute l'Amérique Latine.



8. En 1996, 40 % des chômeurs appartiennent aux catégories socio-économiques moyennes et hautes (INDEC, enquête Ménage, 1996). 78 % des chômeurs restent au chômage pendant plus d'une année (*Division de Estudios Laborables*, ministère de l'Économie et des Finances, 1996).
9. *Ley de Empleo*, 1991 et 1995.
10. Selon Altimir et Beccaria (1999), entre 1991 et 1997, 90 % des nouveaux emplois générés correspondent à des cas de sous-occupation visible.
11. Les équations du modèle et la MCS associée sont disponibles auprès des auteurs.
12. Pour une présentation complète des mécanismes du *Currency Board*, voir S. Hanke *et alii*, (1993).
13. La demande de crédit des ménages n'apparaît pas car elle sert essentiellement à financer leur besoin d'investissement.
14. Simulations effectuées à l'aide du Logiciel GAMS (*General Algebraic Modelling System*).
15. Díaz-Bonilla *et al.*, 2003.
16. En 1999, les USA connaissent leur 8^{ème} année de croissance consécutive, cette dernière s'étant accélérée depuis 1997. La FED remonte d'un quart de point l'objectif de taux des fonds généraux qui s'élève alors à 5 %.
17. Pour éviter les tensions à la baisse sur le peso et les mouvements de spéculation, la BCRA augmente également ses taux d'intérêt. On suppose de plus que l'ensemble de ces taux sont révisables, ce qui a pour conséquence de renchérir le service de la dette dans le modèle.
18. Les prix des exportations sont exprimés en devises.
19. Même s'il est désormais acquis que cet objectif ne sera pas atteint à cette date.
20. En 2001, 20 % des importations argentines proviennent du Brésil et ce pays absorbe 30 % des exportations argentines.
21. En 2001, 18 % des importations argentines proviennent des États-Unis et ce pays absorbe 10 % des exportations argentines.

BIBLIOGRAPHIE

- ALTIMIR O. y BECCARIA L., « El Mercado de trabajo bajo el Nuevo regimen económico en Argentina », *Working Paper* CEPAL, 1999.
- BALINO T. and alii , « Currency Board Arrangements: issues and experiences », *IMF Working Paper* OP. 151, 1997.
- BOURGUIGNON F., BRANSON W. and DE MELO J., « Macroeconomic adjustment and income distribution : a macro-micro simulation model », *OCDE*, 1989.
- CHISARI O., « Winners and losers from utility privatization in Argentina : lessons from a general equilibrium model, UADE, 2002
- CHISARI O., EESTACHE A., LAMBARDI G. and ROMERO C., « Devaluation and public services : trade-offs and remedial policies. A CGE model for argentina », *UADE*, 2003.
- DECALUWE B., MARTENS A. et SAVARD L., « La politique économique du développement et les modèles d'équilibre général calculable », Presses de l'Université de Montréal, 2001.
- DIAZ BONILLA C., DIAZ BONILLA E., PINEIRO V. and ROBINSON N S., «The convertibility plan, trade openness, and employment in Argentina: a macro-micro simulation of poverty and inequality », *IFPRI*, 2003.
- FANELLI J.M y HEYMANN D., « Dilemas monetarios en la Argentina », *Desarrollo Economico*, vol. XLIII, n°165, Avril-Juin 2002.

« CURRENCY BOARD » ET AJUSTEMENTS MACROÉCONOMIQUES :
LES LEÇONS DE L'EXPÉRIENCE DE L'ARGENTINE

FARGEIX A. and SADOULET E., « A financial computable general equilibrium model for the analysis of stabilization programs », in J. Mercenier et T.N. Srinivasan eds., *Applied General Equilibrium and Economic Development*, The University of Michigan Press, 1994.

HANKE S., JONUNG L. and SCHULER K., « Currency Boards, central banks and the money supply process », p 63, in *Russian currency and finance: a approach to reform*, 1993.

HANKE S., « Currency Board : la thérapie oubliée », *Politique Internationale* n° 80, 1998.

HANKE S., « Reflections on Exchange Rate Regime », *Cato Journal* vol. XVIII, n° 3, 1999.

LLACH J y LLACH L., « Hiperinflacion, reforma de la economia, empleo y desempleo en la Argentina de los 90 », *BID Working Paper* n° 385, 1998.

LEWIS J., « Macroeconomic stabilization and adjustment policies in a general equilibrium model with financial markets: turkey », in J. Mercenier et T.N. Srinivasan eds., *Applied General Equilibrium and Economic Development*, The University of Michigan Press, 1994.

PIZZATI L., « Labor market implications of switching the currency peg in a general equilibrium model for Lithuania », *Banque mondiale*, 2002.

PAZ J.A., «El efecto del trabajador adicional : evidencias para la Argentina», Conicet y Ucema, 2003.

THISSEN M., «Financial CGE Models: Two decades of research », *University of Groningen*, 1999.

