

Le Liban serait bien inspiré s'il utilisait une caisse d'émission monétaire

De tels arrangements ont fonctionné dans d'autres pays dont les problèmes économiques et politiques semblaient insurmontables.

Jacques de Larosière et Steve H. Hanke

21 avril 2021 – *Wall Street Journal*

Le Liban est empêtré dans un réseau de crises économiques et politiques. En son centre se trouve une crise monétaire. Elle a éclaté en octobre 2019, lorsque le système d'"ingénierie financière" employé par la Banque du Liban, la banque centrale libanaise, s'est finalement effondré. Le lien vieux de 22 ans qui établissait la livre libanaise à 1 507,5 pour le dollar américain a été rompu à ce moment-là. Des crises bancaires et politiques ont immédiatement suivi. En juillet 2020, le Liban se trouvait en défaut de paiement sur sa dette souveraine et était englouti dans l'hyperinflation.

Aujourd'hui, le Liban reste dans une impasse politique paralysante. La livre libanaise a perdu 86 % de sa valeur par rapport au billet vert depuis le début de la crise. L'inflation fait rage à un rythme annuel de 295%. La crise bancaire s'approfondit, avec des restrictions sévères sur les retraits des déposants. En conséquence, l'économie s'effondre et la pauvreté explose.

La Banque du Liban est au centre de la tempête. Elle administre une concoction bizarre de taux de change multiples et alimente un programme de subvention massif. L'équivalent d'une année de ces subventions est quatre fois plus important que le budget total du Liban pour 2021. Pour la plupart des articles subventionnés – comme le carburant, les fournitures médicales et le blé –, les importateurs qui remplissent les conditions requises sont autorisés à acheter des dollars à la Banque du Liban avec une réduction de 88 % par rapport au taux du marché noir. Cela permet aux participants de vendre ces importations à environ huit fois le prix qu'ils ont dû payer pour les obtenir.

De nombreux produits subventionnés ne se retrouvent jamais sur les marchés libanais. Ils sont souvent réexportés ou passés en contrebande dans les pays voisins et vendus en échange de dollars. D'autres encore sont stockés au Liban, dans l'attente de prix plus élevés. En conséquence, les pénuries de produits subventionnés sont légion, les importateurs sélectionnés font des affaires d'or, et les réserves de change de la Banque du Liban sont drainées et transférées à un petit nombre de privilégiés.

Si rien ne change, cette machine infernale va dévorer les devises étrangères du pays. Le Liban deviendra un État failli en faillite, un peu comme le Venezuela.

Pour éviter un tel destin, le Liban pourrait dépoussiérer le plan de relance du gouvernement d'avril 2020. La pièce maîtresse en était un régime de taux de change plus flexible associé à des contrôles de capitaux et à des prêts étrangers assortis de conditions. Mais lorsque de tels systèmes sont introduits à l'intérieur d'une crise monétaire dans des pays souffrant d'institutions faibles et d'une anomie endémique, ils ont des résultats médiocres. Au Liban, l'échec serait garanti, à l'image des expériences récentes de l'Argentine.

La seule option qui permettrait de mettre un terme à la crise monétaire du Liban est une caisse d'émission monétaire. Une caisse d'émission émet des billets et des pièces convertibles à la demande en une monnaie d'ancrage étrangère à un taux de change fixe. Elle est tenue de détenir des réserves en monnaie d'ancrage égales à 100 % de ses engagements monétaires.

Une caisse d'émission n'a aucun pouvoir monétaire discrétionnaire et ne peut pas émettre de crédit. Elle a une politique de taux de change mais pas de politique monétaire. Son unique fonction est d'échanger la monnaie nationale qu'elle émet contre une monnaie d'ancrage à un taux fixe. La monnaie d'une caisse d'émission est un clone de sa monnaie d'ancrage.

Une caisse d'émission ne nécessite aucune condition préalable et peut être mise en place rapidement. Les finances publiques, les entreprises publiques et le commerce n'ont pas besoin d'être réformés avant qu'une caisse d'émission puisse émettre de la monnaie. Des caisses d'émission ont existé dans quelque 70 pays. Aucun n'a échoué.

La caisse d'émission moderne la plus remarquable est celle de Hong Kong, mise en place en 1983 pour lutter contre l'instabilité du taux de change. Après le quatrième cycle de négociations sino-britanniques sur l'avenir de Hong Kong, la volatilité du marché a atteint des proportions épiques. Entre juillet et le 24 septembre, date que l'on a nommée le « samedi noir », le dollar de Hong Kong a perdu 24 % de sa valeur par rapport au billet vert. L'économie de Hong Kong était en pleine panique. Le chaos a brusquement pris fin le 15 octobre avec l'établissement de la caisse d'émission monétaire. Cette dernière n'a pas failli à la tâche depuis, résistant à une myriade de crises, même pendant les récentes manifestations politiques à Hong Kong.

L'Estonie a mis moins d'un mois à mettre en place sa caisse d'émission en juin 1992. À cette époque, la monnaie de l'Estonie était le rouble russe, en pleine hyperinflation, et le nouvel État balte indépendant n'avait pas encore approuvé une constitution post-soviétique. La caisse d'émission a été installée et la couronne estonienne a été émise. Une stabilité instantanée a été établie. Après avoir exprimé un scepticisme au départ, le Fonds monétaire international a fait l'éloge de la caisse d'émission d'Estonie.

En 1994, la Lituanie voisine a adopté un système de caisse d'émission pour mettre un terme au financement des dépenses publiques par la banque centrale. La caisse d'émission a effectivement imposé une discipline budgétaire. Par la suite, le FMI a salué le redressement et la performance économique de la Lituanie en les situant parmi les meilleurs de l'Union européenne, à laquelle elle a adhéré en 2004.

En 1997, la Bulgarie a été confrontée à une hyperinflation galopante et à une crise bancaire. Avec la mise en place de la caisse d'émission monétaire, l'hyperinflation a cessé immédiatement. En 1998, le système bancaire était solvable, les taux d'intérêt du marché monétaire avaient chuté de plusieurs chiffres pour s'établir à 2,4 %. en moyenne, un déficit fiscal massif s'est transformé en excédent, une profonde dépression s'est renversée en croissance économique, et les réserves de change de la Bulgarie ont plus que triplé. Le FMI a fait un éloge dithyrambique de sa caisse d'émission. Aujourd'hui, grâce à son système de caisse d'émission, la Bulgarie a le deuxième ratio dette/PIB le plus faible de l'UE après l'Estonie.

La Bosnie-Herzégovine a mis en place un système de caisse d'émission monétaire en 1997, conformément à l'accord de paix de Dayton/Paris mettant fin à la guerre civile. Au milieu des conflits ethniques et de la ruine économique, la caisse d'émission a fait ce que font les caisses d'émission : elle a établi la stabilité, une condition préalable à la reconstruction.

Il est important de noter que le système de convertibilité de l'Argentine (1991-2001) n'était pas une caisse d'émission et présentait de nombreuses similitudes avec le lien du Liban au dollar américain (1997-2019). Dans les deux cas, les monnaies locales étaient rattachées au dollar, mais la Banque du Liban et la Banco Central de la República Argentina pouvaient s'engager, et de fait se sont engagées dans une ingénierie financière et une politique monétaire discrétionnaire, toutes choses interdites dans le cadre d'un système de caisse d'émission.

La seule façon de mettre fin au cauchemar du Liban est d'établir une caisse d'émission monétaire. La stabilité n'est peut-être pas tout mais sans elle, rien ne peut se faire.

M. de Larosière est un ancien directeur général du Fonds monétaire international, gouverneur de la Banque de France et président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement. M. Hanke est professeur d'économie appliquée à l'université Johns Hopkins. John Greenwood, économiste en chef chez Invesco à Londres, a contribué à cet article.