

LA DOLLARISATION INTEGRALE: UNE OPTION MONETAIRE DE DERNIER RESSORT POUR L'AMERIQUE LATINE ?

Alexandre MINDA (LEREPS-GRES, Université de Toulouse 1 Sciences Sociales)
alexandre.minda@univ-tlse1.fr

RESUME

L'objet de ce papier est de nourrir le débat sur la dollarisation intégrale en Amérique latine. En raison de son coût d'opportunité, l'abandon d'une monnaie nationale pour une devise étrangère constitue une solution de dernier recours à l'instabilité financière des économies latino-américaines. Pour clarifier la discussion, une taxinomie des régimes de dollarisation est dressée afin de recenser les pays, territoires et dépendances officiellement dollarisés. Les fondements de la dollarisation complète sont examinés à partir de trois éléments : l'exposé des limites des *corner solutions*, l'identification des contextes économiques favorables à l'adoption d'une devise étrangère et les raisons de la crise de légitimité de la monnaie nationale. Pour cerner les enjeux d'une telle décision, l'analyse avantages-coûts mentionne en premier les bénéfices attendus mis en valeur par les partisans de la pleine dollarisation. L'étude détaillée de son impact potentiel permet ensuite d'évaluer les coûts induits par la disparition d'une monnaie domestique. En prenant appui sur les pays latino-américains qui ont adopté ce régime de change, on souligne enfin le champ d'application limité d'une telle solution, la disparition de la monnaie nationale entraînant l'abandon d'une souveraineté monétaire et la perte d'un puissant symbole d'identité nationale.

MOTS CLES : Dollarisation, Amérique latine, régime de change, souveraineté monétaire

ABSTRACT

This paper will examine the question of full dollarization in Latin America. Because of the opportunity cost of dollarization, replacing a national currency with a foreign currency is a solution of last resort to the financial instability of Latin American economies. To clarify the discussion, a taxonomy of dollarization regimes is drawn up in order to make an inventory of officially dollarized countries, territories and dependencies. The foundations for adopting complete dollarization are analysed through three elements : an account of the limits to corner solutions, the identification of the economic contexts which are favourable to the adoption of foreign currencies and the reasons behind the legitimacy crisis of national currencies. To determine what is at stake in such decisions, advantage cost analysis mentions, first of all, the expected benefits highlighted by the advocates of complete dollarization. A detailed study of its potential impact will then allow us to evaluate the induced costs of the disappearance of national currencies. Finally, by looking at Latin American countries which have adopted this exchange regime, the limits of adopting such a solution are underlined, particularly by the fact that the disappearance of national currencies leads to the loss of a powerful symbol of national identity.

KEY WORDS : Dollarization, Latin America, exchange rate regime, monetary sovereignty

CLASSIFICATION JEL : E 42, E 58, F 31, F 33, O 24

Les crises financières qui ont frappé l'Amérique latine depuis une dizaine d'années ont intensifié le débat à propos du régime de change le plus approprié aux économies de cette région. Alors que certains gouvernements ont maintenu leur confiance à l'égard des changes flottants, d'autres ont instauré un système de caisse d'émission (*currency board*) afin de fixer leur devise au dollar américain ou ont abandonné leur propre monnaie au profit du billet vert. Jusqu'à une date récente, seul le Panama, parmi les pays de taille significative, avait opté dès 1904 pour une dollarisation officielle. Or, l'Équateur et le Timor Oriental en 2000, le Salvador en 2001 ont à leur tour choisi la monnaie américaine comme moyen de paiement sur leur territoire, renonçant ainsi à toute souveraineté monétaire. Le Nicaragua et le Costa Rica pourraient se laisser séduire dans un avenir plus ou moins proche. Si l'Argentine a refusé de franchir le pas après maintes hésitations, on notera qu'il existe officiellement une double circulation, incluant le dollar, au Guatemala.

Cette progression de la dollarisation totale reflète les interrogations des dirigeants latino-américains à propos de la nature du régime de change à adopter dans le cadre de la recherche d'une nouvelle architecture financière internationale. Ces interrogations sont d'autant plus légitimes que la substitution monétaire est un choix lourd de conséquences. En effet, la monnaie ne remplit pas uniquement des fonctions économiques, elle est également l'expression d'une réalité sociale et collective. Or, l'abandon d'une monnaie nationale pour une devise étrangère est une décision presque irréversible. Combien de monnaies de pays indépendants ont retrouvé un pouvoir libérateur après avoir perdu leur cours légal ? Mis à part le Libéria dans la zone dollar ou le Botswana et le Swaziland dans la zone *rand*, les exemples ne sont pas légion.

L'objet de ce papier est de nourrir le débat sur la dollarisation en Amérique latine. La littérature sur le sujet a longtemps privilégié l'analyse des avantages-coûts de la dollarisation partielle, cas de figure où une monnaie étrangère cohabite avec une monnaie nationale. Les études actuelles portent davantage sur la question de la dollarisation officielle, situation dans laquelle un pays remplace sa monnaie domestique par une devise étrangère. Le débat s'est enrichi entre-temps avec les discussions relatives aux projets de renforcement de l'intégration monétaire du continent américain. Les uns avouant leur préférence pour une zone monétaire unique avec la devise américaine comme monnaie véhiculaire, les autres soutenant la création d'une union monétaire régionale autour d'une monnaie de compte spécifique aux économies émergentes de la région.

En fait, notre contribution va s'efforcer de répondre à la question suivante : la dollarisation officielle de l'Amérique latine est-elle inévitable ? Notre hypothèse est que la dollarisation intégrale ne peut être qu'une solution en dernier ressort face à l'instabilité financière des économies latino-américaines. Malgré quelques avantages spécifiques, la substitution monétaire entraîne de telles pertes en matière de souveraineté monétaire et d'identité nationale qu'il est illusoire de l'envisager comme un remède miracle pour réduire l'instabilité des pays émergents, et de surcroît celle du système monétaire et financier international.

Compte tenu de notre problématique, nous commencerons par identifier les principaux régimes de dollarisation afin d'analyser les fondements de la dollarisation officielle et intégrale. Nous examinerons ensuite les bénéfices attendus de la substitution monétaire et les critiques associées à ce régime de change. En prenant appui sur les pays latino-américains qui ont adopté ce mode de dollarisation, nous soulignerons enfin l'aspect extrême d'une telle solution, en raison notamment de son coût d'opportunité et de la perte d'un puissant symbole d'affirmation et d'identification nationales.

TYPOLOGIE DES REGIMES DE DOLLARISATION

L'emploi du terme « dollarisation » soulève une ambiguïté récurrente dans les débats publics comme dans une grande partie de la littérature. Une première ambiguïté terminologique résulte dans le fait que certains auteurs incluent dans le processus de dollarisation le remplacement d'une monnaie domestique par une devise différente de la monnaie américaine. Ainsi, l'utilisation du *rand* sud-africain par les pays d'Afrique australe ou de l'euro par les pays d'Europe centrale et orientale (« euroïsation ») est parfois assimilée à un régime de dollarisation alors que le terme de « xénomonetisation » serait sans doute plus pertinent. Une seconde ambiguïté réside dans la divergence du cadre d'analyse retenu. Alors que des auteurs privilégient l'étude de la dollarisation partielle, d'autres mettent davantage l'accent sur la dollarisation intégrale, voire sur un régime de change de type « union monétaire ».

Pour clarifier le débat, nous rappellerons dans un premier temps les différents sens qui se cachent derrière le terme générique de dollarisation. Nous identifierons ensuite les régimes de dollarisation que l'on peut rencontrer afin de recenser les pays, territoires et dépendances officiellement dollarisés.

La dollarisation, un concept polysémique

Au sens strict, la dollarisation désigne l'abandon d'une monnaie nationale au profit du dollar américain. Salama (1988) définit la dollarisation comme l'évolution selon laquelle « le dollar s'impose de plus en plus comme réserve de valeur, unité de compte et parfois intermédiaire des échanges pour certains produits » (p. 8). Bourguinat et Dohni (2002) formulent une définition voisine puisqu'ils la désignent comme « le processus de remplacement, par le dollar des Etats-Unis des monnaies nationales préexistantes en tant qu'unité de fixation du prix des biens, d'instrument des paiements et de détention de l'épargne » (p. 59).

Au sens large, la dollarisation est un terme générique qui caractérise les pays dont les transactions financières se réalisent dans une monnaie étrangère¹, sans qu'il s'agisse pour autant du dollar américain. Comme le souligne Blanc (2000), l'expression est dans ce cas inexacte puisqu'elle comprend un ensemble de processus qui concernent aussi l'euro, la livre sterling, le dollar australien et néo-zélandais pour ne citer que quelques exemples. Elle est également réductrice dans la mesure où elle laisse à penser que seul le billet vert est l'objet d'un mouvement de polarisation monétaire. Certains auteurs assimilent la dollarisation à la substitution monétaire alors que d'autres opèrent une distinction. Ainsi, Berg et Borensztein (2000a) parle de substitution de la monnaie quand la devise étrangère sert principalement de moyen de paiement et d'unité de compte. Ils retiennent le terme de substitution des actifs lorsque les actifs libellés en monnaie étrangère deviennent les instruments privilégiés de réserve de valeur.

Si la dollarisation peut revêtir différentes formes, Ponsot (2003) opère une distinction en fonction de deux critères de différenciation: le degré de pénétration de la devise étrangère dans les pratiques monétaires d'un pays et le degré d'officialisation et de son acceptation institutionnelle par les autorités. Sur la base du premier critère, il convient de distinguer la dollarisation partielle de la dollarisation intégrale. Le premier régime désigne un phénomène de pluralité monétaire où une devise étrangère circule parallèlement à la monnaie nationale. Il s'agit d'un processus informel, plus ou moins souterrain, de substitution monétaire : une monnaie étrangère remplace la monnaie domestique dans une partie de ses attributs.

¹ Le terme monnaie est pris au sens large et peut inclure non seulement les billets et pièces, mais également les dépôts bancaires en devises étrangères, les obligations et autres actifs financiers non-monnaïres (Ares [2001a])

L'exemple type est celui des pays latino-américains dans les années 1970 et 1980 en proie à une hyperinflation. Face à une perte de confiance dans leur propre monnaie, les agents privés se sont mis à adopter le dollar comme unité de compte mais également comme monnaie de transaction, en particulier pour l'acquisition de biens de consommation durables onéreux. Dès lors où la crise inflationniste persistait le dollar pouvait même s'imposer en tant qu'instrument de réserve de valeur (Salama [2000]). De son côté, la dollarisation intégrale caractérise un phénomène d'exclusivité monétaire dans la mesure où la devise américaine s'impose comme signe monétaire exclusif.

Sur le base du second critère, on peut distinguer la dollarisation *de facto* ou officieuse de la dollarisation *de jure* ou officielle. Dans le premier cas, il s'agit d'un processus spontané découlant d'un choix des résidents d'un pays. Ces derniers possèdent une partie importante de leurs avoirs financiers en monnaie étrangère alors que celle-ci ne possède pas de cours légal (Balino et alii [1999]). Dans le second cas, il s'agit d'un processus institutionnel relevant d'un choix des autorités monétaires. L'utilisation de la devise étrangère est reconnue officiellement par les pouvoirs publics à travers la fixation de son cours légal.

Comme le souligne Ponsot (2003), une partie de la littérature ne respecte pas ce double niveau de distinction. La dollarisation officieuse est souvent assimilée à la dollarisation partielle alors que la dollarisation *de jure* est souvent confondue avec la dollarisation intégrale. Il est vrai que la grande variété de régimes observée dans la pratique complique la construction d'une typologie stricte et précise. Ainsi, la dollarisation officielle ne se résume pas aux cas de figure où la monnaie domestique a entièrement disparu et où la monnaie étrangère est la seule à détenir un cours légal. Le tableau 1 montre le maintien de régime monétaire dual (bimonétarisation officielle) où la devise étrangère possède un cours légal aux côtés de la monnaie domestique. De même, la dollarisation intégrale et officielle n'élimine pas systématiquement l'émission d'une monnaie locale : au Panama, le *balboa* cohabite avec la devise américaine.

Quatre régimes de dollarisation

Malgré ces difficultés, il est cependant possible de dresser une typologie des principaux régimes de dollarisation. En combinant les deux critères de différenciation précédents, Ponsot isole quatre régimes-types (figure 1). Le régime A1 est le plus répandu : une devise étrangère circule aux côtés de la monnaie nationale sans aucune reconnaissance officielle. L'Amérique latine est sans doute un des meilleurs exemples de cette dollarisation officieuse et partielle. Berg et alii (2002) montrent qu'en 2000, plus de 80 % des dépôts du système bancaire de la Bolivie et de l'Uruguay étaient constitués en dollar. Si la proportion était plus faible pour l'Argentine et le Pérou, elle restait cependant importante puisqu'elle atteignait respectivement 64 % et 78 % (tableau 4).

Le régime A2 correspond à une dollarisation semi-officielle : les pouvoirs publics légalisent certaines pratiques monétaires en devise étrangère tout en conservant les signes monétaires nationaux. Ainsi, le Guatemala a autorisé en 2001 l'utilisation du dollar dans les transactions nationales, les prix des actifs financiers, les comptes bancaires, le libellé des contrats et la rémunération de certains salaires.

Dans le régime B1, la dollarisation est intégrale mais officieuse. Elle est associée à des périodes de conflits et de crises qui ont mis en péril la souveraineté politique comme au Timor Oriental et Kosovo avant 2000. Le régime B2 qui correspond à la dollarisation officielle et intégrale est le processus le plus accompli. Il s'implante de manière indirecte quand il fait

suite à une période de dollarisation officieuse. Dans ce cas, les autorités ne font qu'entériner une situation de fait comme en Equateur en 2000. Il peut s'introduire directement avec l'émergence d'une nouvelle entité politique comme le Monténégro et le Kosovo en 2002.

Figure 1 - Typologie des régimes de dollarisation

	Dollarisation <i>de facto</i> (officieuse)	Dollarisation <i>de jure</i> (officielle)
	Gestion passive de la dollarisation	Gestion active de la dollarisation
Dollarisation partielle (pluralité monétaire)	A1 <i>Perte de souveraineté partielle et non assumée</i> Régime de dollarisation le plus courant Processus spontané relevant d'un choix des agents privés Ex. : la plupart des économies latino-américaines, Russie ...	A2 <i>Perte de souveraineté partielle et assumée</i> Régime intermédiaire entre A1 et B2 Dollarisation « semi-officielle » (bimonétarisation officielle, régimes duaux avec ou sans <i>currency board</i>) Phénomène de résistance institutionnelle : les autorités maintiennent l'unité de compte nationale et l'obligation de payer les impôts et taxes dans cette unité de compte Ex. : Guatemala, Libéria
	B1 <i>Perte de souveraineté intégrale et non assumée</i> Régime particulier : déficit de souveraineté politique (logique séparatiste, situation de conflit, décomposition d'une entité politique) Ex. : Timor Oriental et Kosovo avant 2000	B2 <i>Perte de souveraineté intégrale et assumée</i> Dollarisation indirecte : aboutissement après A1 ou A2. « Capitulation » des autorités Ex. : Equateur Dollarisation directe ou <i>ex nihilo</i> , suite à B1, lors de la constitution ou de l'affirmation d'une entité politique. Ex. : Monténégro, Kosovo, Timor Oriental

Source : Ponsot (2003)

Recensement des économies officiellement dollarisées

Le tableau 1 montre qu'il y a un grand mythe à propos de la dollarisation intégrale et officielle. Il n'y a aujourd'hui que dix-sept pays indépendants officiellement dollarisés ou bimonétarisés. Le poids démographique de cet ensemble (39 millions d'habitants) est comparable à la population de l'Espagne ou de la Pologne. Le PIB moyen ne dépasse pas 3,6 milliards de dollars. A eux seuls, l'Equateur, le Guatemala, le Salvador et Panama représentent respectivement 93 % et 88 % du PIB et de la population de ce groupe de pays.

La dollarisation *stricto sensu* concerne un nombre encore plus réduit d'états puisque seulement neuf d'entre eux ont adopté le dollar américain comme monnaie officielle. Certes, le nombre d'économies dollarisées est sensiblement supérieur si l'on inclut les territoires et dépendances qui reconnaissent officiellement la devise américaine (cf. tableau 2). A l'exception de Porto Rico, il s'agit cependant d'un sous-ensemble faiblement peuplé.

Si la dollarisation partielle est un régime plus diffus et plus profond, la dollarisation « pleine et entière » a concerné essentiellement jusqu'à la fin du dernier siècle des petits pays et territoires. Parmi ces derniers, une grande partie sont insulaires (Iles Marshall, Micronésie) et possèdent le statut de dépendance américaine (Guam, Iles Vierges, Porto Rico). Toutefois, l'adhésion récente à ce régime par des pays de taille supérieure (Equateur, Salvador, Guatemala) modifie le champ d'analyse et d'expérimentation, en particulier pour l'Amérique latine.

**Tableau 1 – Pays indépendants officiellement dollarisés ou bimonétarisés
juin 2004**

Pays	Population 2003*	PIB** 2002	Monnaie légale	Pièces locales	Dollarisé depuis
Andorre	69 150	1,2	Euro en remplacement de la peseta espagnole et du franc français		2002 (euro) 1278 (franc et peseta)
Equateur	13 710 234	24,3	Dollar américain	x	2000
Guatemala	13 909 384	23,2	Système bimonétaire: dollar américain et quetzál		2001
Kiribati (Iles Gilbert)	98 549	0,1	Dollar australien en remplacement de la livre sterling		1979 (dollar australien) 1943 (livre sterling)
Libéria	3 317 176	0,5	Système bimonétaire : dollar américain et dollar libérien		1945
Liechtenstein	33 145	0,7	Franc suisse		1921
Marshall (Iles)	56 429	0,1	Dollar américain		1944
Micronésie	108 143	0,2	Dollar américain		1944
Monaco	32 130	0,8	Euro en remplacement du franc français	x	2002 (euro) 1865 (franc)
Nauru	12 570	0,1	Dollar australien		1914
Palau	19 000	0,2	Dollar américain		1944
Panama	2 960 784	9,5	Dollar américain	x	1904
Saint-Marin	28 119	0,1	Euro en remplacement de la lire italienne	x	2002 (euro) 1897 (lire)
Salvador	6 470 379	13,0	Dollar américain Disparition progressive du colón		2001
Timor Oriental	997 853	0,2	Dollar américain		2000
Tuvalu (Iles Ellice)	11 305	0,0	Dollar australien		1892
Vatican (Cité du)	911	0,0	Euro en remplacement de la lire italienne	x	2002 (euro) 1929 (lire)

* Estimation en juillet ** En milliards de \$

Source : Elaboré par l'auteur à partir de Ares (2001b), World Development Indicators (Banque Mondiale 2003), JEC (2000), Ponsot (2003), The World Factbook (CIA 2003)

**Tableau 2 –Territoires et dépendances officiellement dollarisés ou bimonétarisés
juin 2004**

	Population 2003*	PIB** 2002	Statut politique	Monnaie légale	Dollarisation depuis
Chypre du Nord	180 000	1,4	Territoire autonome <i>de facto</i>	Livre turque	1974)
Géorgie du Sud	2 001	0,0	Dépendance des Iles Malouines	Livre des Falkland	1899
Groenland	56 385	1,1	Dépendance danoise Autonomie interne depuis 1979	Couronne danoise en remplacement de multiples devises	1968 (couronne danoise)
Guam	163 941	3,0	Dépendance américaine	Dollar américain	1898
Ile de Man	74 261	1,6	Dépendance britannique	Livre sterling	1961
Iles anglo-normandes	120 000	0,7	Dépendance britannique	Livre britannique	1914
Iles Cook	21 008	0,1	Territoire associé à la Nouvelle-Zélande	Dollar néo-zélandais	1995
Iles Féroé	46 345	1,0	Dépendance danoise Autonomie interne depuis 1948	Système bimonétaire : couronne danoise et billets locaux	1948
Iles Malouines (Falkland)	2 967	0,0	Dépendance britannique	Système bimonétaire : livre sterling et livre des Falkland	1899 (livre)
Iles Norfolk	1 853	0,0	Dépendance australienne	Dollar australien	1900
Iles Pitcairn	47	0,0	Territoire d'outre-mer britannique	Système bimonétaire : dollar américain et dollar néo-zélandais	XIX ème siècle
Iles Turks et Caicos	19 350	0,1	Territoire d'outre-mer britannique	Système bimonétaire : livre sterling et dollar américain	1973
Ile Vierges américaines	124 778	1,2	Dépendance américaine	Dollar américain	1917
Iles Vierges britanniques	21 730	0,1	Territoire d'outre-mer britannique	Dollar américain	1973
Kosovo	2 000 000	n.d.	Territoire sous mandat de l'ONU	Euro en remplacement du mark allemand	2002
Mariannes du Nord	80 006	0,5	Dépendance américaine	Dollar américain	1944
Mayotte	178 437	0,1	Collectivité départementale française	Euro en remplacement du franc français	2002
Monténégro	650 000	1,6	Membre de la Serbie-Monténégro	Euro en remplacement du mark allemand	2002
Niue	2 145	0,0	Territoire associée à la Nouvelle-Zélande	Dollar néo-zélandais	1901
Porto Rico	3 885 877	33,0	Dépendance américaine	Dollar américain	1899
Sainte-Hélène	7 367	0,0	Dépendance britannique	Livre sterling	1834
Saint-Pierre-et-Miquelon	6 976	0,0	Collectivité territoriale française	Euro en remplacement du franc français	2002
Samoa américaines	70 260	0,2	Dépendance américaine	Dollar américain	1899
Tokelau	1 418	0,0	Dépendance néo-zélandaise	Dollar néo-zélandais	1926

* Estimation en juillet ** En milliards de \$

Source : Elaboré par l'auteur à partir de Ares (2001b), World Development Indicators (Banque Mondiale 2003), JEC (2000), Ponsot (2003), The World Factbook (CIA 2003)

LES FONDEMENTS DE LA DOLLARISATION OFFICIELLE ET INTEGRALE

Jusque dans les années 1980, la notion de dollarisation faisait référence à un processus plus ou moins informel de substitution monétaire. Pendant la première moitié des années 1990, la gestion passive de la dollarisation va céder progressivement la place à une gestion active. Au cours de cette période, la dollarisation officielle est encore perçue comme une réponse à des situations d'urgence. A la suite de la proposition en 1999 du président argentin Carlos Menem de remplacer officiellement le peso par la monnaie américaine, la dollarisation pleine et entière commence cependant à faire l'objet d'un débat. Comme le précise Théret (2003), la notion de dollarisation « est désormais discutée et envisagée comme une solution permanente, définitive, irréversible » (p.66). C'est d'ailleurs dans cette perspective que ce régime de change sera introduit en Equateur et au Salvador. Pour comprendre les raisons de ce

changement d'attitude, nous commencerons par resituer la discussion sur la dollarisation dans le débat plus général sur les régimes de change dans les économies émergentes. Dans un second temps, nous identifierons les contextes économiques favorables au rejet d'une monnaie nationale. Nous montrerons enfin que la dollarisation totale peut aussi s'interpréter comme une crise de légitimité de la monnaie domestique.

La dollarisation et le débat sur les régimes de change

Les crises financières récentes qui ont affecté les économies émergentes ont renforcé le débat sur le choix du régime de change le plus adapté aux pays en développement. Depuis la fin des années 1990, le FMI différencie huit régimes de change regroupés en trois grandes catégories : l'ancrage dur, qui comprend les pays sans monnaie indépendante et les caisses d'émission ; les régimes intermédiaires, au sein desquels on trouve les ancrages fixes traditionnels, le rattachement à l'intérieur de bandes horizontales et les différents systèmes de parités mobiles ; le flottement, qui englobe le flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change et le flottement indépendant.

Le repli relatif des régimes intermédiaires

Si les années soixante ont été dominées par les parités fixes, les deux décennies suivantes ont vu l'introduction de systèmes intermédiaires : bandes de fluctuation et *crawling peg* ou ancrage à crémaillère. *A contrario*, le graphique 1 montre que les régimes intermédiaires régressent dans les années 1990 au profit des « *corner solutions* » ou « solutions en coin » comme l'ancrage dur et le flottement. Ainsi, les régimes intermédiaires n'étaient plus adoptés que par 59 pays en 2001 (31,9 % de l'ensemble des pays membres du FMI) contre une centaine en 1990 (65,8 % de l'ensemble). Dans le même temps, le nombre de pays ayant choisi l'ancrage dur faisait plus que doubler (de 23 à 48) pour atteindre plus du quart de l'ensemble, tandis que 78 pays, soit 42,2 % de l'ensemble, avaient choisi le flottement libre en 2001 contre 29 en 1990 (19,1 % de l'ensemble).

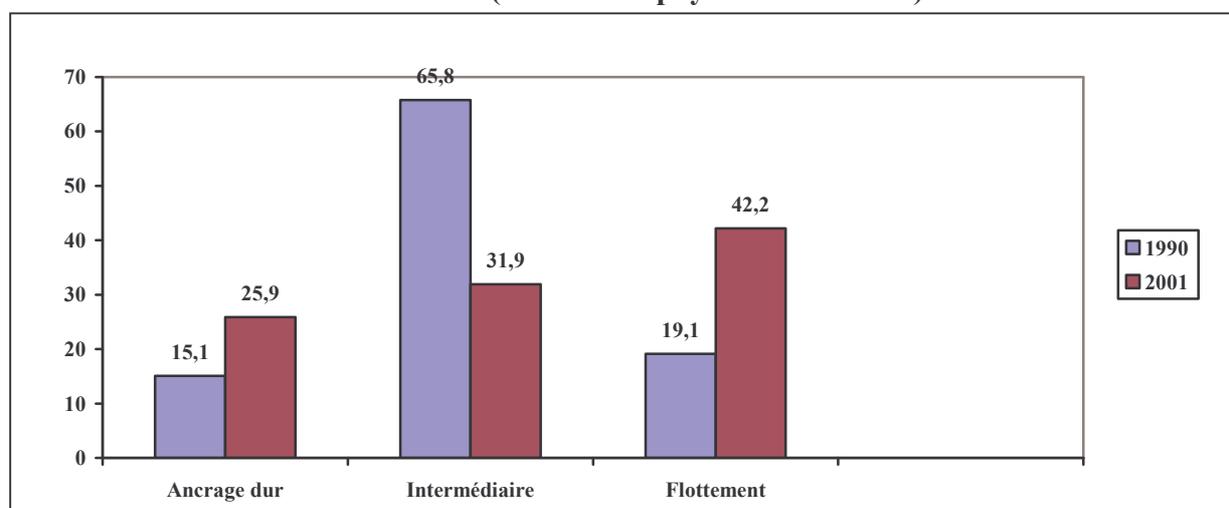
Les économies latino-américaines ont contribué à ces changements institutionnels puisque si près des deux tiers d'entre elles avaient choisi un régime intermédiaire en 1990, la proportion tombe à 35 % en 2001 (graphique 2). Parallèlement, la part des pays qui ont adopté un flottement et un ancrage dur passe respectivement de 29,4 à 41,2 % et de 5,9 à 23,5 % au cours de la même période. En réalité, les données statistiques exagèrent l'attrait des solutions en coin (Allegret et Courbis [2003]). D'une part, le flottement dirigé est-il vraiment un régime de change flexible ? Ne doit-on pas le considérer comme un régime intermédiaire ? D'autre part, des études empiriques portant sur des régimes *de facto* et non *de jure* relativisent le repli des systèmes intermédiaires.

Bénassy-Quéré et Coeuré (2000) observent que dans la deuxième moitié des années 1990, la part de monnaies ancrées unitairement sur le dollar (50 %) est très supérieure à la proportion d'ancrages officiels sur le dollar (15 % en 1999). Ce décalage entre le rattachement officiel à un régime de change et les pratiques monétaires observées réellement concerne aussi le flottement libre, lequel apparaît moins fréquent *de facto* (4 %) que *de jure* (30 %). Ces résultats sont similaires à ceux de Levy Yeyati et Sturzenegger (2000) qui montrent plusieurs ancres *de facto* et l'absence de retrait des systèmes intermédiaires². Ces mêmes auteurs

² Masson (2001) dans son analyse des transitions entre régimes de change rejette également la thèse de l'« extinction » des systèmes intermédiaires.

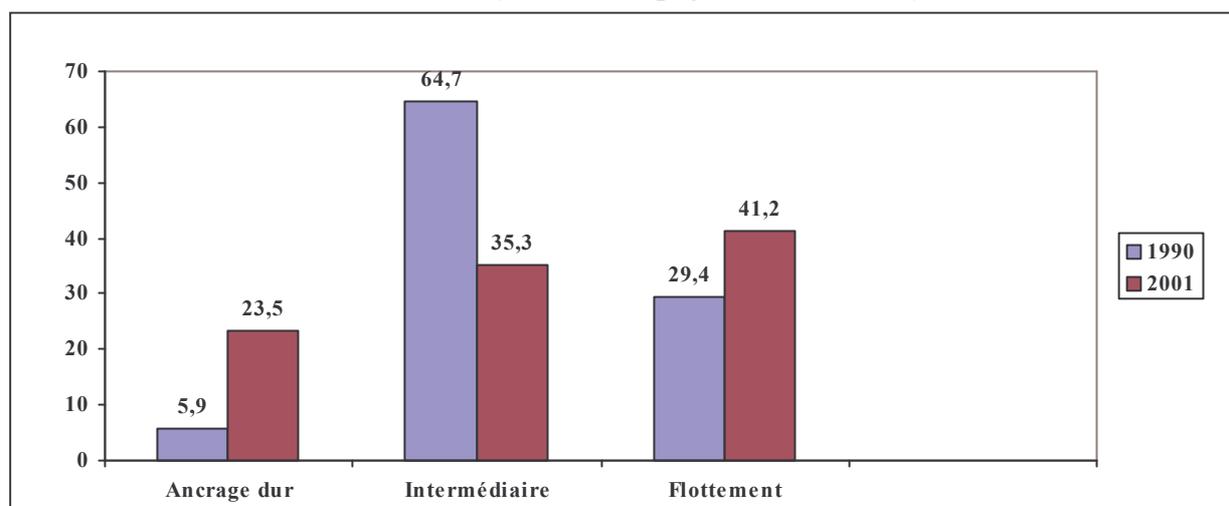
considèrent par ailleurs que douze pays classés par le FMI dans la catégorie des pays ayant adopté un régime de flottement n'ont pas réellement un tel système de change.

**Graphique 1 – Régimes de change officiels des pays membres du FMI
1990 et 2001 (nombre de pays en % du total)**



Source : *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Annual Reports, International Monetary Fund, 1990 et 2001

**Graphique 2 – Régimes de change officiels des pays latino-américains membres du FMI
1990 et 2001 (nombre de pays en % du total)**



Source : *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Annual Reports, International Monetary Fund, 1990 et 2001

Dans la pratique, l'évolution contemporaine du système monétaire international ne correspond pas exactement à la situation envisagée par les partisans des « *corner solutions* ». Si les crises de change des années 1990 ont discrédité partiellement les régimes intermédiaires³, notamment dans le cas de la crise asiatique, les solutions extrêmes, en particulier les caisses d'émission et le flottement libre (« *two-corners* » solution) n'ont pas apporté la preuve qu'elles étaient capables d'assurer une plus grande stabilité monétaire et financière aux pays qui y avaient recours.

³ Dans un contexte de forte mobilité des capitaux, Berg et Borensztein (2000b) qualifient l'arrimage des taux de change comme « une perche tendue aux spéculateurs » (p.4).

Le syndrome du flottement

Pour Berg et Borensztein (2000a), la dollarisation intégrale et officielle peut s'interpréter comme une réponse possible aux inconvénients rencontrés par les « *corner solutions* ». Le débat entre les partisans des changes fixes et du flottement libre ne date pas d'aujourd'hui et a déjà donné naissance à une abondante littérature. Selon ses défenseurs, le régime de flottement pur offre de multiples avantages : meilleure protection en cas de chocs économiques (rééquilibrage automatique des balances des paiements par ajustement des parités) ; plus grande autonomie de la politique monétaire et plus grande efficacité des politiques économiques ; meilleure allocation des ressources financières (les banques centrales n'ont plus à détenir d'importantes réserves de change) ; limitation des mouvements spéculatifs et détermination d'un taux de change d'équilibre de long terme.

Les faits n'ont pas toujours donné raison aux théoriciens de la flexibilité pure. Les banques centrales ont maintenu leurs interventions sur les marchés des changes car le flottement a fonctionné essentiellement dans sa forme « impure ». Il n'a pas réussi à endiguer la spéculation et l'aggravation des déficits des balances des paiements. Les politiques monétaires sont de plus en plus dépendantes des objectifs fixés par les autorités des grandes banques centrales. Pour toutes ces raisons, mais aussi parce qu'un tel système risque de provoquer une grande volatilité du taux de change, les partisans de la dollarisation estiment que la flexibilité totale est sans avenir dans la plupart des pays en développement (Berg et Borensztein [2000b]). D'ailleurs, seules quelques grandes nations émergentes, dotées d'un système financier relativement ouvert et développé, comme la Corée, le Brésil et le Mexique, ont opté pour un tel régime. En prenant l'exemple du Chili et de la Corée, pays qui ont laissé fluctuer assez largement leur monnaie dans les années 1990, Artus (2000) montre que les variations de change en amortissant les chocs n'ont pas altéré la stabilité de la croissance réelle, ni la poursuite de la désinflation. En revanche, ce régime a entraîné une forte variation des taux de change réels et des taux d'intérêt mais aussi un coût pour les salariés dans la mesure où il a exigé une grande flexibilité du marché du travail pour qu'une dépréciation monétaire relance la croissance.

Certains auteurs comme Calvo et Reinhart (2002) estiment que dans un contexte de forte mobilité des capitaux, d'informations incomplètes, de rumeurs et de dettes libellées en dollars, les autorités des pays émergents sont exposées à la « peur du flottement » (*fear of floating*). Ce syndrome provient du fait que les dépréciations monétaires n'ont pas le même impact dans les économies émergentes que dans les pays développés. Ces auteurs montrent que les crises cambiales qui s'accompagnent d'une transition d'un régime de fixité vers un système de flottement conduisent souvent à un ralentissement prononcé des entrées de capitaux débouchant sur une chute des réserves de change et une inversion du solde du compte courant. De même, la volatilité des taux de change induite par le recours aux changes flexibles risque de pénaliser les pays qui se sont lancés dans une stratégie de développement basée sur la promotion de leurs exportations. Dès lors, les chocs de taux de change peuvent se transformer en chocs de termes de l'échange. Comme la transmission des variations de change aux prix intérieurs est plus forte dans les pays émergents que dans les pays développés⁴, on devine que les dépréciations monétaires n'entraînent pas les effets escomptés.

La réticence à l'égard du flottement provient également de l'existence du « péché originel ». Pour Hausmann (2000), une monnaie en souffre « lorsqu'il est impossible de s'en servir pour emprunter à l'étranger, et même pour emprunter à long terme sur son marché national »

⁴ Pour Calvo et Reinhart (2002), la transmission est quatre fois plus élevée dans les économies émergentes que dans les pays développés.

(p.91). Or, les pays émergents qui ont souffert longtemps d'hyperinflation et d'instabilité politique ont dans leur grande majorité d'énormes difficultés pour s'endetter à l'étranger dans leur monnaie domestique et pour lever des capitaux à long terme sur leur marché intérieur. Dans ces conditions, le recours au flottement peut être source de difficultés supplémentaires, car il risque d'entraîner une volatilité de certains postes de bilan du fait des variations de change sur les exigibilités en dollars. La situation peut se compliquer quand on sait que la transmission du risque-pays sur les taux d'intérêt est plus forte dans les pays dont la monnaie flotte que dans les pays qui bénéficie d'un ancrage solide (Hausmann [2000]).

Les contraintes du currency board

Le *currency board* est la forme la plus singulière de l'ancrage dur. Il repose sur trois règles de base : maintien d'un taux de change fixe entre la monnaie nationale et la devise de référence; convertibilité automatique de la monnaie nationale; obligation de conserver à l'actif de la caisse d'émission un niveau de réserves de change correspondant à la masse monétaire financière en circulation. Un tel régime interdit aux autorités de modifier la parité de change et de pouvoir conserver une politique monétaire autonome. Il vise à juguler l'inflation (Argentine en 1991, Bulgarie en 1997), à restaurer la confiance dans la monnaie nationale (Hong Kong en 1983) et à renforcer la crédibilité de nouvelles monnaies (Estonie en 1992, Lituanie en 1994). Plus généralement, il concourt à améliorer la crédibilité du *policy-mix*, via celle du taux de change, et contribue à la stabilité monétaire dès l'instant où les autorités ne peuvent plus utiliser l'arme de la dévaluation ou de l'inflation pour démonétiser les dettes (Hanke et Shuler [1994]). Cette crédibilité monétaire restaurée et la diminution de la prime de risque de change doivent faciliter l'ouverture financière et les entrées de capitaux.

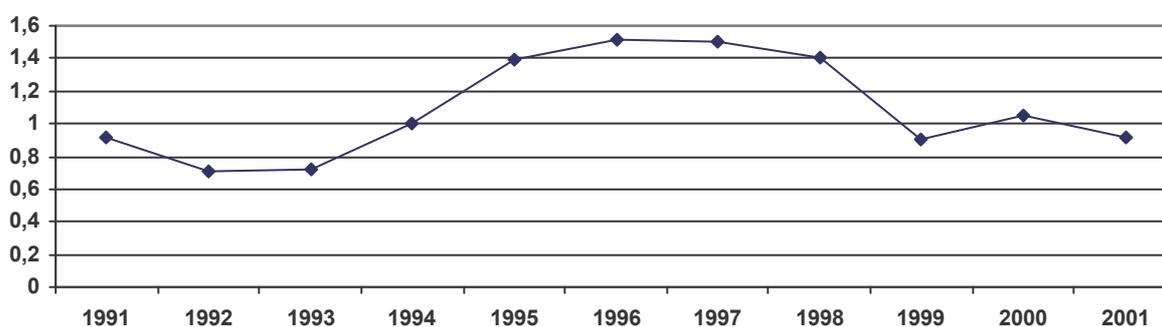
L'exemple de l'Argentine qui a expérimenté ce régime de 1991 à 2002 montre que le *currency board* n'est pas exempt de contraintes. Certes, la confiance dans un premier temps est réapparue et l'économie a retrouvé un sentier de croissance plus équilibré. L'inflation qui dépassait 1000 % en glissement annuel à la fin des années 1980 est tombée à 4,2 % en 1994. La caisse d'émission a permis de réduire les coûts de transaction et le risque de change qui pénalisaient l'investissement et la consommation : la masse monétaire en pesos s'est accrue, les réserves de change et les dépôts bancaires ont augmenté, les entrées de capitaux se sont intensifiées, les taux d'intérêt ont rapidement diminué et le pouvoir d'achat des Argentins s'est sensiblement amélioré. Cette restauration de la confiance va cependant s'accompagner d'une montée régulière du chômage et d'une dégradation du solde de la balance courante.

La seconde moitié des années 1990 va être nettement moins favorable à l'économie argentine et montrer au grand jour les limites du *currency board*. La rigidité du taux de change (un dollar=un peso) prive en effet les autorités d'une variable d'ajustement en cas de choc extérieur. L'appréciation du dollar s'est ainsi traduite par une augmentation du taux de change effectif du peso entraînant une baisse de la compétitivité d'autant plus forte que le Brésil, le premier partenaire commercial de l'Argentine, utilisait dans le même temps l'arme de la « dépréciation compétitive » comme sortie de crise (Grandes et Reisen [2003], graphique 1). Par ailleurs, l'impossible monétisation des déficits publics réclame une grande rigueur budgétaire. Or, la faiblesse des prélèvements obligatoires, l'évasion fiscale et le gaspillage de l'administration ont débouché sur une dégradation des finances publiques et un accroissement de l'endettement, d'où un risque de défaut de paiement qui nuit à la reprise de la confiance dans la monnaie.

Le *currency board* renforce également la dépendance à l'égard des capitaux étrangers car il nécessite un afflux important et régulier en devises. L'existence d'un déficit courant et

l'insuffisance des investissements étrangers directs font reposer l'accroissement des réserves en devises sur les flux d'investissements de portefeuille, dont la volatilité n'est plus à démontrer, ou à des flux générateurs de dette qui renforcent la contrainte de l'endettement extérieur. De même, l'ajustement à des chocs exogènes porte principalement, en l'absence de la flexibilité du taux de change et des salaires, sur le niveau de l'emploi. De plus, l'arrêt de la dépréciation du peso à partir de 1991 a conduit à un différentiel d'inflation défavorable en comparaison des Etats-Unis et des pays concurrents, d'où une perte de compétitivité et l'apparition d'un déficit chronique de la balance commerciale. Enfin, comme le remarque Artus (2000), la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive au cours des crises de change contracte la demande intérieure sous l'effet des pertes patrimoniales (chute des cours boursiers et des prix de l'immobilier⁵).

**Graphique 1 – Taux de change réel peso argentin/real brésilien
(avril 1991 = 1)**



Source : Elaboré par l'auteur à partir de Grandes et Reisen (2003)

Les contextes favorables à l'adoption d'une monnaie étrangère

L'annonce officielle de substituer une monnaie nationale par une devise étrangère se fait rarement « à froid ». Elle survient la plupart du temps dans un contexte d'instabilité économique, politique et sociale. Bourguinat et Dohni (2002) interprètent cette décision comme le constat de l'échec des politiques intérieures et de la perte de crédibilité des autorités publiques. L'incapacité chronique des autorités à assainir les finances publiques, à restaurer l'équilibre des comptes extérieurs, à juguler l'inflation ou à endiguer le chômage accentue la perte de confiance dans l'économie nationale. Comme le précise Arès (2001), le pays qui s'engage dans un processus de dollarisation unilatérale recherche avant tout une stabilité monétaire et un emprunt de crédibilité en dernier ressort.

Les crises économiques et les tensions politiques et sociales qui les accompagnent jouent un rôle déterminant dans la transformation des pratiques monétaires. Blanc (2000) recense trois pôles de crise susceptibles de favoriser l'introduction de monnaies étrangères: crise du système monétaire, crise du système de production et d'échange et crise des autorités publiques. Ces crises répétitives qui se renforcent mutuellement créent un contexte favorable à l'adoption de mesures parfois radicales comme l'abandon de la souveraineté monétaire.

La crise du système monétaire a plusieurs origines : dépréciation forte et durable de la monnaie nationale, pénurie des moyens de paiement ou carence du système bancaire. Les modèles de substitution d'actifs qui privilégient le remplacement de la monnaie nationale

⁵ Dans le contexte de la crise asiatique, Artus (2000) observe le même impact patrimonial à Hong Kong en 1998 avec une diminution de moitié de l'indice boursier et une baisse de 40 % des prix de l'immobilier.

dans sa fonction de réserve de valeur montrent que la dépréciation réelle des actifs domestiques au cours de crises inflationnistes représente la première cause de fuite vers la devise étrangère (Calvo et Veigh [1996]). De même, les modèles de substitution monétaire qui analysent le remplacement de la monnaie nationale dans ses fonctions d'unité de compte et d'intermédiaire des échanges relèvent que les périodes d'inflation, voire d'hyperinflation, en augmentant les coûts d'utilisation de la monnaie domestique, encouragent implicitement les agents économiques à s'en détourner (Balino et *alii* [1999]). L'Equateur est un bon exemple des pays victimes de crises inflationnistes puisque les taux d'inflation progressent régulièrement tout au long des années 1990 pour culminer à près de 100 % en 2000, l'année de l'abandon du *sucre* au profit du dollar américain (tableau 3). L'hyperinflation qui engendre une diminution de la capitalisation des banques oblige les autorités à fixer des seuils aux retraits des guichets et à émettre massivement des liquidités sur le marché, d'où une fuite des capitaux et la chute du *sucre* qui perd 477 % entre janvier 1998 et janvier 2000 (Arteta [2001]).

Par ailleurs, la crise mexicaine de 1995, puis les crises financières qui ont frappé l'Asie, la Russie et l'Amérique latine, en particulier le Brésil et l'Argentine, ont joué un rôle catalyseur dans le processus de dollarisation. Antinolfi et Keister (2001) identifient « l'anatomie » typique d'une crise : on observe en premier une entrée des capitaux étrangers et un déficit correspondant de la balance des opérations courantes ; le début de la crise entraîne une sortie brutale des capitaux et une forte dévaluation de la monnaie, souvent accompagnées d'une crise du système bancaire. Au final, on assiste à une contraction brutale de la production, de l'investissement et de la consommation. L'exemple de l'Equateur est encore une fois riche d'enseignements puisque l'année qui précède l'adoption du dollar, l'activité économique chute de près de 8 %, le chômage urbain monte jusqu'à 14,4 %, le revenu brut disponible diminue de 5 % et le PIB par habitant recule de près de 10 % en 1999 (tableau 3). Dans ce cas, la dollarisation totale ne s'analyse pas uniquement comme une réaction « à chaud » face à une situation d'incertitude⁶. Si le changement brutal du régime de change vise à résoudre une situation de crise à un instant donné, les autorités aspirent également à se protéger durablement contre les crises futures (Brea et *alii* [2001]). La réaction dans l'urgence n'exclut pas la recherche d'une solution permanente à l'instabilité macroéconomique et monétaire. (Théret [2003]).

Tableau 3 – Equateur : indicateurs macroéconomiques et socioéconomiques (1980-2001)

	1980-1990	1990	1997	1998	1999	2000	2001
Taux de croissance du PIB*	1,7	1,4	3,9	1,0	-7,9	2,3	6,0
Taux de croissance du revenu brut disponible *	0,1	5,0	1,9	-3,6	-5,0	7,4	2,7
Taux d'inflation	36,4	-	30,6	40,8	52,2	96,1	37,7
Taux de chômage urbain	-	6,1	9,3	11,5	14,4	14,1	10,4
Taux de croissance du PIB/habitant *	-0,9	-0,9	1,8	-0,9	-9,7	0,4	4,1
Balance des opérations courantes**	-	-360	-458	-2099	919	916	-704
Dette extérieure **	-	12 222	15 099	16 400	16 282	13 564	14 411

* Sur la base des données à prix constants de 1990 pour 1980-1990, à prix constants de 1995 à partir de 1997

** En millions de dollars

Source : ECLAC, Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean, 2002

⁶ De ce point de vue, l'instabilité économique plus marquée de l'Amérique latine par rapport aux autres zones émergentes, en particulier en matière d'inflation et de change (Hausmann et Gavin [1996]), est une explication parmi d'autres du degré plus élevé de dollarisation enregistré dans cette région.

Les périodes qui précèdent le passage à une dollarisation complète sont parfois marquées par une forte instabilité politique. Le Timor Oriental et le Kosovo connaissent avant l'abandon de leur souveraineté monétaire un déficit de souveraineté politique provoqué pour partie par des logiques séparatistes. Selon une étude de la Banque Interaméricaine de Développement citée par Bréa et *alii* (2001), les coûts directs et indirects de la violence au Salvador représentaient 13 % du PIB en 1998. L'Equateur qui a vu cinq chefs d'état se succéder entre 1995 et 2000 souffre dans le même temps d'un enchaînement de démissions, fraudes, corruptions, décrets d'urgence, grèves et révoltes paysannes. Dans ces conditions, l'annonce de la dollarisation vise à restaurer autant la stabilité macroéconomique que la crédibilité politique des dirigeants (Arès [2001a]).

Crise de légitimité de la monnaie domestique

Lorsque l'on observe les pays qui ont choisi récemment la voie de la dollarisation complète, force est de constater que leur souveraineté monétaire se trouvait déjà très restreinte. Le *sucre* équatorien et le *colón* salvadorien ne possédaient qu'une aire de circulation exclusivement nationale, jouissaient d'une faible notoriété et n'étaient guère acceptés hors de leurs frontières. Dans les faits, cela signifie que les transactions commerciales et financières sont libellées et acquittées dans une ou des devises de rang international. Comme il s'agit souvent d'économies relativement ouvertes, on voit bien que leur devise nationale ne possédait pas tous les attributs d'une monnaie. Or, à l'ère de la mondialisation, il est impératif de pouvoir accéder aux différents marchés, y compris de capitaux. Comme il n'existe pas une monnaie mondiale émise par une autorité internationale, on utilise la monnaie d'un autre pays, en l'occurrence celui avec lequel on entretient d'étroites relations commerciales et financières (cf. le dollar pour l'Amérique latine).

On constate effectivement que les pays qui ont abandonné leur monnaie nationale au profit du dollar sont étroitement liés à l'économie américaine, tant du point de vue des échanges commerciaux que des flux financiers. La part des Etats-Unis dans les exportations et les importations dépasse souvent le tiers des transactions enregistrées dans la balance commerciale (tableau 5). Les flux d'investissements étrangers directs proviennent majoritairement de ce pays et c'est auprès des banques ou sur les marchés de capitaux américains que les résidents s'approvisionnent pour satisfaire leurs besoins de financement extérieur.

Dans ce contexte, l'adoption pleine et entière du dollar comme monnaie reflète le plus souvent une réalité de fait. La double circulation y était tolérée, dans la mesure où les autorités pouvaient difficilement s'y opposer, notamment dans les pays où l'économie formelle était développée. La crise de légitimité de la monnaie domestique est un retour de la réalité, une défiance à l'égard de la norme en laquelle on avait cru jusque-là (Aglietta et Orléan [1995]). La perte de confiance dans la monnaie domestique est manifeste quand les résidents préfèrent placer une large partie de leur épargne en dollars. Cette méfiance peut se traduire par une fuite des capitaux ou par la détention d'actifs monétaires et financiers nationaux libellés en devises étrangères. Cette dollarisation partielle *de facto* ou « spontanée » (Berg et *alii* [2002]) est particulièrement prononcée en Amérique latine où les dépôts en dollars peuvent atteindre plus des deux tiers des dépôts bancaires (tableau 4)⁷. Le faible degré de dollarisation partielle de certains pays s'expliquent par des modalités spécifiques de gestion de l'instabilité macroéconomique (Dempere et Quenan [2000]). Au Brésil, l'indexation générale de l'économie et des facteurs institutionnels comme la limitation des

⁷ Par comparaison et à l'exception des Etats-Unis, 15 à 20 % des transactions financières et monétaires sont libellées en dollars dans les principaux pays développés (Dempere et Quenan [2000]).

dépôts en monnaie étrangère ont servi de rempart à la dollarisation. Si le Chili a eu recours à des instruments comme les produits dérivés ou à des mesures garantissant un niveau élevé des rémunérations des dépôts en monnaie locale, il a aussi utilisé des facteurs institutionnels comme le contrôle des entrées de capitaux afin de dissuader les agents économiques de détenir des devises étrangères⁸.

**Tableau 4 – Dollarisation spontanée :
dépôts en dollars en pourcentage des dépôts bancaires**

Pays	1991*	1995*	2000**
Amérique du Sud			
Argentine	35,1	43,9	64,7
Bolivie	76,8	82,3	92,5
Chili	-	-	12,5
Equateur	-	13,1	66,7
Pérou	59,9	64,0	78,2
Uruguay	78,5	76,1	84,2
Mexique et Amérique centrale			
Costa Rica	37,7	31,1	45,7
Salvador	1,4	1,7	8,2
Honduras	3,1	13	23,2
Mexique	3,9	7,2	4,9
Nicaragua	28,7	54,5	72,8

* Ratio des dépôts en dollars sur M3 en pourcentage. ** Dépôts en dollars en pourcentage du total des dépôts
Source : Arteta (2001), Dempere et Quenan (2000), Berg et alii (2002)

L'ANALYSE AVANTAGES-COUTS DE LA DOLLARISATION TOTALE

La littérature relative à la dollarisation totale à aborder à maintes reprises l'analyse des avantages et des coûts de l'instauration d'un tel régime de change. Il en résulte une série de recommandations pour les pays susceptibles de « franchir le pas » de la dollarisation complète. Pour cerner les enjeux d'une telle décision, nous mentionnerons, d'une part, les bénéfices attendus mis en valeur par les partisans de la dollarisation officielle et intégrale. Une analyse détaillée de son impact potentiel, nous permettra, d'autre part, d'évaluer les coûts induits par la disparition d'une monnaie domestique.

Les bénéfices attendus de la substitution monétaire

Les défenseurs de la dollarisation totale mettent en avant les avantages suivants : crédibilité renforcée des gouvernements face aux crises de change d'où une baisse des taux d'intérêt par diminution de la prime de risque ; réduction de l'inflation et baisse des coûts de transaction d'où une plus grande intégration commerciale et financière et fiscale ; abandon du financement par création monétaire ce qui favorise le développement du secteur bancaire. Certains auteurs rajoutent la meilleure prévention des crises d'endettement, l'approfondissement des systèmes financiers ou encore le renforcement de la discipline fiscale. Outre les avantages de nature économique, nous évoquerons les arguments politiques comme la plus grande stabilité des institutions engendrée par le retour présupposé de la confiance et de la stabilité monétaire.

⁸ Voir Minda (2001) pour le bilan de l'expérience du contrôle sélectif des entrées de capitaux au Chili entre 1991 et 1998.

Crédibilité monétaire et baisse des taux d'intérêt

L'expérience des années 1990 montre que les crises de change ont des causes multiples et des effets destructeurs. Seules les crises des pays relativement importants ont été médiatisées, en particulier parce qu'elles ont provoqué des phénomènes de contagion susceptibles de renforcer le risque systémique. Cependant, il y a eu des crises cambiales plus limitées, concernant des pays de taille plus modeste. Elles ont été plus courtes, mais ont eu parfois un fort impact au niveau interne. Dans ce contexte, l'adoption pleine et entière du dollar est un moyen d'éviter les crises monétaires ou de balance des paiements (Berg et *alii* [2002]). La disparition de la monnaie nationale élimine le risque de change et de dévaluation, d'où un frein aux attaques spéculatives et à la volatilité des capitaux qui les accompagnent. La plus grande stabilité monétaire qui en résulte favorise les investissements étrangers mais aussi la diminution du service de la dette publique, l'investissement domestique et la croissance dans la mesure où la substitution monétaire contribue également à la baisse des taux d'intérêt.

Dempere et Quenan (2000) isolent deux facteurs à l'origine de la réduction des taux d'intérêt. D'une part, la suppression du risque de dévaluation réduit la prime de risque-pays ce qui favorise une convergence des taux d'intérêt nationaux vers les taux américains, nettement inférieurs et moins volatils. Bourguinat et Dohni (2002) relèvent que le *spread* moyen (J.P. Morgan EMBI) sur les obligations publiques argentines a dépassé les 1000 points au début de la crise brésilienne (septembre 1998) contre 700 points de base pour les titres du Panama⁹. D'autre part, l'élimination du risque de change à l'égard de la monnaie américaine réduit les coûts de transaction, en particulier les frais inhérents à la conversion et à la couverture des opérations en devises.

Stabilité économique et réduction de l'inflation

Un pays qui adopte une monnaie internationale bénéficiant d'une réputation de stabilité devrait enregistrer de bonnes performances en matière de maîtrise des tensions inflationnistes puisque la politique visant à contrôler la hausse des prix est désormais étroitement liée à la politique monétaire américaine. De ce point de vue, les pays qui ont vécu des périodes d'hyperinflation doivent en être les premiers bénéficiaires car ils ont payé un lourd tribut en termes de croissance (Fischer [1993]).

Par ailleurs, le pays dollarisé emprunte la crédibilité du pays émetteur, ce qui le délivre d'une gestion active, souvent coûteuse, de sa monnaie. Même si la dollarisation totale n'exclut pas le risque de chocs externes, elle contribue à diminuer leur impact et les risques de contagion en éliminant les risques de change. De façon plus générale, la décision des dirigeants d'opter pour la dollarisation complète peut être interprétée comme un message destiné à la communauté financière internationale visant à lui prouver le désir de leur pays de tendre vers la stabilité économique (Arès [2001b]).

Ouverture sur l'extérieur et intégration commerciale

L'adoption d'une monnaie étrangère faciliterait une intégration plus poussée avec l'économie américaine et les économies du reste du monde dans la mesure où on assiste à une diminution des coûts de transaction et à une stabilité des prix libellés en dollars. Les travaux de Frankel et Rose (1998) montrent que les unions monétaires ont intensifié les échanges entre pays membres. Frankel et Rose (2002) estiment que la dollarisation de l'Amérique latine a

⁹ Le Panama connaît les taux d'intérêt nominaux et réels les plus faibles d'Amérique latine au cours des années 1990 (Bogetic [2000]).

contribué à augmenter son degré d'ouverture sur l'extérieur et ses échanges avec les Etats-Unis. De ce point de vue, les partisans d'une zone de libre-échange étendue à l'ensemble du continent américain (« L'initiative des Amériques ») considèrent la dollarisation officielle comme une étape supplémentaire visant à accélérer la réalisation de leur projet.

On peut noter au passage que l'intégration commerciale s'est faite jusqu'à présent sur la base d'une relation asymétrique. Deblock et Constantin (2000) soulignent que la position commerciale des Etats-Unis s'est renforcée sur le continent américain tout au long de la dernière décennie. Ainsi, leur part dans les exportations et les importations mexicaines sont respectivement passées de 70,1% à 82,7% et de 68,2% à 74,3% entre 1989 et 1999. A propos du reste du continent, les Etats-Unis ont augmenté fortement leurs exportations vers les pays d'Amérique latine et les Caraïbes tandis que la part de ces derniers dans les importations américaines reculait globalement. Si le renouveau du régionalisme (ALENA, Mercosur) et la mise en œuvre de réformes libérales ont intensifié les échanges commerciaux, ils ont également créé des effets de détournement de commerce, moins au profit des pays signataires d'accords régionaux qu'à l'avantage des Etats-Unis. Sur le même plan, les gouvernements latino-américains auraient-ils les moyens de lutter demain contre les subventions agro-industrielles qui sont versées aux producteurs américains ?

Approfondissement du système financier

Le remplacement de la monnaie domestique par une devise plus stable devrait également favoriser l'intégration du marché financier domestique dans la mesure où l'épargne et les opérations financières avec l'extérieur utiliseraient désormais comme support la nouvelle unité monétaire. Le besoin des résidents de diversifier artificiellement, y compris de manière coûteuse, leur portefeuille à l'échelle internationale perdrait de son intérêt (Bourguinat et Dohni [2002]). Comme le prouve l'exemple panaméen, le pays profiterait alors de marchés financiers plus profonds et d'une possibilité accrue pour emprunter ou prêter sur les marchés de capitaux internationaux. Si le développement financier est étroitement lié à la croissance économique, Bencivenga et *alii* (2001) estiment cependant que la dollarisation est encore plus bénéfique quand les marchés de capitaux sont déjà bien intégrés

Le changement de monnaie induirait aussi des conséquences positives sur le système bancaire. Malgré la perte de commissions sur les opérations change, l'élimination du risque de dévaluation et la plus faible volatilité des taux d'intérêt diminuent la vulnérabilité des établissements de crédit. Le retour de la confiance dans les signes monétaires ne peut qu'accélérer le taux de bancarisation et le retour des capitaux investis à l'étranger. Les changements induits (augmentation des ressources, ouverture à la concurrence, offre de services à des coûts plus faibles) sont propices à une plus grande internationalisation du système bancaire (Dempere et Quenan [2000]). Par ailleurs, la dollarisation intégrale dispense désormais les banques de différencier leurs avoirs entre la monnaie qui avait cours légal et celle qui circulait officieusement. Pour Moreno-Villalaz (1999), la dollarisation légale du Panama a permis aux banques de diminuer leurs réserves d'un montant équivalent à 5 % du PIB.

Discipline budgétaire et fiscale

Parmi les avantages de la dollarisation complète, on invoque aussi l'impossibilité pour les dirigeants de continuer à mener des politiques budgétaires expansionnistes créatrices d'inflation. En abandonnant le privilège de battre monnaie, l'Etat ne peut plus recourir à la « planche à billets » pour financer ses déficits. Il est dans l'obligation de diminuer les

dépenses publiques ou d'augmenter les recettes (ou d'opter pour une combinaison des deux), voire d'activer le programme de privatisations. Dans tous les cas, les dirigeants prennent le risque de contracter la demande intérieure et de se priver d'une liberté d'intervention dans l'économie.

Faute d'une rigueur budgétaire suffisante, les pouvoirs publics seraient contraints de s'endetter, car ils ne peuvent recourir indéfiniment aux privatisations. Certes, l'accès aux marchés de capitaux internationaux est favorisé si le pays bénéficie d'une plus grande crédibilité à l'extérieur, mais l'abandon de la monnaie nationale n'est pas toujours suffisant. La stabilité macroéconomique, la fermeté de la politique économique, la sécurité juridique et la stabilité politique jouent également un rôle déterminant (Herrera Valencia [2002]). Or une hausse importante de l'endettement public pourrait faire craindre une instabilité économique et une augmentation des taux d'intérêt pour les emprunteurs nationaux.

Stabilité du régime politique

Au-delà des avantages de nature économique, un argument politique est également introduit dans le débat. La pleine dollarisation écarte presque définitivement la question du choix du régime de change. Le nouveau régime devra être accepté comme un facteur exogène, indépendant du champ d'action de la politique nationale, évitant ainsi de « coûteuses controverses dans le cadre de la politique intérieure » (Herrero et Glöckler [2001], p. 102). La confiance restaurée dans la monnaie officielle et la stabilité monétaire obtenue grâce à la dollarisation totale augmenteraient la légitimité des dirigeants. Cette plus forte légitimité induite par le gain de crédibilité monétaire s'accompagnerait d'une plus grande stabilité politique (Théret [2003]).

Les coûts associés à la dollarisation complète

Les objections formulées à l'encontre de la dollarisation complète tournent autour de cinq types d'arguments : perte d'indépendance de la politique monétaire, abandon de la politique de change, perte du droit de seigneurage, disparition du prêteur en dernier ressort et limitation des instruments contra-cycliques.

Perte d'indépendance de la politique monétaire

Une des objections les plus courantes de la dollarisation totale est la perte d'indépendance de la politique monétaire puisque le pays dollarisé est désormais entièrement subordonné aux décisions de la Banque centrale du pays émetteur. C'est également le cas avec une monnaie commune, mais l'importance de la perte est plus grande car le pays ne participe plus à l'élaboration de la politique monétaire. Dans une union monétaire, « chaque pays a droit à un siège à la table où se fait la politique économique » (Cohen [2000b], p. 99). Le choix de la politique monétaire appartient désormais à la seule Réserve Fédérale américaine qui prend ses décisions sur la base d'indicateurs de son économie, manipulant les taux d'intérêt selon les pressions inflationnistes ou les perspectives de croissance. Cette subordination est d'autant plus dommageable que les cycles économiques entre le pays dollarisé et les Etats-Unis seront divergents (Salama ([2000])). Une hausse des taux américains pour éviter une reprise de l'inflation aux Etats-Unis serait-elle compatible avec le début d'une récession dans un pays ayant adopté officiellement le dollar ?

Face à cette critique, les partisans de la dollarisation font remarquer que le renforcement de l'intégration commerciale et financière va faire en sorte que la conjoncture économique du

pays qui abandonne sa monnaie sera de plus en plus en phase avec celle du pays émetteur. Dès lors, il n'y a pas lieu de supposer a priori que la politique monétaire lui sera en permanence inadaptée. A l'inverse, Larrain et Sachs (1999) estiment que la dollarisation intégrale est une sorte de « camisole de force¹⁰ » dès l'instant où les autorités ne peuvent plus se servir des instruments de la politique monétaire pour affronter d'éventuels chocs internes et externes.

Abandon de la politique de change

Même si la politique monétaire n'est pas l'instrument le plus adéquat pour réaliser des adaptations en profondeur, le pays dollarisé perd également l'arme du taux de change comme variable d'ajustement. Cette perte de souveraineté monétaire oblige les autorités en cas de chocs à recourir à d'autres outils comme la politique budgétaire, la flexibilité du marché du travail ou encore le contrôle des capitaux. L'existence de rigidités sur les prix et les salaires nominaux rend d'autant plus contraignant l'ajustement qu'il repose sur un nombre plus réduit d'instruments. Calvo (2001) et Hausmann (1999) rétorquent que la dépréciation monétaire est un outil dont l'efficacité est discutable quand une grande partie des échanges sont déjà réglés en dollars. Ces mêmes auteurs soulignent que les dévaluations en Amérique latine ont souvent conduit à des taux d'intérêt et d'inflation élevés, des ralentissements de croissance, une aggravation du chômage et un alourdissement des dettes libellées en dollars.

**Tableau 5 – Amérique latine : structure géographique du commerce extérieur (2000)
(en pourcentage du total)**

	Part des échanges commerciaux par zone ou pays			
	Europe	Japon	Etats-Unis	Hémisphère ouest
Amérique du sud				
Argentine	20,9	2,4	15,7	41,8
Bolivie	15,8	2,1	16,4	59,9
Brésil	25,9	4,9	23,5	23,2
Chili	21,3	9,3	18,4	28,5
Colombie	15,0	3,1	42,8	28,5
Equateur	13,6	4,8	34,9	30,0
Paraguay	10,3	1,9	12,9	63,3
Pérou	21,0	4,9	28,8	26,2
Uruguay	17,5	1,6	9,2	52,7
Venezuela	8,3	1,4	46,1	30,5
Amérique centrale				
Costa Rica	20,9	3,0	42,4	18,4
Salvador	10,8	1,5	48,8	29,1
Guatemala	8,5	2,7	44,4	30,0
Honduras	6,0	2,4	62,7	16,7
Mexique	6,1	2,2	80,4	3,3
Nicaragua	9,0	3,5	35,8	33,5
Panama	11,2	4,8	35,5	40,9

Source : Direction of Trade Statistics, International Monetary Fund, 2001

Par ailleurs, si la dollarisation pure élimine le risque de change à l'égard du pays émetteur, elle ne protège pas le pays dollarisé des fluctuations de change vis-à-vis de ses partenaires commerciaux qui ont conservé leur monnaie, ni des variations du dollar à l'égard des autres devises. Ainsi, une appréciation de la monnaie américaine réduit la capacité exportatrice du

¹⁰ Expression utilisée par Keynes à propos de l'étalon-or.

pays qui l'a adoptée, mais augmente dans le même temps le prix des importations en provenance des pays n'appartenant pas à la zone monétaire. Comme le constate Ares (2001b), l'impact des fluctuations de change sur les pays dollarisés variera en fonction de la part du commerce extérieur réalisée avec les pays hors de la zone dollar. Dans le cas de l'Amérique latine, l'impact serait élevé dans des pays comme l'Argentine, le Brésil et le Chili puisque les échanges commerciaux qu'ils entretiennent avec l'Europe et le Japon sont supérieurs à ceux enregistrés avec les Etats-Unis (tableau 5). En revanche, la portée des variations de change serait plus faible dans des pays dont la part des échanges avec les Etats-Unis est importante (Amérique centrale, Colombie, Venezuela, Equateur).

Perte du droit de seigneurage

Un pays qui adopte officiellement une devise étrangère perd le seigneurage, c'est-à-dire les recettes que peut tirer la banque centrale de son privilège de battre monnaie. Fisher (1982) sépare en deux catégories cette perte de seigneurage. D'une part, le « coût de seigneurage brut » ou « coût de stock » équivaut aux dépenses engendrées pour l'achat de nouvelles pièces et de nouveaux billets auprès de la Banque centrale étrangère pour remplacer la monnaie domestique détenue par les banques et la population. La mise en circulation de la nouvelle monnaie s'effectue soit par un prélèvement sur les réserves de change existantes, soit par l'intermédiaire d'un emprunt extérieur. Le pays dollarisé se prive ainsi des revenus relatifs à ces réserves en devises ou supporte le coût de l'emprunt. D'autre part, le « coût de seigneurage net » ou « coût de flux » correspond au manque à gagner résultant de la suppression des revenus tirés des intérêts perçus sur les réserves de change. Ces revenus de seigneurage étant désormais collectés à travers l'émission de monnaie nouvelle par la Banque centrale du pays dollariseur. Il convient de noter que ces deux coûts seront d'autant plus faibles que l'économie était antérieurement dans une situation de dollarisation officieuse.

Tableau 6 – Estimation du coût de stock et de flux d'une dollarisation officielle en Amérique latine (en pourcentage du PIB)

Pays	Période	Coût de stock	Coût de flux
Argentine	1991-1996	3,7	0,5
Brésil	1994-1996	2,1	1,3
Bolivie	1991-1997	4,6	1,4
Equateur	1992-1997	12,2	7,4
Salvador	1991-1996	4,1	2,3
Mexique	1991-1997	3,3	0,8
Pérou	1991-1997	2,1	2,5
Moyenne		4,6	2,3

Source : Bogetić (2000)

Les revenus de seigneurage qui dépendent du taux de croissance et du niveau d'inflation constituent pour certaines économies émergentes, non seulement une source de recette régulière et substantielle, mais également une source exceptionnelle de recette dans des situations d'urgence (Cohen [2000a]). Sur la période 1991-1997, Bogetić (2000) estime qu'une dollarisation officielle en Amérique latine aurait engendré des coûts de stock et de flux représentant respectivement 4,6 % et 2,3 % du PIB de l'ensemble des sept pays sélectionnés (tableau 6). Chang et Velasco (2000) considèrent pour leur part que si un pays choisit la dollarisation intégrale pour maîtriser son rythme d'inflation, il prend cette initiative dans la mesure où il estime que les bénéfices d'une inflation réduite seront supérieurs au montant des revenus que procurerait une inflation soutenue. Plutôt que de présenter la perte du droit de seigneurage comme un coût net de l'abandon de la souveraineté monétaire, ces auteurs

préconisent de mettre l'accent sur les revenus de seigneurage qui auraient été collectés avec le nouveau taux d'inflation, plus faible. C'est ce qui correspond effectivement à la perte de revenus par rapport à la situation (idéale) où l'indice des prix diminue sans recours à la dollarisation complète.

Disparition du prêteur en dernier ressort

Une autre critique formulée à l'encontre de la dollarisation intégrale est la disparition de la fonction de prêteur en dernier ressort assumée par la Banque centrale au cours d'une crise bancaire. L'abandon du pouvoir d'émettre de la monnaie enlève aux autorités monétaires la possibilité de satisfaire la demande de crédit des banques qui rencontrent des problèmes de liquidité. Comme la Banque centrale ne dispose pas de ressources illimitées à prêter, la crainte est de la voir incapable d'enrayer aussi bien une ruée sur les dépôts que le risque d'insolvabilité générale qui l'accompagne. Bourguinat et Dohni (2002) remarquent que la suppression du prêteur en dernier ressort, en faisant disparaître le problème de l'aléa moral, oblige cependant les établissements de crédit à mieux gérer leur risque, d'où une moindre fragilité du système bancaire. De même, l'élimination du risque de change, la plus faible volatilité des taux d'intérêt et le retour des capitaux de l'étranger qui résultent de la substitution monétaire sont susceptibles de diminuer la vulnérabilité des banques.

Antinolfi et Keister (2001) relèvent que la fonction d'approvisionneur ultime de la liquidité rencontre les mêmes limites dans les régimes de taux de change fixes et de *currency board*. Pour pallier l'absence de prêteur en dernier ressort, des propositions sont apparues afin de prévenir un retrait massif des dépôts bancaires mais aussi pour mobiliser des liquidités. Velde et Veracierto (2000) montrent que l'Argentine a expérimenté plusieurs mécanismes qui lui ont permis de couvrir près de 40 % des besoins de liquidité de son système bancaire. Parmi ces derniers, on peut retenir la fixation d'un ratio de liquidité, la détention de réserves excédentaires en devises étrangères ou encore la contribution obligatoire des banques à un fonds d'assurance des dépôts. Calvo (2001) suggère de créer un « fonds spécial » en dollars qui pourrait être approvisionné pour partie par l'augmentation des revenus de seigneurage que les Etats-Unis percevraient à l'occasion de l'abandon de la monnaie nationale d'un pays.

Limitation des instruments contra-cycliques

Comme nous l'avons signalé précédemment, un pays qui opte pour une dollarisation complète se prive d'instruments contra-cycliques comme la politique monétaire et la politique de change. Cette perte d'indépendance est également un inconvénient du *currency board*, qui proscrit lui aussi tout recours à la dévaluation. Or, l'abandon de ce régime de change par l'Argentine en 2002 montre qu'un pays qui choisit une caisse d'émission se ménage une porte de sortie en cas de crise financière. Dans une économie dollarisée, le poids de l'ajustement en cas de chocs externes (baisse des exportations, augmentation du prix des matières premières...) ou internes (instabilité politique, diminution de la production...) repose sur des instruments qui peuvent être socialement coûteux pour relancer l'activité (Bourguinat et Dohni [2002]). Ainsi, l'absence de flexibilité des salaires des services publics transfère sur les contribuables le coût de l'ajustement budgétaire pendant les périodes de récession.

D'une manière générale, les instruments qui restent à la disposition des pouvoirs publics sont, à l'exception du contrôle des capitaux, la politique de restriction des dépenses publiques, la politique fiscale, le contrôle des salaires et les stimulations visant à favoriser les gains de productivité (Herrera Valencia (2002]). Le recours à de telles méthodes n'est pas toujours aisé à mettre en œuvre sur le plan social dans la mesure où l'ajustement s'opèrera à l'aide de

variables plus réelles que nominales. Cette limitation dans le choix des instruments de politiques contra-cycliques est d'autant plus pénalisante que la disparition du risque de dévaluation n'élimine pas le spectre de crises externes, en particulier le défaut de paiement des dettes. C'est le cas notamment de Panama qui a bénéficié de plusieurs programmes d'assistance du FMI (Berg et Borensztein [2000a]).

LA DOLLARISATION OFFICIELLE ET INTEGRALE : UNE SOLUTION DE DERNIER RECOURS ?

Si l'objectif est d'éviter l'instabilité des changes et de renforcer la capacité de résistance à des crises financières, le choix de la dollarisation totale n'est pas la seule voie de salut. En prenant appui sur les pays latino-américains qui ont adopté ce régime de change, nous soulignerons l'aspect extrême d'une telle solution, en raison notamment de son champ d'application limité. Nous nous demanderons au passage si les Etats-Unis pourront maintenir longtemps leur attitude actuelle de « neutralité passive » à l'égard de la dollarisation complète. Nous développerons enfin l'idée que la disparition de la monnaie nationale entraîne la perte d'un puissant symbole d'affirmation et d'identification nationales.

Un champ d'application limité

La décision d'abandonner sa monnaie nationale au profit d'une devise étrangère peut être envisagée quand les avantages l'emportent de manière incontestable sur les coûts. Or, plusieurs facteurs compliquent le fait de vouloir dresser un bilan objectif de l'analyse des bénéfices et des inconvénients de la dollarisation intégrale. Il y a tout d'abord un nombre très réduit de pays qui ont pris une telle décision. De par son ancienneté, le cas du Panama se révèle un laboratoire intéressant mais difficile à généraliser car il concerne une petite économie marquée par une forte dépendance commerciale, financière et politique à l'égard des Etats-Unis. Les exemples récents de dollarisation en Equateur, au Salvador ou au Timor Oriental n'ont pas encore l'ancienneté nécessaire pour que l'on puisse en retirer des enseignements significatifs.

De même, Théret (2003) observe un contraste existant dans la littérature entre, d'une part, le caractère hésitant des avantages supposés et, d'autre part, l'existence réelle des coûts. Les inconvénients mentionnés précédemment ne sont pas niés par les défenseurs de la dollarisation qui l'encouragent néanmoins à partir de trois positionnements. Certains ultralibéraux la soutiennent car elle atténue le degré d'intervention de l'Etat, d'où une plus grande liberté de fonctionnement des marchés et une meilleure allocation des ressources. D'autres estiment que les bénéfices de la dollarisation sont supérieurs à ses désavantages. Une dernière attitude consiste à demander au « dollariseur » de compenser partiellement les coûts supportés par les pays dollarisés afin de dresser un bilan plus positif du changement de régime de change. Cette compensation pourrait porter sur un partage des revenus de seigneurage et sur un engagement du pays émetteur à jouer un rôle de régulateur dans les pays victimes de chocs asymétriques.

Ce consensus sur l'identification des inconvénients de la dollarisation totale tranche avec la prudence dont font preuve plusieurs auteurs à propos des avantages qu'elle est censée apporter. Antinolfi et Keister (2001) reconnaissent qu'il y a « de nombreuses difficultés inhérentes à quantifier les effets d'une dollarisation » (p. 37). En prenant l'exemple de travaux portant sur l'impact possible de l'abandon de souveraineté monétaire du Mexique, ces auteurs soulignent la disparité des conclusions retenues qui vont d'avantages globaux importants à des bénéfices faibles ou des pertes. Berg et Borensztein (2000b) rappellent que si l'estimation

de l'avantage potentiel d'un abaissement des taux d'intérêt et du coût des pertes de seigneurage ne posent pas de difficultés particulières, il n'en va pas de même pour l'absence de prêteur en dernier ressort qui est par nature difficilement quantifiable. Dans une étude portant sur 52 pays et territoires, Edwards et Magendzo (2003) en concluent que si les pays dollarisés ont des taux d'inflation plus faibles que les pays qui ont conservé leur propre monnaie, ils ont en revanche un taux de croissance du PIB par habitant identique et une plus forte volatilité macroéconomique. Si ces résultats doivent être interprétés avec prudence¹¹, en raison notamment de l'hétérogénéité des pays étudiés, ils contribuent cependant à renforcer le doute sur les bénéfices supposés de la dollarisation qui est censée assurer une plus grande stabilité économique.

Dans ces conditions, la prise en compte des structures économiques, sociales et politiques des pays candidats est essentielle dans l'évaluation des avantages et des coûts de la dollarisation intégrale. Bourguinat et Dohni (2002) estiment que l'adoption d'une devise étrangère pourrait entraîner des bénéfices très différents dans trois cas de figures. Le premier concerne les économies dont l'intégration commerciale et financière avec les Etats-Unis (ou le pays émetteur de la xénomonnaie) est déjà très affirmée. Le partage d'une monnaie commune ne pourrait qu'intensifier les échanges avec le pays émetteur, faciliter une réaction à des chocs symétriques, ce qui favoriserait le rapprochement vers une zone monétaire optimale. Panama qui rentre dans cette catégorie présente depuis les années 1950 des résultats macroéconomiques mitigés : taux de croissance dans la moyenne des pays en développement, faible taux d'inflation, bas taux d'intérêt, taux de chômage élevé, dépréciation du taux de change réel et dégradation des finances publiques (Moreno-Villalaz [1999], Edwards [2001]). Ce pays qui est devenu un important centre financier *offshore* souffre cependant de la domination politique des Etats-Unis comme l'atteste l'affaire Noriega qui s'est concrétisée par le gel des avoirs panaméens dans les banques américaines et l'interdiction des transferts en dollars vers le Panama en 1988-1989. Ces sanctions débouchèrent sur une pénurie de liquidités, une grave crise économique et une occupation temporaire du pays afin d'écarter du pouvoir l'encombrant général.

A l'exception de quelques pays d'Amérique centrale qui entretiennent des relations commerciales étroites avec les Etats-Unis, l'adoption du dollar comme monnaie officielle dans le reste de l'Amérique latine est plus difficilement concevable. Une analyse en termes de zone monétaire optimale montre que l'insuffisance des procédures d'ajustement (mobilité du facteur travail, flexibilité des prix et des salaires, intégration des marchés de capitaux, existence de transferts financiers) et l'asymétrie des réactions aux chocs externes ne jouent pas en faveur de la dollarisation pleine du continent. De plus, le rattachement strict de l'Argentine au dollar serait incompatible avec le régime de flottement du Brésil qui est son premier partenaire commercial dans la zone du Mercosur. De même, l'existence d'asymétries économiques et sociales fortes entre les pays méditerranéens et l'Union européenne rend difficile l'« euroïisation » de cette région, et cela malgré l'intensité des relations commerciales entre les deux zones¹².

Le deuxième cas de figure concerne les pays en voie de décomposition. Il regroupe les pays qui à la suite d'un conflit externe dévastateur ou d'une période marquée par une forte instabilité économique et politique ont perdu leur crédibilité monétaire. La décision prise

¹¹ Théret (2003) rapporte que les défenseurs de la dollarisation contestent ces résultats « au nom de l'insuffisance de la méthode de test empirique employée, Edwards et Magendzo ne les avancent eux-mêmes qu'avec précaution », p.71.

¹² En 2002, la part des exportations à destination de l'Union européenne atteint respectivement 80 % pour la Tunisie, 73 % pour Maroc et 65 % pour l'Algérie.

souvent dans l'urgence de substituer la monnaie nationale qui a perdu sa légitimité par une devise étrangère représente l'ultime porte de sortie de crise. L'Equateur, le Timor Oriental ou encore le Kosovo rentrent dans cette catégorie. Au Salvador, le remplacement du *colón* par le dollar en 2001 s'est effectué malgré une relative stabilité économique : A la différence du cas équatorien, les taux de croissance du PIB et du revenu disponible brut étaient restés positifs et l'inflation n'avait jamais dépassé le seuil des 5 % (cf. tableau 7). Si le dollar était la seule unité de compte du système financier, il était rarement utilisé comme moyen de paiement (cf. tableau 4). En revanche, la guerre civile des années 1980 en augmentant la prime de risque avait maintenu les taux d'intérêt à un niveau élevé. Or, cette même guerre civile avait entraîné l'exil de près de 25 % de la population, en particulier vers les Etats-Unis, qui procédaient à des transferts financiers vers leur pays d'origine pour des montants annuels compris entre 10 et 15 % du PIB (Glower [2001]). Parallèlement, le déficit des opérations courantes s'aggrava sous l'action conjuguée de l'augmentation du prix du pétrole, de la diminution des prix internationaux du café et de la hausse du *colón* qui était ancré au dollar depuis 1994. Tous ces éléments, auxquels doivent s'ajouter le climat d'insécurité, la persistance de la pauvreté et la victoire relative de l'opposition aux élections législatives précipitèrent la dollarisation unilatérale du Salvador.

La dernière situation regroupe les économies de très faible dimension dont la majorité des prix sont libellés dans une monnaie externe et où les mouvements de capitaux sont contrôlés par des institutions financières étrangères. Les compensations des règlements bancaires sont réalisées aux Etats-Unis ou sur les grandes places européennes. Au sein de la zone dollar, on ne recense que trois pays indépendants: îles Marshall, Micronésie et Palau. Il s'agit de petites îles faiblement peuplées (19 000 à 120 000 habitants) dont les produits intérieurs bruts ne dépassent pas 200 millions de dollars (tableau 1). On trouve des exemples similaires en Europe avec Andorre, Monaco, Saint-Marin (euro), le Liechtenstein (franc suisse) ou en Océanie avec Kiribati et Tivalu (dollar australien). Dans tous ces cas , l'adoption de la devise étrangère par des micro-Etats indépendants trouve sa justification dans la forte dépendance enregistrée à l'égard du pays ou de la zone qui émet la monnaie légale.

Tableau 7 – Salvador : indicateurs macroéconomiques et socioéconomiques (1980-2001)

	1980-1990	1990	1997	1998	1999	2000	2001
Taux de croissance du PIB*	-0,4	4,8	4,2	3,8	3,4	2,1	1,9
Taux de croissance du revenu brut disponible *	0,2	8,9	4,0	2,5	2,1	0,9	1,6
Taux d'inflation	19,0	-	4,5	2,5	0,5	2,3	3,8
Taux de chômage urbain	-	10,0	7,5	7,6	6,9	6,9	6,5
Taux de croissance du PIB/habitant *	-1,5	3,1	2,1	1,6	1,3	0,1	0,0
Balance des opérations courantes**	-	-261	-98	-91	-239	-431	-177
Dette extérieure **	-	2 076	2 689	2 632	2 799	2 832	3 148

* Sur la base des données à prix constants de 1990 pour 1980-1990, à prix constants de 1995 à partir de 1997

** En millions de dollars

Source: ECLAC, Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean, 2002

La neutralité passive des Etats-Unis

Les autorités politiques et monétaires américaines ont jusqu'à présent privilégié une attitude de neutralité passive (« *benign neglect* ») à l'égard des pays qui ont choisi unilatéralement d'adopter officiellement le billet vert. Alan Greenspan a averti à plusieurs reprises les candidats à la dollarisation intégrale que la Réserve Fédérale ne prendra pas en compte leur situation spécifique dans la conduite de sa politique monétaire. Le président de la *FED*

(*Federal Reserve System*) rappelle que plus de la moitié des dollars émis par les Etats-Unis circulent déjà à l'étranger et que les pays émergents, notamment les économies latino-américaines, subissent l'influence des taux d'intérêt américains sans que cela n'interagisse avec les orientations de la politique monétaire des Etats-Unis. Il y a fort à penser que cet attentisme se prolongera tant que la dollarisation intégrale restera circonscrite à un nombre limité de micro-états ou de pays de faible dimension comme Panama, l'Equateur ou le Salvador. En revanche, l'éventualité de son adoption par des pays de taille supérieure ou l'avancée des projets d'union monétaire concernant l'ALENA¹³, voire l'ensemble du continent regroupé au sein de la zone de libre-échange des Amériques (ZLEA), contraindrait les autorités américaines à revoir leur position sur la base des avantages et inconvénients qui en découleraient pour leur propre pays.

Les Etats-Unis pourraient retirer quatre avantages économiques d'une dollarisation légale de grande ampleur. Elle renforcerait en premier le rôle dominant de leur monnaie dans les transactions commerciales et financières internationales. Comme le remarque Ponsot (2003), les Etats-Unis se protégeraient davantage du poids de l'ajustement puisque le privilège qu'ils possèdent d'émettre la première monnaie d'échange international rentre en contradiction avec le principe : « nul ne peut payer avec sa propre dette » (p. 15). Le second bénéfice concerne l'augmentation des revenus de seigneurage de la Banque centrale américaine qui est désormais la seule à émettre la monnaie officielle du pays dollarisé. Le sénateur Connie Mack et le représentant Paul Ryan suggèrent que 85 % des recettes soient restituées aux pays qui signent des accords bilatéraux avec les Etats-Unis (cf. l'*International Monetary Stability Act*, JEC [2000]). Le troisième gain provient de la réduction des coûts de transaction qui résulte de l'élimination du risque de change entre le dollar et l'ancienne devise du pays dollarisé. Finalement, la création d'un environnement plus stable favoriserait le développement du commerce et des investissements américains. Une dollarisation à grande échelle du continent américain ne serait-elle pas de nature à stimuler les exportations et les investissements étrangers directs des firmes américaines vers les économies émergentes de cette région ?

Les avantages géopolitiques se situent à deux niveaux. A l'inverse de l'unification monétaire qui nécessite un partage de souveraineté entre les partenaires, la dollarisation complète est une relation hiérarchique impliquant un lien de domination et de dépendance au détriment du pays qui abandonne sa monnaie. L'exemple des sanctions prises en 1988 contre Panama montre que le pouvoir monétaire des Etats-Unis peut aussi se transformer en un puissant instrument d'influence et de coercition sur l'économie qui a choisi sa monnaie (Cohen [2002]). A cela s'ajoute le prestige dont bénéficierait les Etats-Unis suite à une diffusion plus large du dollar dans le monde. Comme le précise Servet (1998), la monnaie ne remplit pas uniquement une fonction économique, elle « produit et exprime les valeurs globales d'une société » (p. 36). A ce titre, les pièces et billets qui constituent des instruments de communication et de propagande véhiculent des symboles et des croyances du pays émetteur (Caire [2001]).

Le principal coût économique découle des contraintes potentielles sur la politique monétaire américaine d'une circulation grandissante du dollar à l'étranger. Bergstein (2000) se demande s'il ne faudrait pas envisager de reconnaître les économies officiellement dollarisées comme de nouvelles régions supervisées par la *FED*, dès l'instant où leur situation économique est susceptible de modifier la demande globale de dollars, et par-là, les décisions des autorités

¹³ Malgré la préférence des milieux d'affaires pour la dollarisation complète, les autorités mexicaines n'envisagent pas d'abandonner le régime de flottement mis en place au lendemain de la crise de 1994. A propos du Canada, Arès (2001b) montre que la question de l'identité nationale explique les hésitations du gouvernement fédéral: « l'union monétaire est interprétée comme une abdication inacceptable de la souveraineté canadienne au profit des Etats-Unis » (p.41-42).

monétaires américaines. Par exemple, on peut s'interroger sur l'attitude qu'adopteraient les Etats-Unis face à une récession dans un Mexique dollarisé, qui réclamerait un assouplissement de la politique monétaire, si dans le même temps l'économie américaine voyait resurgir le spectre de l'inflation. De même, Ponsot (2003) s'inquiète des conséquences qui pourraient advenir si un ou plusieurs pays dollarisés décidaient de réintroduire leurs anciennes monnaies. La « dédollarisation » ne risquerait-elle pas de provoquer un choc monétaire susceptible de provoquer une forte diminution du dollar ? Dans un contexte de dollarisation partielle, Sgard (2003) montre par exemple que si la « pesification » réalisée en Argentine entre février et juin 2002 a été une réussite technique, elle a également aggravé la crise financière.

Par ailleurs, les Etats-Unis ne seraient-ils pas contraints de participer plus directement à la résolution d'une crise de liquidité dans une économie dollarisée, sachant qu'elle ne dispose plus d'un prêteur en dernier ressort domestique ? Dans le cas contraire, ne prendraient-ils pas le risque de fragiliser la position des banques américaines et de voir affluer en masse des immigrés clandestins ? Toutes ces interrogations montrent que le pays dollarisé ne serait pas forcément le seul à perdre sa souveraineté monétaire. L'autonomie de la politique monétaire américaine ne serait-elle pas remise en cause avec une dollarisation officielle de tout le continent américain ?¹⁴

Les Etats-Unis ont choisi jusqu'à présent une politique de « douce insouciance » (Bergstein [2000]) dans la mesure où cette attitude leur occasionne de nombreux avantages pour des coûts réduits. Cette acceptation passive se comprend d'autant plus que les pays récemment dollarisés ont décidé unilatéralement l'abandon de leur souveraineté monétaire, dispensant les Etats-Unis de tout engagement formel, notamment celui de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Cette prudence risquerait de ne plus être de mise au cas où la dollarisation totale gagnait des pays de grande taille. En outre, les autorités américaines devront également surveiller les progrès de l'euroisation. Certes, la Banque Centrale Européenne, conformément à ses statuts, se préoccupe davantage de la stabilité des prix que du rôle international de l'euro. Toutefois, l'entrée récente de dix pays d'Europe centrale et orientale au sein de l'Union européenne et les projets d'ancrage des pays du sud de la Méditerranée sur l'euro ne peuvent que renforcer à terme, la dynamique monétaire européenne. Face à un élargissement des fonctions internationales de l'euro, les Etats-Unis ne seraient-ils pas tentés d'élargir la zone dollar pour s'opposer à la montée en puissance de la monnaie européenne ?

Perte d'un symbole d'identité nationale

Lorsqu'une monnaie domestique remplit de manière satisfaisante toutes ses fonctions, la population semble s'y être attachée. Dans le cas contraire, elle n'hésite pas à la délaisser partiellement comme on a pu l'observer dans de nombreux cas de dollarisation spontanée. Or, la monnaie n'est pas qu'un simple instrument économique, un simple « voile » aux échanges ; elle est aussi un puissant vecteur d'identité et un symbole fort d'appartenance à une même entité politique, économique et sociale (Théret [1998]). Elle représente un ensemble de règles qui détermine le lien de chaque individu à la société à laquelle il appartient (Servet [1998]). Selon Aglietta et Orléan (2002), la monnaie est l'expression d'une réalité sociale et collective, la représentation d'une totalité sociale. Pour Cohen (2000a), les « vertus magiques » de la monnaie permettent d'affirmer une identité nationale de deux manières. Tout d'abord, le privilège que possède la Banque centrale de battre monnaie rappelle quotidiennement aux

¹⁴ Dans le cas d'une dollarisation intégrale au sein de l'ALENA, Bergstein (2000) pose la question de savoir si les Etats-Unis ne devraient pas offrir au Canada et au Mexique la possibilité de participer à la définition de la politique américaine au sein du *FOMC* (*Federal Open Market Committee*).

citoyens leur relation d'appartenance à une nation. Ensuite, de par son usage universel et quotidien, la monnaie souligne le fait que chaque citoyen appartient à une même entité sociale. Elle contribue à la cohésion nationale en favorisant l'homogénéisation de groupes sociaux dont les intérêts sont parfois antagonistes.

En réaction à la dollarisation officielle, la population peut avoir le sentiment de perdre quelque chose d'important, voire essentiel, sur le plan de la communauté, comme si la collectivité allait être dépourvue d'une sorte de lien, de ciment. Cette opposition va bien au-delà de la perte de souveraineté monétaire, car cette dernière pouvait être parfois limitée, notamment dans le cas d'une dollarisation *de facto*. Or, avec une monnaie nationale, même totalement rattachée à une devise étrangère, il y a encore l'expression d'un sentiment national. Les individus utilisent chaque jour des signes où est inscrit le nom de leur pays et où sont représentés des personnages historiques ou des lieux célèbres.

Certes, la décision de remplacer une monnaie faible ou fragile par une « bonne » et « vraie » monnaie devrait au contraire être perçue de manière positive. Encore faut-il bien en expliquer toutes les raisons et présenter les bénéfices et coûts potentiels. Les récentes dollarisations officielles montrent à l'évidence que cette transparence a fait défaut puisque la population s'est retrouvée devant le fait accompli. Arès (2001b) relate que la décision gouvernementale de dollariser l'Equateur s'est faite « dans une atmosphère de faillite économique et d'agitation sociale » (p. 21). Glower (2001) rappelle à propos du Salvador que le projet de dollarisation officielle présenté par le pouvoir exécutif a été approuvé par le pouvoir législatif en moins de dix jours sans aucune analyse économique approfondie. L'abandon de souveraineté monétaire et la perte d'un symbole d'identité nationale peuvent-ils être décidés si rapidement, et de surcroît par les seuls dirigeants d'un pays ?¹⁵ Une décision d'une telle portée peut-elle s'affranchir d'un réel débat au sein de la classe politique et de la société ?¹⁶ Les citoyens d'un pays dont les autorités envisagent de procéder à une dollarisation totale doivent être capables d'effectuer une évaluation complète de ses avantages et inconvénients, mais aussi de son impact à long terme (Gruben et *alii* [2001]). C'est sur cette base qu'ils pourront ensuite se prononcer directement par référendum ou indirectement par leurs élus, comme l'on fait les Européens lors du passage à l'euro.

Cependant, il ne faut pas perdre de vue que ce changement de régime de change est en fait assimilé à une perte de souveraineté nationale au sens complet du terme. La nation va se diluer en tant que telle. Elle va perdre un aspect du pouvoir qui même s'il était de fait limité, existait quand même et aurait pu être renforcé dans des lendemains meilleurs. Là, on est partagé entre un sentiment d'impuissance et d'échec qui fait pressentir un dépérissement. Il y en outre une énorme disproportion de pouvoir avec le pays émetteur qui n'apparaît pas dans les autres formes d'intégration monétaire. La situation est très différente quand des pays décident de créer ensemble une nouvelle monnaie et d'abandonner en même temps leur propre devise, comme cela s'est passé avec les onze pays de l'Union européenne qui ont adopté l'euro. Par comparaison, l'euroïsation est le résultat d'un accord coopératif tandis que la dollarisation revient à accepter une « place subordonnée et dépendante dans un système hiérarchique » (Théret [2003], p. 77).

Cette perte d'identité est d'autant plus forte que les économies émergentes qui ont choisi la voie de la dollarisation totale présentent des difficultés particulières. C'est le cas notamment

¹⁵ Selon un sondage, 73 % de la population équatorienne était opposée à la dollarisation (*The Economist*, *february* 19, 2000).

¹⁶ Eichengreen (2000) considère le consensus social comme une condition nécessaire à la réussite de la dollarisation complète.

des petits pays latino-américains comme l'Équateur et le Salvador. En effet, leurs structures politiques restent fragiles avec de fortes inégalités sociales et une qualité de gouvernance qui laisse fort à désirer. Dans ces conditions, une telle mesure présente des risques sociaux d'autant plus importants que l'Amérique latine a une forte tradition de populisme qui peut s'emparer aisément d'un sentiment de désarroi. Les opposants à la suppression de la monnaie équatorienne ne qualifiaient-ils pas de « dollarisation de la pauvreté », le projet de sortie de crise proposé par les dirigeants de leur pays ? (Cohen [2000a]).

CONCLUSION

On peut formuler trois remarques en guise de conclusion. Tout d'abord, la dollarisation complète n'est pas un remède miracle pour résoudre l'instabilité financière des économies latino-américaines. Ses bénéfices économiques sont trop incertains par rapport à l'abandon de souveraineté monétaire et la perte d'identité nationale qu'elle engendre. De ce fait, elle ne peut être qu'une solution extrême à envisager que dans un nombre limité de situations. Par ailleurs, si une nation ne meurt pas avec la disparition de sa propre monnaie, elle ne vit pas forcément mieux avec celle d'une autre, surtout lorsque la population se voit imposer par ses dirigeants une telle relation de subordination. La dimension sociale et politique de la monnaie nécessite d'élargir le débat auprès des citoyens qui devraient posséder le pouvoir ultime de prendre une décision d'une telle envergure.

En définitive, comme l'avenir de la dollarisation officielle est incertain, il devient opportun d'explorer d'autres alternatives pour éviter l'instabilité des changes et pour renforcer la capacité de résister à des crises. Une autre voie est celle de l'union monétaire régionale entre des pays qui peuvent avoir des poids différents, mais qui entrent dans l'union sur un pied d'égalité, abandonnant en même temps leur propre monnaie. Dans ce cas, il y a un partage d'une nouvelle souveraineté s'exerçant directement au niveau de la zone. Cela suppose une intégration économique déjà forte et le désir de l'approfondir. En Amérique latine, seul le Mercosur pourrait s'engager dans cette direction. Encore faut-il qu'il y ait une forte volonté politique. Par contre, on ne peut obtenir une monnaie forte à partir de l'addition de monnaies faibles. Cela signifie qu'il faut mettre d'abord en place des mécanismes dont l'objectif sera de créer une culture de stabilité, en faisant pression sur l'ensemble de la politique macroéconomique.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGLIETTA M., ORLEAN A. (1995), « *Souveraineté, légitimité de la monnaie* », sous la direction de, Cahiers Finance Ethique Confiance, Association d'Economie Financière
- AGLIETTA M., ORLEAN A. (2002), « *La monnaie entre violence et confiance* », Editions Odile Jacob, Paris
- ALLEGRET J.-P., COURBIS B. (2003), « *Monnaies, Finance et Mondialisation* », Dyna'Sup, Vuibert, Paris
- ANTINOLFI G., KEISTER T. (2001), « Dollarization as a monetary arrangement for emerging market economies », *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, vol. 83, n°6, november -december
- ARES M. (2001a), « A quand le règne du dollar ? Instabilité économique, crise politique et intégration monétaire dans les Amériques », *Etudes Internationales*, volume XXXII, décembre, p.747-772
- ARES M. (2001b), « L'intégration monétaire des Amériques - Vers la dollarisation du continent ? », *Note de Recherche du GRES*, vol. 03, n° 01, janvier
- ARTETA G ; (2001), « Dollarization in Ecuador, challenges and lessons », in *America's Insights*, Institute for the Americas, september

- ARTUS P. (2000), « Corner solutions », pas une solution ? », *Techniques Financières et Développement*, n° 61, p. 33-38
- BALINO T., BENETT A., BORENSZTEIN E (1999), « Monetary policy in dollarized economies », *IMF Occasional Paper* 171, Washington , International Monetary Fund
- BENASSY-QUERE A., COEURE B. (2000), « L'avenir des « petites » monnaies, solutions régionales contre solutions en coin », *Revue d'Economie Politique*, 110 (3), mai-juin, p. 345-376
- BENCIVENGA R., HUYBENS E., SMITH D. (2001), « Dollarization and the integration of international capital markets : a contribution to the theory of optimal currency areas », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, p. 548-549, may
- BERG A., BORENSZTEIN E. (2000a), « *The pros and cons of full dollarization* », IMF Working, WP/00/50, International Monetary Fund
- BERG A., BORENSZTEIN E. (2000b), « *Dollarisation intégrale – Avantages et inconvénients* », Dossiers économiques, n° 24, Fonds Monétaire International, décembre
- BERG A., BORENSZTEIN E., MAURO P. (2002), « *An evaluation of monetary regime options for latin America* », IMF Working Paper, WP/02/211, International Monetary Fund
- BERGSTEIN F. (2000), « La dollarisation : principes et enjeux », *L'Economie Politique*, 1^{er} trimestre, n° 5, p. 66-74
- BLANC J. (2000), « *Les monnaies parallèles. Unité et diversité du fait monétaire* ». L'Harmattan, Paris
- BOGETIC Z. (2000), « Official dollarization : current experiences and issues », *Cato Journal*, vol.20, n° 2, p.179-213
- BOURGUINAT H., DOHNI L. (2002), « La dollarisation comme solution en dernier ressort », *Revue Française d'Economie*, n° 1, vol. XVII, p. 57-96
- BREA H., DAVALOS M. E., SANTOS I. (2001), « *La dolarización- evaluación teórica y práctica* », Pontificia Universidad Católica Madre y Maestra, PUCMM-PID-RES-USAID-CENANTILLAS, mimeo, julio
- CAIRE G. (2001), « Les monnaies comme mass medias :du “franc à cheval” de 1360 aux “portails, fenêtres et ponts » de 2002 », Communication au colloque « *Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie* », CRIEF-MOFIB, Poitiers, 14-16 novembre
- CALVO G. (2001), « Capital markets and the exchange rate with special reference to the dollarization debate in latin America », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, n°2, may, p. 312-334
- CALVO G., REINHART C. (2002), « Fear of floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol.117, n°2, p.379-408
- CALVO G., VEIGH C. (1996), « From currency substitution to dollarization and beyond », in CALVO G., VEIGH C (ed.), *Money exchange rates and output*, MIT Press, p.153-175
- CHANG R., VELASCO A. (2000), « Financial fragility and the exchange rate regime », *Journal of Economic Theory*, vol. 92, n°1, p.1-34
- COHEN B. J. (2000a), « Political dimensions of dollarization », Conference on *Dollarization and cooperation to achieve sound money*, Federal Reserve Bank of Dallas, march 6-7
- COHEN B.(2000b), « Dollarisation: la dimension politique », *L'Economie Politique*, 3^{ème} trimestre, p.88-112
- COHEN B. J. (2002), « Is a dollarized hemisphere in the U.S. interest ? », Conference on Dollarization and Latin America, Latin American and Caribbean Center, Florida International University, Miami, march 4

DEBLOCK C, CONSTANTIN, C (2000), « *Intégration des Amériques ou intégration à l'économie américaine ?* », Notes et études 2000-02, Groupe de recherche sur l'intégration continentale (GRIC), UQAM, Montréal

DEMPERE P., QUENAN C.(2000), « Les débats sur la dollarisation », in G. COUFFIGNAL, sous la direction, *Amérique latine 2000*, IHEAL, La Documentation Française, Paris

EDWARDS S. (2001), « *Dollarization and economic performance: an empirical investigation* », NBER Working Paper Series, n° 8274, National Bureau of Economic Research, Cambridge, may

EDWARDS S., MAGENDZO I (2003)°, « *A currency of one's own ? An empirical investigation on dollarization and independent currency unions* », NBER Working Paper Series, n° 9514, National Bureau of Economic Research, Cambridge, february

EICHENGREEN B. (2000), « When to dollarize ? », Conference on *Dollarization and cooperation to achieve sound money*, Federal Reserve Bank of Dallas, march 6-7

FISHER S. (1982), « Seigniorage and the case for a national money », *Journal of Political Economy*, vol. 90, april, p. 295-313

FISHER S. (1993), « The role of macroeconomic factors in growth », *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, december, p. 485-512

FISHER S. (2001), « Exchange rate regimes : is the bipolar view correct ? », *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), p. 3-24

FRANKELJ., ROSE A. (1998), « The endogeneity of the optimum currency area criteria », *Economic Journal*, vol. 108, p. 1009-1025

FRANKELJ., ROSE A. (2002), « An estimate of the effect of common currencies on trade and income », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n°2, p.437-466

GLOWER J.C. (2001), « La dolarización en El Salvador, lecciones y advertencias para la región », *Nueva Sociedad*, n° 172, marzo-abril, p. 150-163

GRANDES M., REISEN H. (2003), « Hard peg versus soft float – A tale of two latin-american countries »”, *Revue Economique*, vol. 54, n° 5, septembre, p. 1059- 1083

GRUBEN W., WYNE M., ZARAZAGA C. (2001),“ « *Dollarization and monetary unions: implementation guidelines* », Economic Research Working Paper 0105, Center for Latin American Economies, Federal Reserve Bank of Dallas

HANKE S., SCHULER K. (1994), “« *Currency boards for developing countries* », ICS Press, San Francisco

HAUSMANN R. (1999), « *International initiatives to bring stability to financial integration* », Inter-American Development Bank, Washington D.C.

HAUSMANN R. (2000), « Quels dispositifs de change pour le nouveau système international ? », *Mondialisation financière : le point de vue de l'Amérique latine*, sous la direction de R. Hausmann et U. Hiemenz, séminaires du Centre de développement, OCDE, Paris

HAUSMANN R., GAVIN M. (1996), « Assurer la stabilité et la croissance dans une région sujette aux chocs : le défi de la politique économique pour l'Amérique latine », in HAUSMANN R. et REISEN R., sous la direction de, *Consolider stabilité et croissance en Amérique latine*, OCDE, Paris

HERRERA VALENCIA B. (2002), « Dollariser : un authentique dilemme ? », Communication au colloque CEPAL, CDC, CEFI, Santiago du Chili, miméo, mars

HERRERO A. G. (2000), « Dollarisation ou Union Monétaire régionale : Quelles options pour l'Amérique latine? », *Techniques Financières et Développement*, n° 61, pp. 17-32

- HERRERO A., GLOCKLER G. (2001), « L'Amérique latine face à la mondialisation : union monétaire régionale ou dollarisation ? », *Problèmes d'Amérique Latine*, n°41, avril-juin, p.93-111
- JEC (2000), « Basics of dollarization », *Joint economic committee staff report*, U.S. Congress, Washington, January
- LARRAIN F., SACHS J (1999), « Why dollarization is more straitjacket than salvation », *Foreign Policy*, fall, p. 80-92
- LEVY YEYATI E., STURZENEGGER F. (2000), « Classifying exchange rate regimes : deeds versus words », Working Paper 2, Universidad Torcuato di Tella
- MASSON P. (2001), « Exchange rate regime transitions », *Journal of Development Economics*, vol. 4, n°2, p. 571-586
- MINDA A. (2001), « Le contrôle sélectif des entrées de capitaux : les leçons de l'expérience chilienne », *Revue d'Economie du Développement*, n° 4, p. 91-124
- MORENO-VILLALAZ J. (1999), « Lessons from the monetary experience of Panama : a dollar economy with financial integration », *Cato Journal*, vol. 18, n°3, p. 421-439
- PONSOT J.-F. (2003), « La dollarisation : une interprétation institutionnaliste et macroéconomique », Communication au Forum de la régulation, 9-10 octobre, Paris
- SALAMA P. (1988), « La dollarisation – Essai sur la monnaie, l'industrialisation et l'endettement des pays sous-développés », Agalma, La Découverte, Paris
- SALAMA P. (2000), « Dollarisation : la dimension économique », *L'Economie Politique*, 1 er trimestre, n° 5, p. 76-87
- SCHULLER K. (2002), « Dollarization, at the intersection of economics and politics », mimeo, June, www.dollarization.org
- SERVET J.-M. (1998), « L'euro au quotidien », Desclée de Brouwer, Paris
- SGARD J. (2003), « Hyperinflation and the reconstruction of a national money : Argentina and Brazil, 1990-2002 », CEPII, Working Paper, n° 2003-1, January
- THERET B. (1998), « Les dimensions sociopolitiques de la monnaie », *Revue du Marché commun et de l'Union européenne*, n° 422, octobre,
- THERET B. (2003), « La dollarisation : polysémie et enflure d'une notion », *Critique Internationale*, n° 19, avril, p.62-83
- VELDE F., VERACIERTO M. (2000), « Dollarization in Argentina », *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, vol. XXIX, n°1, first quarter, p. 24-35