

# Techniques financières & développement

## Nouveaux débats sur les régimes de change: dollarisation/caisse d'émission

*CARLOS QUENAN*

**Instabilité financière internationale  
et nouveaux débats sur les régimes de change**

*CARLOS QUENAN*

**La dollarisation: avantages et inconvénients**

*ALICIA GARCIA HERRERO*

**Dollarisation ou Union monétaire régionale:  
quelles options pour l'amérique latine ?**

*PATRICK ARTUS*

**« Corner solutions » pas une solution ?**

*JEAN-FRANÇOIS PONSOT*

**Le currency board,  
le carcan de la convertibilité intégrale:  
au nom de la stabilité  
et de la crédibilité monétaire**

*GABRIEL LÉOST*

**Bilan après bientôt 10 ans  
de currency board en Argentine:  
l'affirmation de la stabilité monétaire,  
mais à quel prix ?**

*MICHEL LELART*

**Un type original de régime de changes:  
la caisse d'émission de Bulgarie**

# La dollarisation : avantages et inconvénients

Carlos QUENAN • Université de Paris III (IHEAL), Epargne Sans Frontière

La proposition de dollarisation de l'économie, lancée par l'ancien Président argentin Carlos Menem à la suite de la dévaluation du real brésilien, en janvier 1999, et la décision de remplacer leurs monnaies nationales par le dollar adoptée par les autorités équatoriennes en 2000 et par le gouvernement salvadorien en 2001 sont à l'origine d'un large débat sur le régime monétaire et de change le plus adapté pour faire face à l'instabilité financière internationale. La discussion sur les avantages et les inconvénients de la dollarisation, qui constitue une version extrême de la fixité du change, est particulièrement intense en Amérique latine.

Nous examinerons ici les bénéfices que l'on peut attendre d'une décision de substitution de la monnaie nationale par une monnaie plus forte, en l'occurrence le dollar. Nous verrons également que les coûts découlant d'une dollarisation officielle de l'économie ne sont pas négligeables. Mais auparavant il convient de mettre en évidence qu'une bonne partie des économies de la région latino-américaine sont déjà partiellement dollarisées. En effet, la proposition d'abolition de la monnaie nationale se fonde, entre autres, sur le haut degré de dollarisation de fait qui caractérise de nombreux pays latino-américains<sup>1</sup>.

En guise de conclusion, nous mettrons l'accent sur l'importance des facteurs propres à chaque pays pour décider du régime de change le plus approprié. En effet, l'analyse des situations spécifiques des pays latino-américains, tant sur le plan de la « faisabilité » (degré de dollarisation de fait, niveau des réserves de

change par rapport à la base monétaire, stabilité monétaire, position politique favorable ou non à la dollarisation) qu'en termes de « désirabilité » (structure de l'économie, flux d'échanges avec les États-Unis, stabilité du change et de l'environnement macroéconomique) de la dollarisation, laisse penser qu'il n'y pas de régime de change optimal indépendamment des conditions nationales de sa mise en place.

## Aux origines du débat, la dollarisation partielle

Sur fond de crise de change, la discussion sur la dollarisation a trouvé un terrain fertile en Amérique latine: plusieurs pays du sous-continent sont déjà partiellement dollarisés. Dès lors, une dollarisation complète de leurs économies en serait facilitée. Mais, plus précisément, quelle est l'ampleur de cette dollarisation de fait ? Et quelles sont ses causes et ses effets ?

### 1. Degré de dollarisation des économies latino-américaines

Depuis les années soixante-dix, un grand nombre de pays latino-américains expérimentent des processus de dollarisation graduelle dans lesquels le dollar se substitue aux monnaies nationales dans ses différentes fonctions: réserve de valeur, moyen de paiement et unité de compte. Vers le milieu des années quatre-vingt-dix, 80% des dépôts du système bancaire (rapportés à l'agrégat monétaire M3) de la Bolivie et de l'Uruguay étaient libellés en dollars, alors qu'en Argentine et au Pérou cette proportion atteignait

1. Cet article est une version résumée et actualisée de Dempere et Quenan (2000).

respectivement 44 % et 64 %<sup>2</sup>. A titre de comparaison, 15 à 20 % des transactions financières et monétaires sont libellées en dollars dans les pays développés (États-Unis exceptés, bien entendu).

Qui plus est, ces données ne tiennent pas compte de deux autres composantes qui sont difficilement estimables et non négligeables, à savoir la monnaie fiduciaire (dollar en circulation) et les dépôts en dollars expatriés à l'étranger. D'une part, on sait que plusieurs milliards de dollars fuient chaque année les pays latino-américains pour des comptes à l'étranger. D'autre part, les dollars en billets circulant en Amérique latine représentent des montants très élevés; selon le Trésor et la Réserve Fédérale des États-Unis<sup>3</sup>, pour l'Argentine seule se trouveraient plus de 40 milliards de dollars (soit plus de 10 % du PIB argentin) sous forme de coupures de billets américains.

## 2. Causes de la dollarisation partielle

Avec la dollarisation partielle, la majeure partie des transactions s'effectue en dollars: ouverture de comptes en banque, achat de véhicules, maisons... Pour saisir le phénomène de la dollarisation partielle, il faut revenir à l'essence même de la monnaie et de ses fonctions. Il y a substitution entre la monnaie nationale et le dollar dès lors que les agents économiques ne bénéficient plus des avantages que la monnaie nationale procure en tant que réserve de valeur, unité de compte et moyen de paiement. Pour reprendre la loi de Gresham (Guidotti et Rodriguez 1992), les bonnes monnaies chassent les mauvaises. Autrement dit, la possession de dollars procure plus d'avantages que la possession de monnaie nationale.

Les agents essayant de préserver les avantages que procure la monnaie, la dollarisation partielle des économies apparaît donc comme le résultat ultime des processus de forte inflation ou d'hyper-inflation lors des périodes d'instabilité économique, conjugués à des facteurs institutionnels (restriction ou encouragement

2. Ces données correspondent à l'année 1995. Depuis lors, cette proportion a continué d'augmenter dans certains pays. En Argentine, par exemple, les dépôts en dollars représentent plus de 60 % des dépôts totaux fin 1999. Dans le cas de l'Équateur le degré de dollarisation a fortement progressé depuis 1995.  
3. Voir *Federal Reserve Bulletin*, 1996.

à la détention d'actifs en dollars et libéralisation des marchés financiers et monétaires).

Ainsi, la dollarisation partielle est indissociable des processus inflationnistes et hyper-inflationnistes<sup>4</sup>. Au Pérou par exemple, au début des années soixante-dix, le différentiel entre le taux d'inflation péruvien et étranger était faible et stable. A partir de 1976, l'inflation péruvienne s'envole accélérant le processus de dollarisation. Outre ces problèmes monétaires, l'autorisation de dépôts en dollars et l'ouverture des marchés financiers et monétaires seront déterminants pour l'évolution du processus de dollarisation. De même, la dollarisation de fait qu'a connue l'Argentine à la suite de l'hyper-inflation de 1989 et 1990 a été institutionnalisée par le *currency board* qui, instauré en 1991, s'est traduit par une baisse spectaculaire de l'inflation. Le système argentin de la « convertibilité » opère dans le cadre d'un régime bi-monétaire autorisant des dépôts et des crédits en dollars.

## 3. Implications pour la politique économique

Les périodes d'hyper-inflation et les débuts de la dollarisation partielle ont été marqués par une forte prépondérance de la finance et des questions monétaires sur les problèmes quotidiens. Les ménages, rémunérés en monnaie nationale, n'avaient d'autre alternative que de convertir, heure par heure, cette monnaie en dollars pour préserver un minimum de pouvoir d'achat. Il s'agissait d'une lutte au quotidien afin de trouver des devises dans les banques ou sur le marché noir pour éviter de conserver une monnaie nationale qui perdait quotidiennement toute sa valeur.

Ainsi, que ce soit dans les habitudes et comportements des agents économiques ou dans la gestion de la politique monétaire et budgétaire du système bancaire et du régime de change, la bi-monétarisation a troublé bien des données et rendu les politiques économiques moins efficaces (IMF, 1999).

Une première implication de taille a trait au caractère durable, voire irréversible, de la dollarisation de fait.

4. Sur les causes de la dollarisation de fait ou « officieuse » en Amérique latine voir Calvo 1996, Capote 1998, CEPAL 1993, Ferreira 1995 et IMF 1998.

L'expérience montre que les politiques anti-inflationnistes mises en place à partir des années quatre-vingt ont du mal à contrer la dollarisation partielle. Il est en effet difficile de réduire son niveau, malgré la chute de l'inflation et la réussite des plans de stabilisation. L'expérience de la Bolivie, de l'Argentine, du Pérou et de l'Uruguay, par exemple, indique que la dollarisation est un phénomène persistant. L'explication que l'on peut avancer est qu'il ne suffit pas de réduire l'inflation. Il s'agit surtout de rendre la monnaie nationale suffisamment stable et crédible pour que les agents économiques abandonnent leur attachement à la monnaie étrangère. Or, aucun des pays latino-américains partiellement dollarisés n'a rempli cette condition.

Un problème posé par le bi-monétarisme est qu'il est difficile de déterminer avec exactitude la masse monétaire en circulation et donc des cibles dans la gestion de la politique monétaire. En effet, l'objectif de maîtrise de l'inflation est une variable essentielle en Amérique latine et le contrôle de la base monétaire est rendu moins efficace avec 60 à 80 % des actifs financiers et des crédits en dollar. En ce qui concerne le système bancaire, en cas de dollarisation, il peut devenir beaucoup plus vulnérable aux crises de liquidité provoquées par la dévaluation de la monnaie nationale. Toutes choses égales par ailleurs, les agents endettés en dollars voient leurs dettes augmenter proportionnellement à la dévaluation. Une situation critique s'installe si la crise financière et monétaire se propage dans le système bancaire. En effet, la viabilité de celui-ci dépendra alors de la capacité des autorités monétaires à instaurer un climat de confiance qui dissuadera les agents de retirer leurs dépôts en dollars des banques. Dans le cas où des retraits massifs seraient constatés, les Banques centrales ne disposeraient pas de suffisamment de réserves pour opérer comme prêteur de dernier ressort, c'est-à-dire comme garant financier des banques. L'ensemble du système bancaire devient alors très vulnérable. La crise bancaire argentine de 1995 atteste de ce scénario : les faillites et fusions ont réduit de moitié le nombre de banques.

En somme, force est de constater que les pays qui ont débuté un processus de dollarisation dans les années 70-80, sont restés dollarisés, ce qui prouve que dans aucun cas la monnaie nationale n'est devenue totalement crédible.

## Les avantages de la dollarisation

Pour ses principaux défenseurs (Calvo 1999 ; Hanke et Shuler 1999), le projet de dollarisation totale de l'économie constitue une tentative ultime de redonner un sens à la notion de crédibilité. En effet, cette notion est devenue primordiale pour les économies émergentes de plus en plus instables et dépendantes des flux de capitaux extérieurs. En dollarisant, on cherche à réinstaurer la crédibilité de l'économie en supprimant le risque de change, en diminuant les taux d'intérêt et en œuvrant vers une plus grande rigueur économique. Dès lors, on pourrait s'attendre à des effets bénéfiques sur le plan de la maîtrise de l'inflation et des déficits publics, de la solidité et de l'ouverture des systèmes bancaires et du renforcement de la dynamique d'intégration commerciale au niveau de l'ensemble du continent américain.

### 1. Suppression du risque de change et baisse des taux d'intérêt

En supprimant la monnaie nationale en faveur du dollar, on supprime le risque de change et donc la possibilité d'attaques spéculatives et de crise monétaire. La dollarisation offre dès lors un double bénéfice, car elle serait favorable à l'investissement étranger, de par la stabilité monétaire qu'elle engendre, et à la croissance économique, du fait de la baisse des taux d'intérêt qu'elle induit.

La baisse des taux d'intérêt est le résultat de deux mécanismes. D'une part, la prime de risque sur la monnaie nationale disparaît et le taux d'intérêt en vigueur se rapproche de celui du dollar, nettement inférieur et moins volatil. D'autre part, en éliminant le risque de dévaluation, les coûts de gestion des opérations financières diminuent puisqu'il sera désormais possible d'harmoniser les écritures comptables en dollars, mais aussi de retirer les couvertures de change sur les risques de dévaluation. Ainsi, la différence entre les taux d'intérêt en dollars américains et ceux de l'économie nouvellement dollarisée dépendra du risque crédit.

Un tel processus de convergence des taux d'intérêt avec les taux américains peut paraître d'autant plus attractif pour l'Amérique latine que les taux actuels

demeurent, dans la plupart des pays de la région, élevés et très volatils. A titre comparatif, il convient de rappeler que les pays européens à monnaie faible (Espagne, Italie, Portugal) ayant intégré l'euro ont bénéficié d'une forte diminution des taux d'intérêt, donnant ainsi un souffle supplémentaire à leurs économies.

## **2. Contrôle de l'inflation et rigueur budgétaire**

En ce qui concerne le contrôle de l'inflation, la dollarisation officielle devrait prolonger la logique de stabilisation monétaire mise en œuvre au cours des dix dernières années dans la plupart des pays latino-américains. Avec la dollarisation officielle, le contrôle de l'inflation dépendra de la politique monétaire américaine et de ses taux d'intérêt. En accord avec la politique nord-américaine de lutte contre l'inflation, la dollarisation représente une solution efficace et crédible pour les pays latino-américains enclins à l'instabilité monétaire et financière. Même si cet argument ne revêt plus la même importance qu'il aurait eu dans les années quatre-vingts, étant donné le mouvement général de désinflation, l'instabilité reste élevée dans de nombreux pays et les partisans de la dollarisation ne manquent pas de souligner les avantages d'une consolidation de la stabilité des prix. On pourrait même avancer l'argument que les pays qui, comme l'Équateur à l'heure actuelle, se caractérisent par une inflation élevée, auraient beaucoup à gagner avec la dollarisation.

Or, la volonté de maîtrise de l'inflation s'insérant dans le cadre plus global d'une politique de stabilisation macro-économique, l'objectif principal est l'équilibre des finances publiques. La dollarisation, à l'instar du currency board, rendrait tout déficit budgétaire insoutenable. Ceci devrait conditionner les anticipations des agents économiques et le maintien de la confiance dans le système. Dès lors, la dollarisation favoriserait le désendettement de l'État.

## **3. Ouverture et développement du système bancaire**

Troisième sphère de l'économie où la dollarisation est censée induire des transformations positives: le

système bancaire. Le principal argument tient à une ré-intermédiation. Cette dernière peut non seulement enrayer une partie des fuites de capitaux mais également conduire à une plus grande confiance dans le système bancaire. Les agents étant moins réticents à déposer leurs liquidités dans une banque avec une monnaie plus crédible. Dans cette perspective, les transformations induites iront dans le sens d'une plus grande internationalisation du secteur bancaire, avec des banques nationales plus ouvertes à la concurrence, plus compétitives et offrant des services à des coûts plus faibles. En effet, en éliminant le risque de change, l'utilisation d'une seule monnaie réduira les coûts de transaction puisque les banques pourront s'affranchir des provisions et des obstacles qui leurs étaient imposés. Il leur sera également plus facile d'emprunter ou de prêter sur les marchés financiers internationaux.

L'exemple du système bancaire panaméen (voir Moreno, 1997) semble valider ces arguments avec des institutions financières fortement intégrées aux banques américaines et un système exempt de crises. Les banques panaméennes ont expérimenté de profondes mutations avec l'ouverture du secteur en 1968. Dès lors, l'écart qui existait avec leurs homologues étrangères a été comblé très rapidement. Ainsi, on constate qu'à peine quatre ans après l'ouverture du système bancaire (en 1972), les flux en provenance de l'étranger ont été multipliés par deux, les crédits bancaires par deux et demi et que la croissance économique a en fortement profité.

Néanmoins, il convient d'être prudent car le Panama est une petite économie où les ajustements sont plus faciles à réaliser, ce qui la rend difficilement comparable aux économies argentine ou brésilienne, par exemple. Le bilan de la dollarisation de ce pays, mise en place en 1904, est plutôt positif. Mais il s'agit d'une économie très ouverte, basée sur les services (75 % du PIB), étroitement lié aux Etats-Unis et caractérisé, depuis la fin des années soixante, par l'existence d'un système bancaire très internationalisé (Aramburu Porras, 2001).

#### 4. Intégration monétaire et zone de libre-échange des Amériques

Constatant que l'ensemble des processus d'intégration existants en Amérique latine se trouvent bloqués ou en crise (Marché commun de l'Amérique centrale, Communauté Andine, voire Mercosur), certains partisans de la dollarisation font remarquer que celle-ci pourrait contribuer à faire aboutir le projet d'une association de libre-échange des Amériques, relancé lors du récent sommet de Québec (avril 2001). En effet, si les pays de la zone Amérique profitent d'une monnaie unique et des avantages qu'elle implique, les démantèlements douaniers seraient une conséquence naturelle de la dollarisation. Cet argument semble avoir un certain écho dans les milieux d'affaires latino-américains (notamment mexicains et argentins) et américains.

En outre, en cas d'affirmation du rôle international de l'euro, il irait de l'intérêt des États-Unis de créer un « *dollarland* » capable de concurrencer la monnaie européenne et, bien entendu, le yen. Ceci expliquerait l'intérêt de certains lobbies américains pour ne pas fermer les portes aux projets de dollarisation en Amérique latine.

#### Les inconvénients de la dollarisation

Si les tenants de la dollarisation font valoir les avantages précédents, les opposants insistent sur les coûts et les inconvénients d'une telle formule. Le débat devient plus technique tout en intégrant les « valeurs » politiques et symboliques d'identité nationale que véhicule la monnaie. L'abandon probablement définitif de l'indépendance de la politique monétaire, du rôle de prêteur en dernier ressort de la part de la Banque centrale et la perte du seigneurage constituent les « coûts » le plus souvent mis en avant. En outre, certains auteurs insistent sur les inconvénients qui, tant au niveau de la stabilité de la croissance et de l'accumulation que sur le plan politique, peuvent compromettre la pérennité de la dollarisation.

#### 1. Abandon de la politique de change et de la politique monétaire

Premier inconvénient d'une dollarisation officielle : les autorités perdent un important instrument de poli-

tique économique, à savoir la possibilité de dévaluer, la monnaie étant fixée au dollar de manière, *a priori*, irrévocable (en principe la dollarisation doit être envisagée comme une option sans retour). En l'occurrence, il ne sera plus possible d'utiliser l'instrument de change et les ajustements devront être réalisés par des baisses de salaires, des licenciements et une diminution du produit intérieur brut. Calvo (Calvo 1999 et 2000) et Hausmann (Hausmann 1999 et Hausmann et alli. 1999) s'opposent à cette critique en soulignant que les dévaluations en Amérique latine n'ont pas les mêmes effets expansionnistes que dans les pays développés (Edwards, 1989). Au lieu de conduire l'économie à un nouvel équilibre, plus rapidement et à un coût social moins élevé, les dévaluations provoquent de nombreuses faillites et aggravent le chômage. Qui plus est, les partisans de la dollarisation font valoir que les dévaluations constituent plutôt un facteur de perturbation dans des économies où la majorité des dettes publiques et privées est libellée en dollars.

Toutefois, le principal inconvénient de la dollarisation est la perte par les autorités de tout contrôle sur leur politique monétaire, devenue désormais dépendante de la Réserve Fédérale américaine. En effet, le choix d'une autorité monétaire externe comme point de référence implique la subordination de la politique monétaire. Les décisions de la Fed orienteraient dès lors la politique américaine et celle du pays dollarisé. Or, si d'aventure la Fed estime que le marché américain est trop liquide, elle pourrait rehausser ses taux d'intérêt sans tenir compte des spécificités et des besoins des pays latino-américains<sup>5</sup>.

Face à cette critique, les défenseurs de la dollarisation considèrent que cette subordination est déjà inscrite dans les faits et que, tant pour réguler la conjoncture que pour pallier aux problèmes de com-

5. C'était justement un des principaux arguments utilisés par Keynes contre le retour de l'Angleterre à l'étalon-or en 1925. Ce retour signifiait l'établissement d'un lien rigide entre la City de Londres et Wall Street et la subordination de la politique monétaire anglaise aux objectifs en matière de taux d'intérêt des États-Unis. Pour Keynes, il était fondamental que l'Angleterre puisse conserver le contrôle sur le système interne de crédit « puisqu'il serait une erreur de croire que les Américains administreraient leurs affaires en accord avec les intérêts anglais ».

pétitivité, les autorités du pays dollarisé ont toujours la possibilité d'y faire face en envisageant des mécanismes contra-cycliques (fonds de stabilisation macroéconomique...) et en adoptant des mesures fiscales appropriées (subventions ponctuelles aux secteurs en difficulté...).

## 2. Absence de prêteur de dernier ressort

Avec la dollarisation, les Banques centrales n'auront plus la possibilité de « battre monnaie ». Or, c'est là l'attribution à partir de laquelle elles peuvent exercer la fonction de prêteur de dernier ressort. Celle-ci est essentielle pour le système bancaire car elle permet de stopper une crise bancaire en fournissant un supplément de crédit.

Sous un régime dollarisé, aucune institution ne sera plus à même de remplir ce rôle de prêteur de dernier ressort. D'autant plus que la Banque centrale des États-Unis ne semble pas avoir l'intention de le remplir et que toute intervention de l'État est rendue difficile dans la mesure où ses marges de manœuvre sont restreintes non seulement au niveau monétaire mais aussi sur le plan budgétaire. Ainsi, à la moindre crise de confiance, c'est la survie du système bancaire et la santé de l'ensemble de l'économie qui seraient remises en cause.

Face à ce risque, de nombreuses propositions ont été formulées<sup>6</sup>. Le Trésor américain et la Banque centrale pourraient créer un fonds de stabilisation ou fixer des lignes de crédits avec les banques privées. Toutefois, la viabilité de cette dernière solution reste douteuse, car bien souvent les banques et autres institutions privées refusent d'endosser la responsabilité et le poids financier d'une crise.

C'est là que l'on retrouve une des principales différences entre une dollarisation unilatérale et une dollarisation assortie d'un traité d'association monétaire avec les États-Unis. Dans ce dernier cas, les États-Unis pourraient assumer la responsabilité de prêteur en dernier ressort. Or, on comprend tout de suite qu'une telle option suscite des réticences dans une bonne partie de l'*establishment* américain : dans cette

6. Voir par exemple Hanke et Shuler 1999.

hypothèse la Réserve Fédérale serait devenue responsable de la bonne santé des systèmes bancaires des pays dollarisés...

## 3. Perte des droits de seigneurage

Dans une économie non dollarisée, la Banque centrale et les autorités gouvernementales gagnent des intérêts sur les réserves de change qu'elles détiennent. Ces revenus seraient perdus si le pays basculait dans la dollarisation complète et officielle. En effet, dans ce cas, les réserves en dollars devraient être échangées contre la monnaie nationale détenue par le public. Dès lors, la Banque centrale, qui cesserait de remplir ses fonctions principales, ne détiendrait plus de réserves et le pays supporterait une perte en raison des intérêts non perçus.

En Argentine par exemple, le coût en termes de flux de la perte des droits de seigneurage a été estimé à 750 millions de dollars par an<sup>7</sup>. Pour y faire face, les partisans de la dollarisation proposent la mise en place d'un arrangement avec les États-Unis qui permette un « partage » des droits de seigneurage entre ce pays et le pays dollarisé. Cet arrangement pourrait comporter un versement annuel des États-Unis au pays dollarisé et une aide à la constitution d'un fonds de stabilisation anti-crise. Or, là aussi, la question centrale est la forme que prendrait une éventuelle dollarisation : unilatérale ou en accord avec les États-Unis (voir Encadré).

## 4. Une pérennité problématique

Aux inconvénients généralement évoqués, certains auteurs ajoutent de sérieux doutes quant à la pérennité d'un nouveau régime monétaire bâti à partir du remplacement de la monnaie nationale par le dollar.

On peut en effet argumenter que le rapport entre les régimes de change et la stabilité comporte différentes facettes. Ainsi, la stabilité peut être assimilée à une très

7. Une étude de S. Fischer (1982) divise la perte de seigneurage en deux composantes. D'une part, le « coût du stock », c'est-à-dire le coût initial pour obtenir les nouveaux billets et les nouvelles pièces nécessaires au remplacement de la monnaie nationale en circulation. D'autre part, « le coût en flux » c'est-à-dire le manque à gagner, chaque année, résultant des intérêts non perçus en raison du non-placement des réserves de change.

faible instabilité du taux de change nominal, facteur décisif pour assurer la maîtrise de l'inflation et faciliter la prise de décisions du secteur privé, ou relié à la stabilité de l'économie réelle, ce qui devrait se traduire par une trajectoire de croissance soutenue et peu volatile (CEPAL 1999).

Si la dollarisation est évaluée à l'aune de ces deux dimensions de la stabilité, elle peut, sur le long terme, donner lieu à une exacerbation de l'instabilité de la croissance et, partant, de l'accumulation et de l'emploi. Dans le cas de l'Amérique latine, très vulnérable face aux chocs exogènes de nature commerciale ou financière et caractérisée par une forte volatilité des taux d'intérêt et du PIB, la dollarisation complète des économies pourrait même aggraver la situation actuelle, dans la mesure où elle limiterait davantage la possibilité de définir et de mettre en place des politiques contracycliques (Salama 2000). Il s'ensuivrait un renforcement des logiques financières ayant surtout un horizon de court terme dans les comportements des agents économiques qui ne pourrait que nuire à l'accumulation productive.

Or, si la stabilité de la croissance et de l'accumulation est compromise, les pressions du corps social du pays dollarisé en faveur d'un abandon de la dollarisation peuvent s'accroître. Ceci oblige à considérer, lorsqu'on s'engage dans un projet d'abandon de la monnaie nationale au profit du dollar, le coût éventuel en termes de crédibilité d'une « sortie de dollarisation », d'autant plus que ce projet comporte aussi des coûts politiques importants.

En effet, d'un point de vue politique<sup>8</sup>, lorsqu'un pays s'engage dans un projet d'union monétaire il doit se préparer à subir la disparition d'un revenu de dernier ressort, la privation d'une partie de son autonomie et la perte d'un symbole d'identité nationale. Mais, contrairement à l'unification monétaire entre pays relativement égaux, qui implique un certain degré de parité et de partage entre partenaires, la dollarisation est une relation hiérarchique qui offre, *a priori*, peu de possibilités de compensation directe et ne permet pas nécessairement de jouer un rôle dans les prises de décision.

8. Nous suivons ici Cohen 2000.

D'où l'intérêt de minimiser ces coûts grâce à un accord avec le pays émetteur de dollars.

Sachant toutefois qu'aucun engagement entre États ne peut être considéré comme irrévocable, les gouvernements disposés à s'engager dans un projet de dollarisation devront afficher, sur le plan interne, un bilan coûts-bénéfices favorable, afin de neutraliser le risque de sortie. D'autre part, sur le plan des relations extérieures – et tout particulièrement dans les relations avec le pays émetteur de dollars – ils auront besoin d'incitations pour rester fidèles à des arrangements comportant des coûts non négligeables. Ces incitations peuvent provenir de subventions ou de sanctions dispensées par un État puissant ou encore de contraintes et d'occasions créées par un large réseau de liens institutionnels. Dans le cas de la dollarisation, la disposition des États-Unis à participer à un tel système d'incitations dépendra du point auquel le partenaire dollarisé sera ressenti comme vital pour ses intérêts économiques ou politiques. Et, bien entendu, le caractère durable des liens établis dépendra aussi de l'état des relations politiques entre les pays concernés<sup>9</sup>.

## Conclusion

Les débats sur la dollarisation ont donné une nouvelle impulsion aux discussions sur les politiques monétaires et de change. En fait, la controverse sur les régimes de changes est devenue l'un des points les plus importants de divergence dans les discussions soulevées par

9. Cohen (op. cit.) rappelle que, à l'instar du cas Panama/États-Unis, les relations entre deux pays peuvent se détériorer à tout moment : « C'est ce qui s'est passé en 1988, à la suite des accusations de corruption et de trafic de drogue à l'encontre du général Noriega – le dirigeant de fait du Panama. En mars 1988, les avoirs panaméens dans les banques des États-Unis ont été gelés et tous les règlements et les transferts de dollars vers le Panama ont été interdits dans le cadre d'une action résolue de l'administration Reagan visant à écarter Noriega du pouvoir. L'effet fut rapide. La plupart des banques du pays durent fermer et l'économie fut étranglée par une sévère pénurie de liquidités. Les effets sur l'économie furent dévastateurs, en dépit de la tentative des autorités du Panama de créer en toute hâte une monnaie de substitution, principalement en émettant des chèques à valeur fixe dont elles espéraient qu'ils seraient utilisés comme des espèces. Le pays fut réellement privé de monnaie. La production nationale chuta de 20 % dans l'année ».