

LA DOLLARISATION DES ECONOMIES EMERGENTES

Jean-François Ponsot
CEMF-LATEC / Université de Bourgogne
jfponsot@u-bourgogne.fr

doc latec

Résumé

Dans les débats contemporains relatifs à la dollarisation/euroisation, les analyses font appel aux modèles de substitution et à l'analyse coûts/avantages. Le papier a pour objet de dépasser ces interprétations fondées sur une conception fonctionnaliste de la monnaie. Une conception institutionnaliste de la monnaie invite à comprendre le phénomène de dollarisation de facto plus largement comme une crise de légitimité de l'unité de compte qui érode progressivement la souveraineté monétaire et dont les autorités cherchent à se préserver en menant une action de résistance institutionnelle. Une conception macroéconomique de la monnaie conduit à s'interroger sur la compatibilité du régime de dollarisation officielle et intégrale avec les hypothèses d'endogénéité de la monnaie et de coïncidence entre espace monétaire et espace de production qui définissent l'économie monétaire de production. Les implications à la fois pour l'économie dollarisée et pour l'économie émettrice de la xénomonnaie incitent à circonscrire le régime de dollarisation pour un nombre limité de situations.

Mots-clés : dollarisation, euroisation, souveraineté monétaire, endogénéité de la monnaie, espaces monétaires

Classification JEL : E42, E58, F36

Abstract

Current discussions about dollarization/euroization are built on substitution models and cost/benefits analysis. This working paper aims to go beyond these explanations based on a functionalist definition of money. An institutionalist definition of money advocates analyzing de facto dollarization more broadly as a legitimacy crisis of the unit of account that damages monetary sovereignty and of whom authorities try to check in a kind of institutional resistance. A macroeconomic definition of money involves questioning full and de jure dollarization consistency with both of principles guiding the monetary economy of production: (1) endogeneity of money; (2) merger between monetary space and production space. Implications that follow both for dollarized economies and foreign currency issuers encourages the restriction of dollarization arrangements to a limited number of specific cases.

Keywords: dollarization, euroization, monetary sovereignty, endogeneity of money, monetary spaces

JEL Classification: E42, E58, F36

En 1983, le ministre israélien des finances a été contraint à la démission après avoir proposé un remplacement définitif de la monnaie israélienne par le dollar. Cette époque paraît bien lointaine. Aujourd'hui la dollarisation officielle et intégrale d'une économie nationale n'est plus un tabou. Depuis les années 1990, l'adoption du dollar a été proposée à la quasi-intégralité des économies sud-américaines et à de nombreuses économies émergentes occupant le reste de la planète. La proposition en 1998 du président argentin Carlos Menem de prononcer officiellement la dollarisation intégrale après avoir instauré un *Currency Board* en 1991 a été envisagée très sérieusement. Mais la première économie de taille relativement importante à avoir véritablement franchi le pas a été l'Equateur en 2000, suivie rapidement par le Salvador.

La dollarisation regroupe en réalité une multitude de situations plus singulières les unes que les autres. La première partie dresse une typologie des régimes de dollarisation ; quatre régimes principaux sont définis sur la base de deux critères de différenciation : le degré de pénétration du dollar dans l'économie et le degré d'officialisation de son usage par les autorités. La seconde partie considère la *dollarisation de facto* à travers deux grilles de lecture : alors qu'une conception *fonctionnaliste* de la monnaie invite à interpréter la *dollarisation de facto* comme un simple processus de *substitution*, une conception *institutionnaliste* conduit à comprendre ce phénomène plus largement comme une *crise de légitimité de l'unité de compte domestique* qui érode progressivement la *souveraineté monétaire*. Cette interprétation ouvre la voie, dans une troisième partie, à une analyse de la *dollarisation officielle et intégrale* au-delà de la simple analyse coûts/avantages menée habituellement; la dollarisation se révèle être une méprise si l'on considère la nature *macroéconomique* de la monnaie car elle tend à contrarier deux principes majeurs de la logique de l'*économie monétaire de production* : l'*endogénéité de la monnaie* et la coïncidence entre *espace monétaire* et *espace de production*. La quatrième partie aborde la question du statut hégémonique des monnaies internationales en étudiant la dollarisation sous l'angle des pays émetteurs des xénomonnaies. On aboutit alors à la conclusion suivante : en tant que régime monétaire contre-nature, la dollarisation intégrale et officielle ne peut s'appliquer qu'à un nombre restreint de situations spécifiques.

1. Typologie des régimes de dollarisation

1.1. Dollarisation partielle/dollarisation intégrale

Considérer qu'une économie est « dollarisée » n'apporte aucune précision sur le degré de pénétration de la devise étrangère dans les pratiques monétaires. La dollarisation concerne tout aussi bien les économies disposant d'une monnaie « locale » mais dans laquelle une monnaie étrangère vient s'intégrer au dispositif monétaire déjà en place, que les économies dépourvues de monnaie propre et dans lesquelles le dollar prévaut en tant que signe monétaire exclusif :

- dans le premier cas, la dollarisation caractérise un phénomène de *pluralité monétaire* ; on pourra parler de *dollarisation partielle* ;
- dans le second cas, la dollarisation désigne un phénomène *d'exclusivité monétaire* ; on parlera alors de *dollarisation intégrale* .

Les débats les plus anciens ont privilégié la question de la *dollarisation partielle*. Les études menées au cours des années 1970 et 1980 voyaient en effet la dollarisation des économies « en voie de développement » comme un processus de désintégration monétaire dont l'hyperinflation constituait la forme la plus représentative. Sans occulter la question de la *dollarisation partielle*, les analyses récentes privilégient la question de la *dollarisation intégrale*. Désormais, la question qui se situe au centre des débats est celle de la disparition des

monnaies nationales au profit d'une xénomonnaie. Cette évolution du champ d'analyse ne doit pas être interprétée comme un effacement des préoccupations liées à l'hyperinflation, encore moins comme le résultat éventuel de la disparition des phénomènes d'hyperinflation : l'exemple de la dollarisation intégrale en Equateur après une phase d'hyperinflation est là pour le montrer. Seulement, un contexte nouveau s'est instauré et de nouveaux enjeux sont apparus depuis les années 1980. La dynamique d'ouverture commerciale et d'intégration financière internationale des économies « émergentes » a favorisé l'apparition depuis les années 1990 de nouvelles formes de soubresauts monétaires et financiers. Des solutions inédites et radicales ont alors été avancées. Une forme de consensus selon lequel les régimes de change intermédiaires ne seraient plus tenables dans les économies émergentes et nécessiteraient d'être remplacées par des régimes de change extrêmes (« *corner solutions* ») s'est imposé. Seules l'ultra-rigidité ou l'ultra-flexibilité du change seraient de rigueur. La *dollarisation intégrale*, tout comme le *Currency Board*, fait partie de l'ensemble de solutions radicales fondées sur l'ultra-rigidité du change¹ envisagées aujourd'hui.

1.2. Dollarisation de facto/dollarisation de jure

Un second niveau de distinction, moins évident, transparait dans la littérature sur la dollarisation. Il s'agit ici de distinguer d'un côté les situations dans lesquelles la monnaie étrangère est utilisée par les agents économiques malgré l'absence de cours légal, de l'autre les situations dans lesquelles l'usage de cette monnaie étrangère est reconnue officiellement par les autorités à travers la déclaration de son cours légal :

- dans le premier cas, on parlera de *dollarisation de facto* ou de *dollarisation officieuse* ; il s'agit d'un phénomène spontané et relevant d'un choix des agents privés ;
- dans le second cas, on parlera de *dollarisation de jure* ou de dollarisation officielle ; ici, la dollarisation est institutionnalisée et relève d'un choix public.

Dans l'immense majorité des analyses sur la dollarisation, les deux niveaux de distinction tendent à être confondus et aboutissent à la grille de lecture suivante : la *dollarisation partielle* se confondrait avec la *dollarisation de facto* tandis que la *dollarisation intégrale* se conjuguerait avec la *dollarisation de jure*. Ainsi, pour Bogetic : « Le processus de dollarisation peut être plus ou moins spontané, partiel et officieux, reflétant un changement progressif et non organisé des préférences individuelles pour des monnaies étrangères, ou il peut être intégral et officiel dans un pays qui confère le cours légal à une monnaie étrangère [...] » (Bogetic 2000 p.179).

Cette déclinaison simplifiée aboutit finalement à deux champs d'étude bien distincts de la dollarisation :

- le premier champ s'intéresse à la *dollarisation de facto et partielle* ; celle-ci est assimilée à un processus de substitution d'une devise étrangère à la monnaie nationale ; ce sont alors les *modèles de substitution* qui sont privilégiés comme outils d'analyse ;
- le second champ s'intéresse à la *dollarisation de jure et intégrale* ; apparu plus récemment, il articule la réflexion à partir d'une *analyse coûts-avantages* de la

¹ On notera que la classification courante du régime de *dollarisation intégrale* dans les régimes de change ultra-rigides constitue un abus de langage dans la mesure où la question du change disparaît purement et simplement lorsque la monnaie nationale est remplacée par une devise étrangère.

décision légale de faire disparaître la monnaie nationale au profit d'une monnaie étrangère.

En réalité, si cette déclinaison a le mérite de la simplicité et de la clarté, elle ne permet pas de retranscrire la complexité et la multiplicité des cas de dollarisation. La *dollarisation officielle* ne saurait se réduire aux situations où la monnaie nationale a complètement disparu et où le cours légal est conféré exclusivement à une devise étrangère. L'encadré n°1 montre l'existence de nombreux cas de *bimonétarisation officielle*. Avant le passage à l'euro, Andorre a laissé cohabiter deux monnaies étrangères, le franc français et la peseta espagnole. La configuration de *bimonétarisation officielle* la plus courante reste le *régime monétaire dual* dans lequel une devise étrangère a cours légal aux côtés de la monnaie nationale ou locale. On constate d'ailleurs très souvent la persistance de signes monétaires émis localement, y compris dans les économies pourtant considérées comme intégralement et officiellement dollarisées : au Panama, le balboa cohabite avec le dollar américain ; la Banque centrale d'Equateur met en circulation des pièces en dollars incorporant la mention « République d'Equateur » ; la Principauté de Monaco et la Cité du Vatican – ainsi que la République de Saint-Marin – sont autorisées à émettre des pièces en euros avec une face représentant respectivement le Prince Rainier et le Pape², etc...

La *dollarisation de facto*, quant à elle, ne saurait se réduire aux situations de *dollarisation partielle*. Les logiques séparatistes ou certaines guerres civiles conduisent très souvent à la disparition complète de la monnaie « nationale » au profit d'une monnaie étrangère. Cela a été le cas récemment pendant les guerres de l'ex-Yougoslavie ou au Timor oriental.

1.3. Quatre régimes-types

Compte tenu de la diversité des systèmes de dollarisation en cours, il apparaît nécessaire de procéder à un dépassement de l'approche traditionnelle consistant à étudier la dollarisation soit comme un phénomène informel et partiel de substitution de la monnaie nationale, soit comme un phénomène validé légalement par les autorités locales et affectant l'intégralité des pratiques monétaires. Pour cela, il convient d'approfondir la double distinction énoncée précédemment entre : (1) *dollarisation partielle* et *dollarisation intégrale* d'une part ; (2) *dollarisation de facto* et *dollarisation de jure (officielle)* d'autre part. Se dégagent alors deux critères de différenciation essentiels pour comprendre le phénomène de dollarisation dans sa globalité :

- le premier critère de différenciation s'intéresse au *degré de pénétration* de la xénomonnaie dans les *pratiques monétaires* ;
- Le second critère s'intéresse au *degré d'officialisation* de la xénomonnaie dans l'économie dollarisée ; il met en évidence l'attitude passive ou active des autorités face au phénomène de dollarisation, et dévoile ainsi l'importance qu'elles attachent à leur souveraineté monétaire.

La combinaison des deux critères de différenciation aboutit à quatre régimes-type de dollarisation (A1, A2, B1, B2). Le régime le plus abouti est celui de la *dollarisation de jure et intégrale*. Il peut intervenir de deux manières. De façon « directe », lors de l'apparition de

² La nouvelle convention monétaire signée entre l'Union européenne et Monaco stipule que la première tranche d'émission monégasque ne doit pas dépasser un montant équivalent à 1/500^{ème} de la quantité de pièces « françaises » frappées, soit une valeur nominale maximale d'environ 5 millions d'euros. Les plafonds d'émission de pièces – hors pièces de collection – ont été fixés à 1,944 millions d'euros pour Saint-Marin et à 0,67 millions d'euros pour le Vatican (Politronacci 2001).

nouvelles entités économiques et politiques sur la scène internationale, à la suite par exemple d'un conflit séparatiste menant au détachement du territoire en question à l'ensemble national dont il faisait partie. Pour affirmer leur émancipation, les nouvelles autorités issues de la sécession refusent de réhabiliter ou de conserver la monnaie antérieure. Elles pourraient choisir de créer leur propre monnaie et donc de s'engager sur la voie de l'ancrage nominal interne, mais elles préfèrent renoncer et s'accrocher à un substitut externe ; elles refusent ainsi d'affirmer toute forme de souveraineté monétaire nationale. Ceci peut s'expliquer par le déficit potentiel de crédibilité des nouvelles autorités monétaires, mais surtout par le fait que ces nouvelles entités ne disposent généralement que d'un statut de souveraineté politique réduit ou ambigu³.

La dollarisation intégrale et officielle « indirecte », quant à elle, intervient après une phase plus ou moins longue de dollarisation officieuse. Dans ce cas, les autorités institutionnalisent un état de fait. Elles abandonnent les derniers attributs de la souveraineté monétaire en retirant le cours légal et le pouvoir libératoire de l'unité de compte domestique pour les conférer de façon exclusive à la xénommonnaie qui achève ainsi son processus d'implantation.

Encadré 1

Economies officiellement dollarisées ou bimonétarisées, mars 2002

Economies	Population	Statut politique actuel	Xénommonnaie(s) officielle(s) actuelle(s)
<i>Andorre (Principauté d')</i>	73000	Etat indépendant	Euro (2002) en remplacement du Franc français et de la peseta espagnole ⁴ . Utilisation d'une xénommonnaie depuis 1278
<i>Chypre du Nord</i>	180000	Territoire autonome de facto (protectorat turc) : « République turque de Chypre du Nord » (1983) non reconnue par la communauté internationale	Livre turque (1974)
<i>Cité du Vatican</i>	900	Etat indépendant	Euro (2002) en remplacement de la lire italienne. Utilisation d'une xénommonnaie depuis 1929.
<i>Commonwealth des Mariannes du Nord</i>	46000	Dépendance américaine	Dollar US (1944)
<i>Costa Rica</i>	3500000	Etat indépendant	Dollarisation à l'étude
<i>Equateur</i>	11700000	Etat indépendant	Dollar US (2000) ⁵
<i>Erythrée</i>	3600000	Etat indépendant	1952 ⁶
<i>Géorgie du Sud</i>		Dépendance des Falkland (Iles Malouines)	Livre des Falkland
<i>Groenland</i>	55000	Dépendance danoise (statut d'autonomie interne depuis 1979)	Couronne danoise (1968). Utilisation d'une xénommonnaie depuis le XVIIIème siècle
<i>Guam</i>	134000	Dépendance américaine	Dollar US (1898)
<i>Guatemala</i>	10900000	Etat indépendant	Régime bimonétaire : dollar US (2001) + <i>quetzal</i>
<i>Ile de Man</i>	69000	Dépendance de la Couronne britannique	Livre sterling (1961)
<i>Iles Anglo-Normandes</i>	120000	Dépendance de la Couronne britannique	Livre sterling (1914)
<i>Iles Cocos (Keeling)</i>		Dépendance australienne	Dollar australien
<i>Iles Cook</i>	18500	Territoire associé à la Nouvelle-Zélande	Dollar néo-zélandais (1995)

³ C'est le cas par exemple du Kosovo et du Timor oriental, tous deux sous mandat de l'ONU, ou du Monténégro qui, en principe, fait encore partie de la Fédération yougoslave, renommée Etat de Serbie et Monténégro le 14 mars 2002.

⁴ Bien que principaux moyens de paiement reconnus par les autorités d'Andorre, la déclaration du cours légal de la peseta et du franc n'a jamais été prononcée officiellement.

⁵ + émission locale de pièces.

⁶ S'apprête à émettre sa propre monnaie.

<i>Iles Falkland</i>	2100	Dépendance de la Couronne britannique (revendiquée par l'Argentine)	Régime bimonétaire : livre sterling + livre des Falkland (<i>Currency Board</i>)
<i>Iles Féroé</i>	45400	Dépendance danoise (statut d'autonomie interne depuis 1948)	Régime bimonétaire : couronne danoise + émission de billets locaux (<i>Currency Board</i>)
<i>Iles Marshall</i>	61000	Etat librement associé aux Etats-Unis	Dollar US (1944)
<i>Iles Norfolk</i>			Dollar australien ? (1900)
<i>Iles Turks et Caicos</i>	7000	Territoire d'outre-mer britannique	Livre sterling
<i>Iles Turks et Caïcos</i>	14000	Territoire d'outre-mer britannique	Dollar US (1973)
<i>Iles Vierges Américaines</i>	18000	Dépendance américaine	Dollar US (1917)
<i>Iles Vierges Britanniques</i>	18000	Territoire d'outre-mer britannique	Dollar US (1973)
<i>Kiribati (Iles Gilbert)</i>	82000	Etat indépendant	Dollar australien (1979). Utilisation d'une xénomonnaie depuis 1943
<i>Kosovo</i>	2000000	Territoire sous mandat de l'ONU. Statut final à définir	Euro (2002) en remplacement du mark allemand
<i>Liberia</i>	3140000	Etat indépendant	Régime bimonétaire : dollar US + dollar libérien
<i>Liechtenstein</i>	31000	Etat indépendant	Franc suisse (1921)
<i>Mayotte</i>	95000	Collectivité « départementale » française ⁷	Euro (2002) en remplacement du français
<i>Micronésie</i>	110000	Etat librement associé aux Etats-Unis	Dollar US (1944)
<i>Monaco (Principauté de)</i>	32000	Etat indépendant	Euro (2002) en remplacement du franc français (1865)
<i>Monténégro</i>	650000	Membre semi-autonome de l'Etat de Serbie et Monténégro (ex-République Fédérale de Yougoslavie)	Euro (2002) en remplacement du mark allemand
<i>Nauru</i>	10000	Etat indépendant	Dollar australien (1914)
<i>Niue</i>	2200	Territoire associé à la Nouvelle-Zélande	Dollar néo-zélandais (1901)
<i>Palau</i>	17000	Etat indépendant	Dollar US (1944)
<i>Panama</i>	2700000	Etat indépendant	Dollar US (1904) ⁸
<i>Pitcairn</i>	42	Territoire d'outre-mer britannique	Régime bimonétaire : dollar US + dollar néo-zélandais
<i>Porto Rico</i>	3800000	Dépendance américaine	Dollar US (1899)
<i>Principauté de Monaco</i>	32000	Etat indépendant	Euro (2002) en remplacement du franc français
<i>Sainte-Hélène</i>		Territoire d'outre-mer britannique	Livre sterling (1834)
<i>Saint-Marin (République de)</i>	26000	Etat indépendant	Euro (2002) en remplacement de la lire italienne. Utilisation d'une xénomonnaie depuis 1897
<i>Saint-Pierre-et-Miquelon</i>	6400	Collectivité « territoriale » française	Euro (2002) en remplacement du franc français
<i>Salvador</i>	5900000	Etat indépendant	Dollar US (2001). Le <i>colón</i> disparaît progressivement de la circulation
<i>Samoa américaines</i>	52000	Dépendance américaine	Dollar US (1899)
<i>Timor Oriental</i>		Territoire sous mandat international	Dollar US (2000)
<i>Tokelau</i>			Dollar néo-zélandais (1926)
<i>Tuvalu (Iles Ellice)</i>	11000	Etat indépendant	Dollar australien ⁹ . Utilisation d'une xénomonnaie depuis 1892

Sources : Schuler (1999), Bogetic (2000), FMI, *The Economist*, *International Currency Review* 26.2 (2000)

⁷ A ne pas confondre avec les départements d'outre-mer (Guadeloupe, Martinique, Guyane, Ile de la Réunion) qui utilisent l'euro à l'instar des autres départements français, ou encore les territoires d'outre-mer (Nouvelle-Calédonie, Polynésie française, Wallis et Futuna) qui appartiennent à la zone franc. Contrairement aux DOM, les TOM ne font pas partie de l'UE.

⁸ + balboa (pièces uniquement).

⁹ + émission locale de pièces.

Schéma 1

Typologie des régimes de dollarisation

- *Degré d'officialisation de la dollarisation et de son
acceptation institutionnelle* +

	Dollarisation de facto (officieuse) Gestion passive de la dollarisation	Dollarisation de jure (officielle) Gestion active de la dollarisation
Dollarisation partielle (pluralité monétaire)	A1 Régime de dollarisation le plus courant. Processus spontané relevant d'un choix des agents privés <i>Abandon de souveraineté partiel et non assumé</i>	A2 Généralement, régime intermédiaire entre A1 et B2. Dollarisation « semi-officielle » (bimonétarisation officielle, régimes duaux, <i>currency board</i> avec cours légal [Argentine 1991- 2001]). Généralement accompagné d'un phénomène de <i>résistance institutionnelle</i> de la part des autorités (maintien de l'unité de compte nationale et de l'obligation de payer les impôts et taxes dans cette unité de compte...) <i>Abandon de souveraineté partiel et assumé</i>
Dollarisation intégrale (exclusivité monétaire)	B1 Cas particulier : déficit de souveraineté politique (logique séparatiste, situation de conflit, décomposition d'une entité étatique) <i>Abandon de souveraineté intégral et non assumé</i>	B2 1-Dollarisation indirecte : aboutissement après A1 et/ou A2, « capitulation » des autorités. Ex. : Equateur 2-Dollarisation directe ou 'ex nihilo' : suite à B1, par exemple constitution ou affirmation d'une entité politique. Ex. : Monténégro, Timor oriental <i>Abandon de souveraineté intégral et assumé</i>

+ Degré de pénétration de la xénomonnaie dans les pratiques monétaires -

2. La dollarisation, crise de légitimité de l'unité de compte

La *dollarisation de facto* est généralement présentée comme un processus évolutif - qui conduit ou non à la *dollarisation officielle*. L'interprétation de ce processus diffère selon que l'on retient une définition *fonctionnaliste* ou *institutionnaliste* de la monnaie. En se limitant aux trois fonctions essentielles de la monnaie, on réduit la dollarisation à un simple processus de *substitution* qui ne fournit que peu d'indications sur les implications en terme de souveraineté monétaire. A l'inverse, une analyse mettant l'accent sur les dimensions sociopolitiques de la monnaie permet d'appréhender la *dollarisation de facto* comme une *crise de la légitimité de l'unité de compte domestique* qui érode progressivement les piliers de la *souveraineté monétaire*.

2.1 La monnaie à travers ses fonctions : la dollarisation comme processus de substitution

Aujourd'hui comme hier, la dollarisation est appréhendée la plupart du temps à travers le prisme d'une définition *fonctionnaliste* de la monnaie (« *Money is what money does* »). La prise en compte des trois fonctions de la monnaie invite alors à assimiler la dollarisation à un processus de *substitution*. On aboutit alors à une définition très consensuelle de la dollarisation décrite comme le processus selon lequel « le dollar s'impose de plus en plus comme réserve de valeur, unité de compte et parfois intermédiaire des échanges » (Salama 1988 p.8). Dans cette optique, la dollarisation ne décrit rien d'autre que la *substitution*, par les résidents, de la monnaie interne par une monnaie d'origine externe dans ses trois fonctions : le dollar se substitue à la monnaie interne en tant qu'*unité de compte* dans le libellé des revenus, des prix, des dettes et des contrats ; en tant qu'*intermédiaire des échanges*, qu'ils s'agissent de paiements sous forme manuelle ou de virements bancaires en devises ; en tant que *réserve de valeur*, par la détention manuelle ou dans des comptes bancaires de monnaie externe.

Deux grandes catégories de modèles de demande de monnaie ont contribué à la confusion dollarisation/substitution¹⁰ :

- Les *modèles de substitution monétaire (currency substitution)* se réfèrent aux situations dans lesquelles existe une demande de monnaie étrangère pour assurer les fonctions d'unités de compte et de moyen de paiement ; la xénomonnaie devient le principal instrument de la circulation monétaire ; ces situations apparaissent lorsqu'une forte inflation ou l'hyperinflation rendent les coûts d'utilisation de la monnaie trop élevés pour réaliser les transactions et incitent les agents à trouver des instruments monétaires alternatifs (Balino 1999 p.5) ;
- Les *modèles de substitution d'actifs (assets substitution)* s'intéressent quant à eux aux situations dans lesquelles un risque macroéconomique (inflation, déflation, dépréciation) fait naître une demande d'actifs financiers étrangers qui s'exerce à travers des arbitrages de portefeuille entre actifs domestiques et actifs étrangers.

Ces analyses en termes de *substitution d'actifs* et de *substitution monétaire* ont l'avantage de fournir une grille de lecture fonctionnelle pour apprécier le degré de pénétration du dollar. Jusqu'à récemment, les mesures de la dollarisation-substitution se sont polarisées essentiellement sur les phénomènes de *substitution d'actifs*, plus particulièrement sur les dépôts dans les banques domestiques. Encore aujourd'hui, le principal indice utilisé pour mesurer la

¹⁰ Pour un passage en revue détaillé, voir Calvo & Vegh (1996).

dollarisation est celui qui donne un aperçu de la *dollarisation des dépôts* (ratio : *foreign currency deposits/broad money*¹¹) Si l'on s'arrête à cette définition, les pays d'Amérique latine les plus dollarisés *de facto* étaient en 2000 l'Argentine, le Pérou et la Bolivie, où les dépôts en dollars excèdent largement les dépôts en monnaie nationale (> 65 %).

Se polariser sur la substitution d'actifs revient à privilégier la fonction *réserve de valeur* au détriment des deux autres fonctions de la monnaie. Une telle mise à l'écart des fonctions monétaires d'unité de compte et d'intermédiaire des échanges peut sembler inadéquate pour aborder le phénomène de dollarisation dans sa totalité. Si l'on accepte une définition *fonctionnaliste* de la monnaie, cette démarche privilégiant la fonction de réserve de valeur ne représente cependant pas un handicap dans la mesure où c'est justement cette fonction qui est la première affectée lorsque s'enclenche le processus de dollarisation. Certes, les motifs d'évitement des monnaies nationales sont très divers et aboutissent à différentes combinaisons d'utilisation de monnaies étrangères¹² ; mais la crise inflationniste reste de loin le premier facteur déclenchant. Les instruments monétaires domestiques étant soumis à une perpétuelle dépréciation de leur valeur, un actif alternatif est recherché pour assurer la fonction de réserve de richesse. Ce n'est que par la suite, lorsque la dépréciation monétaire se perpétue ou s'accroît, que la dollarisation s'étend éventuellement aux règlements et au compte.

L'ensemble des agents contribuent alors plus ou moins activement à l'extension de la dollarisation-substitution aux autres fonctions de la monnaie par le déploiement progressif des usages monétaires dollarisés. Les entreprises peuvent par exemple capter des devises dans les recettes d'exportation et favoriser la diffusion de la monnaie étrangère en tant qu'unité de compte et moyen de paiement au niveau interne, en recourant par exemple à une comptabilité ou à des règlements interentreprises libellés en devise. Les transferts financiers en provenance de populations expatriées constituent par ailleurs une source d'alimentation non négligeable des ménages en devises.

Des études plus récentes ont cherché à évaluer quantitativement la dollarisation *de facto* en se consacrant uniquement au phénomène de *substitution monétaire*, c'est à dire en cherchant à déterminer la part d'une devise forte dans la circulation monétaire à l'étranger. Selon l'étude de Porter & Judson (1996), sur les 375 milliards de dollars en circulation dans le monde fin 1995, environ 200 à 250 milliards l'étaient en dehors du territoire américain, et le phénomène tendrait à s'intensifier¹³. Par ailleurs, environ un tiers des billets imprimés par la Bundesbank étaient en circulation en dehors de la zone d'émission allemande à la fin des années 1990 (Hanke 1999 p.64). Néanmoins, compte tenu de l'absence de données statistiques fiables permettant d'évaluer la quantité de devises en circulation en dehors de leurs zones d'émission et des nombreuses incertitudes qui planent sur la validité et l'origine de ces devises (contrefaçons), les calculs sont difficiles et les résultats certainement imprécis. Feige (2000) s'est néanmoins attelé à cette tâche en analysant à partir des documents statistiques des douanes américaines les sorties/entrées du territoire américain de dollars vers/en provenance de 26 destinations. La Bolivie, le Nicaragua, l'Argentine, le Pérou et le Costa Rica seraient les économies sud-américaines où la *dollarisation de la monnaie en circulation* serait la plus importante¹⁴.

¹¹ Cet agrégat *broad money* comptabilise les actifs libellés en monnaie domestique ou en devise.

¹² J. Blanc isole trois combinaisons possibles de facteurs qui concourent à la dollarisation : la crise inflationniste, la pénurie de moyens de paiement et la pénurie de biens (Blanc 2001).

¹³ Selon la même étude, la croissance de la masse de billets en dollars en circulation à l'extérieur des Etats-Unis était, au début des années 1990, trois fois supérieure à celle du stock de billets circulant à l'intérieur des frontières.

¹⁴ On regrettera néanmoins que cette étude n'ait pu prendre en considération les flux à destination/en provenance d'économies où la circulation de billets verts est loin d'être négligeable, telles que le Brésil, le Chili ou le Mexique. Le fait que les données utilisées fassent apparaître uniquement les mouvements de

Dans la présentation donnée jusque-là, les analyses de la dollarisation-substitution ont été menées de front sur deux terrains différents : celui de la *substitution monétaire* et celui de la *substitution d'actifs*. Afin de donner une évaluation plus générale et plus exhaustive, on peut alors être tenté de rapprocher les deux types d'analyse en termes de substitution. Dean (2000) propose par exemple d'additionner la mesure de la *dollarisation des dépôts* à celle de la *dollarisation de la monnaie en circulation* dans une catégorie plus générale. Le nouvel indice de dollarisation est alors calculé à partir du ratio : $(\text{foreign currency deposits} + \text{foreign currency in circulation})/\text{broad money}$.

Si au départ les analyses en termes de *substitution d'actifs* et de *substitution monétaire* sont séparées, elles reposent néanmoins sur une conception commune de la monnaie : celle-ci est considérée comme un actif pourvu d'une qualité plus ou moins marquée : la liquidité. La mesure plus générale de la dollarisation à partir d'un rapprochement des deux modes de substitution revient donc à analyser le processus de dollarisation à travers le prisme de la *dollarisation des actifs* (monnaie en circulation, dépôts à vue, à terme...). D'autres voies de recherche, toujours en termes de substitution, ont alors été explorées et ont élargi le champ de recherche attaché à la dollarisation. Il s'est agi en particulier d'appréhender la dollarisation partielle en se plaçant du point de vue de l'activité bancaire et d'analyser le phénomène à travers la *dollarisation de l'intermédiation financière*. On se place alors non pas sous l'angle de la *dollarisation des actifs*, mais sous celui de la *dollarisation des engagements* (« *dollar liabilities* ») (Catao & Terrones 2000). Ces travaux partent du constat que la dollarisation des dépôts n'est pas toujours assorti d'une dollarisation des emprunts équivalente. A titre d'exemple, en Argentine et au Pérou, le phénomène de dollarisation des dépôts est beaucoup faible que celui de dollarisation des prêts accordés par le système bancaire domestique. La tendance inverse est observée en Turquie et en Uruguay. Ces travaux ont l'avantage de montrer que certains pays sont plus vulnérables que d'autres en cas de dévaluation ; l'angoisse de la dévaluation - le « *fear of floating* » pour reprendre une expression célèbre de Calvo & Reinhart -, s'accroît au fur et à mesure que le degré de dollarisation des dettes s'accroît ; en revanche, on reste encore prisonnier d'une interprétation de la dollarisation en termes de *substitution* fondée sur une conception *fonctionnaliste* de la monnaie.

Ces différentes analyses en termes de dollarisation-substitution présentent un défaut majeur : elles rentrent très souvent en contradiction avec les faits. Elles se révèlent incapables d'expliquer la persistance du phénomène de dollarisation-substitution. Les analyses en termes de *substitution d'actifs* butent par exemple sur la question de la persistance d'un niveau élevé de la *dollarisation des dépôts* dans des économies qui ont pourtant réussi à maîtriser l'inflation et à rétablir un contexte de stabilité financière (Balino 1999 p.7). Selon cette approche, la *dollarisation des dépôts* serait fonction des différentiels de rémunération perçus sur les dépôts en devises et les dépôts en monnaie domestique. Or si ce modèle semble bien s'appliquer au cas des pays d'Europe orientale et centrale (PECO), il n'en est pas de même dans les économies sud-américaines où le différentiel de taux d'intérêt ne semble avoir qu'un impact limité et très variable selon la période. Ces écarts entre la théorie et les faits ont donné lieu à une sophistication des modèles sans toutefois apporter de réponse satisfaisante¹⁵. La persistance des pratiques de paiement et de compte en xénomonnaies dans des économies ayant rétabli la stabilité monétaire et financière pose également problème aux analyses en termes de *substitution monétaire*. Là-encore, des nouveaux modèles ont émergé. Ceux-ci essaient de montrer, par exemple, que la persistance d'une dollarisation de la circulation s'explique par le

dollars déclarés auprès des services des douanes américains alors que depuis 1980 seuls les mouvements supérieurs à 10000 dollars doivent faire l'objet d'un enregistrement, invite également à prendre du recul par rapport aux résultats de cette étude.

¹⁵ Cf. par exemple le développement des modèles d'hysteresis à la *Guidotti & Rodriguez* tentant d'expliquer l'irréversibilité de la dollarisation des dépôts.

développement d'effet de réseaux : l'usage courant d'une xénomonnaie en tant qu'intermédiaire des échanges tendrait à accroître les coûts d'un retour la monnaie domestique¹⁶.

2.2. La monnaie en tant qu'institution : la dollarisation comme crise de légitimité et processus d'érosion de la souveraineté monétaire

Analyser les phénomènes monétaires à travers une grille de lecture strictement *fonctionnaliste* revient à segmenter les usages monétaires tels qu'ils peuvent apparaître concrètement et à cibler l'analyse sur les comportements des agents privés. Une démarche différente consiste à délaissier cette conception selon laquelle la monnaie n'est qu'un simple instrument permettant d'assurer des fonctions « monétaires » et à lui opposer une conception *institutionnaliste* de la monnaie. On est alors en mesure d'élargir la portée du phénomène de dollarisation bien au-delà des pratiques monétaires qui l'accompagnent. Les phénomènes de substitution, en tant que fuite devant la monnaie domestique, apparaissent alors comme les symptômes d'un malaise profond, celui de la perte de légitimité de la monnaie domestique. La dollarisation est ainsi une crise de la monnaie-institution et met à mal la souveraineté monétaire.

En tant qu'institution, toute monnaie recèle une dimension symbolique et identitaire. « La monnaie est un symbole fort d'appartenance à une même entité politique, économique et sociale » (Théret 1998 p.27). Elle est un vecteur d'identification au sein d'une « communauté imaginaire » (Anderson 1991), au même titre que le drapeau, les emblèmes, la langue, l'hymne, les monuments, les timbres postaux, l'équipe nationale de football, voire les chaînes de télévision... Les « vertus magiques de la monnaie » permettent de développer le sentiment d'identité nationale à un double niveau : (1) par le rappel permanent aux agents économiques de leur relation privilégiée à un Etat - à travers l'utilisation quotidienne du mass media que constituent les signes monétaires émis par la Banque centrale ou le gouvernement ; (2) par la promotion de la cohésion nationale, du fait de la mise en évidence que chacun appartient à une communauté malgré des intérêts souvent antagonistes (Cohen 2000 p.95). C'est dans les pratiques manuelles que la monnaie prend sa dimension de mass media la plus évidente. Comme le souligne G. Caire : « Dépenser un billet de banque, c'est [...] en même temps célébrer la communauté à laquelle on appartient » (Caire 2001 p.11). Mais la dimension symbolique et identitaire de la monnaie peut également transparaître à travers les autres formes monétaires, dans les opérations scripturales par exemple, par la simple évocation de l'unité de compte commune.

Pour mesurer la portée de la crise de légitimité de la monnaie, il convient de bien comprendre que cette dimension symbolique et identitaire de la monnaie ne prévaudrait pas si celle-ci n'était pas avant tout une *unité de compte*, et plus précisément une unité de compte *unique*. Knapp et Keynes sont les deux principaux auteurs qui ont mis l'accent sur le « primat de l'unité de compte » au cours de la première moitié du XX^{ème} siècle. Cette conception est aujourd'hui largement développée par les théories de la monnaie d'inspiration post-keynésienne – en particulier l'approche néo-chartaliste de Wray – ou celles qui privilégient les questions de souveraineté monétaire – en particulier l'approche contenue dans l'ouvrage *La monnaie souveraine* et développée par Aglietta, Orléan, Théret, Servet, etc... Dès la première ligne de son *Traité sur la monnaie* (1930), Keynes explique que « L'unité monétaire de compte [*money of account*], c'est à dire dans laquelle les dettes, les prix et le pouvoir d'achat général sont exprimés, est le concept premier de la théorie de la monnaie » (Keynes 1971 p.3). L'unité de compte représente un principe de numérisation des relations sociales essentiel à l'intelligibilité

¹⁶ Cf. le modèle basique de Dowd et Greenway (1993) qui analyse les fonctions d'utilité attachées à la substitution monétaire.

de l'économie. De tout temps, chaque groupe, chaque collectivité humaine, chaque société a eu besoin d'une unité de compte permettant d'exprimer de façon impersonnelle, abstraite et objective le produit des activités humaines au sein de la communauté. Ceci a pu être vérifié aussi bien dans les anciens empires de Mésopotamie et d'Égypte 3000 ans av. J.C. que dans les sociétés contemporaines (Aglietta 2001). Pour assurer la cohérence du processus de mesurabilité et de comptabilité des objets économiques, l'unité de compte doit être unique. Dans le cas contraire, les relations sociales sont fractionnées en de multiples relations monétaires non articulées entre elles. Comme l'explique J.-P. Allégret : « Dans une économie où les décisions des agents sont décentralisées, c'est à dire non homogènes *a priori*, et où la rationalité des individus n'est pas un présupposé analytique, cette unicité est essentielle » (Allégret 1993 p.5). La désignation de l'unité de compte unique revient à l'autorité représentative de la communauté. A travers la proclamation plus ou moins arbitraire de sa validité, la monnaie-unité de compte est institutionnalisée.

Lorsque la dollarisation intervient, les agents économiques se détachent de l'unité de compte domestique au profit d'une unité de compte extérieure à la communauté. Comment expliquer ce mouvement de rejet généralisé qui, la plupart du temps, s'étend au delà de l'institution monnaie ? Qu'est-ce qui fait que les « vertus magiques de la monnaie » à un moment donné n'opèrent plus ? « Un régime monétaire viable dépend de la persistance dans le temps de la confiance placée dans l'unité de compte » nous dit Aglietta (2001). Or en tant que point de référence des relations économiques, la *stabilité de l'unité de compte* constitue l'élément essentiel de cette confiance. Si la stabilité de l'unité de compte n'est plus assurée, la confiance collective dans la monnaie est ébranlée, son acceptabilité par autrui est remise en question, et c'est toute l'organisation monétaire qui est atteinte. La monnaie nationale devient illégitime aux yeux des agents économiques, même si chacun d'entre eux pense n'avoir aucune part dans la perte de la « qualité de la monnaie ».

Le paroxysme de la perte de *stabilité de l'unité de compte* est atteint dans les périodes d'hyperinflation. Les autorités monétaires (le gouvernement et/ou la Banque centrale) ne paraissent plus en mesure de garantir la « qualité de la monnaie ». Cette perte de contrôle est généralement imputée à l'inadéquation des politiques économiques menées par les autorités des économies émergentes¹⁷. Les analyses construites à partir des modèles d'*incohérence temporelle* insistent sur le déficit de « crédibilité » des politiques mises en place et préconisent la substitution de règles monétaires automatiques au pouvoir discrétionnaire des autorités – par l'instauration d'un *Currency Board* par exemple. Il s'agit de trouver une solution permettant « d'importer la qualité monétaire », faute de pouvoir la rétablir soi-même. Mais les caisses d'émission fondées au cours des années 1990 laissent souvent apparaître un déficit de crédibilité en raison d'une tendance à la dénaturation des mécanismes automatiques initiaux afin de rétablir des marges de manœuvre discrétionnaires¹⁸. La dollarisation officielle et intégrale se présente alors comme une solution beaucoup plus séduisante, dans la mesure où « l'importation de la qualité monétaire » se réalise directement par l'adoption d'une devise-clé comme monnaie nationale.

Si l'on accepte ce cadre d'analyse, les autorités des économies dans lesquelles la dollarisation progresse auraient tout intérêt à ne pas s'opposer au processus en cours. Or on constate dans les faits qu'elles cherchent systématiquement à ralentir l'infiltration de la xénomonnaie dans les rouages monétaires nationaux. L'Équateur et le Salvador n'ont institutionnalisé la dollarisation de leurs économies qu'après avoir franchi une série d'étapes

¹⁷ Pour D. Cavallo, père de la convertibilité argentine : « La qualité d'une monnaie se dégrade quand l'Etat en abuse pour financer son déficit budgétaire ou pour accroître la compétitivité extérieure de son économie » (Cavallo 1999 p.106).

¹⁸ Pour une présentation de cette dénaturation des *Currency Boards*, voir Ponsot (2001).

intermédiaires. Une monnaie nationale autonome est un attribut essentiel de souveraineté qu'un Etat accepte difficilement de voir disparaître. La *résistance institutionnelle* de la part des autorités peut prendre des formes diverses. La crispation autour de l'unité de compte nationale est généralement le premier réflexe adopté. Celle-ci peut s'exercer par la recherche d'un rétablissement rapide de la « crédibilité » monétaire à l'aide de mesures spectaculaires (indépendance de la Banque centrale, politiques monétaires restrictives, etc...) ou par la mise en action de moyens coercitifs (interdictions ou restrictions prononcées sur les dépôts en devises¹⁹, réglementation bancaire défavorable aux opérations libellées en devises, contrôle des mouvements de capitaux, etc²⁰...). L'efficacité de telles restrictions est néanmoins limitée. Dans le meilleur des cas, l'effet est transitoire et les agents économiques trouvent rapidement des moyens de contourner les mesures coercitives²¹.

Mieux vaut alors se tourner vers des solutions visant à limiter plus ou moins artificiellement les besoins en xénomonnaies (Balino, Bennett & Borensztein 1999 pp.25-28). Les politiques et pratiques d'indexation constituent un mode d'action privilégié. La mise à la disposition d'instruments monétaires et financiers indexés sur une monnaie étrangère représente une alternative solide à la dollarisation des actifs. Au Brésil, l'indexation des prix et des taux d'intérêts offre un cadre propice à l'atténuation des anticipations inflationnistes et donc à la limitation de la dollarisation.

Le maniement du cadre légal et institutionnel demeure cependant le principal bras de levier à la disposition des autorités pour tenter d'enrayer le processus de dollarisation. L'Etat dispose en effet du privilège de la définition de l'unité de compte et nationale. L'attribution de l'exclusivité du cours légal à la monnaie domestique peut donc en principe être maintenue quelque soit le niveau de la dollarisation. Décréter que seule l'unité de compte reconnue par l'Etat a cours légal n'est cependant pas une condition suffisante pour détourner les agents économiques de la xénomonnaie²². Plus que le maintien du cours légal de l'unité de compte domestique, c'est en réalité la préservation de celle-ci dans les transactions effectuées par l'Etat qui s'avère être le critère déterminant. En acceptant le règlement des impôts et taxes uniquement dans l'unité de compte qu'il a lui-même défini, l'Etat oblige les agents économiques à se procurer les moyens de paiement adéquats et à recourir à l'unité de compte « acceptée par l'Etat »²³. L'histoire regorge d'exemples où une autorité, légitime ou non, réussit à imposer ou à préserver son unité de compte et ses moyens de paiement²⁴.

Le degré d'officialisation de la dollarisation est déterminé par les transactions du secteur public, indépendamment du degré de la dollarisation de la sphère privée. Tant que le procédé fiscal consistant à obliger l'acquittement des taxes et impôts dans une monnaie domestique est validé, les autorités continuent d'exercer une forme de souveraineté monétaire. L'Equateur et le

¹⁹ Au Mexique, par exemple, seules les entreprises peuvent détenir des dépôts en devises.

²⁰ Pour une présentation plus détaillée des mesures coercitives, voir Balino, Bennett & Borensztein (1999 pp.27-28).

²¹ Outre l'essor de la dollarisation, les restrictions favorisent le développement d'autres pratiques monétaires « informelles » qui écorcent également la souveraineté monétaire de l'Etat. Sur ces phénomènes de monnaies parallèles, voir Blanc (2001).

²² Dans les cas extrêmes, cette attitude peut s'avérer risquée car en refusant de prendre acte de la situation les autorités accroissent leur propre illégitimité.

²³ On retrouve ici les principes majeurs de la théorie chartaliste. Sur cette question, voir Wray (1998).

²⁴ Cela était particulièrement explicite dans la diffusion des monnaies coloniales en Afrique auprès de populations locales souvent réfractaires aux instruments monétaires du colonisateur. La « monétarisation » a été consacrée dès lors que taxes et impôts ont été créés - impôts par capitation essentiellement -, incitant les populations autochtones à vendre leurs productions aux colons ou à proposer leurs services, afin de se procurer les instruments monétaires nécessaires au règlement des impôts.

Guatemala sont deux pays officiellement dollarisés. Mais si le dollar a cours légal dans les deux économies, le Guatemala a refusé pour l'instant d'institutionnaliser le dollar comme unique « monnaie acceptée par l'Etat ». Il reste en ce sens une économie monétaire souveraine – certes à un niveau modéré -, contrairement à l'Equateur.

Dans cette perspective, le *Currency Board* constitue une solution intermédiaire intéressante dans la mesure où l'unité de compte domestique est préservée à la fois pour les transactions internes à la sphère privée et pour celles opérées avec la sphère publique. Le symbole monétaire domestique est sauvegardé, même si les conditions rigides de son émission²⁵ restreignent considérablement le champ d'expression de la souveraineté monétaire.

3. Implications de la dollarisation intégrale et officielle

La littérature abondante relative à dollarisation étudie la dollarisation officielle et intégrale à travers une analyse coûts/avantages. Il en découle un cadre de recommandations préliminaires pour les éventuels candidats à l'adoption complète du dollar. Un examen approfondi des implications de la disparition de la monnaie domestique met en lumière les dangers induits par l'abolition de la Banque centrale.

3.1. Avantages présumés

Les bénéfices de la dollarisation totale se rapportent à la qualité de la monnaie importée et au caractère quasi-irréversible du dispositif monétaire mis en place. Les coûts de sortie étant encore plus élevés que pour un *Currency Board*, le système monétaire acquiert une « crédibilité » supérieure²⁶.

L'élimination de la monnaie nationale implique une *diminution des coûts de transaction*, la *disparition du risque de change* et donc la possibilité d'attaques spéculatives. La dollarisation intégrale et officielle apporte un triple avantage : (1) elle favorise les investissements étrangers, (2) elle favorise en principe l'investissement domestique et donc la croissance par la *baisse des taux d'intérêt* qu'elle engendre ; (3) la baisse des taux d'intérêt réduit également le service de la dette publique. Cette baisse des taux résulte d'une part de la disparition de la prime de risque sur la monnaie nationale et d'autre part de la baisse des coûts de gestion des opérations financières ; les taux d'intérêts domestiques se calquent sur ceux de l'économie émettrice de la xénommonnaie ; un écart de taux peut subsister mais celui-ci ne dépend plus que de la divergence des risques crédit entre les deux pays (Quenan 2001 p.7).

La dollarisation est propice à une *réduction de l'inflation* du fait de la convergence nominale qu'elle est censée appliquer. En réalité, la stabilité des prix ne résulte pas toujours des mécanismes d'ajustement automatiques censés s'appliquer au sein d'une zone monétaire. La dollarisation n'est pas une union monétaire et des écarts de croissance et d'inflation peuvent

²⁵ Dans un *Currency Board*, toute émission de monnaie par l'autorité monétaire est conditionnée à une augmentation équivalente des réserves en devise selon la parité en vigueur.

²⁶ On peut contester les arguments insistant sur l'irréversibilité de la dollarisation. En théorie, une économie dollarisée peut toujours réintroduire une monnaie domestique. L'implosion du *Currency Board* argentin, fin 2001, et les exemples historiques de dislocation des unions monétaires sont d'autres exemples invalidant le caractère irrévocable de ce type de décision. Il reste cependant vrai que l'ampleur des coûts économiques et politiques associés à la sortie n'invitent pas à l'envisager sérieusement autrement que dans des situations de crise grave.

subsister (Bogetic 2000 p.202). La stabilité monétaire est en fait davantage tributaire de l'*effet-discipline* associé à la mise en œuvre de conditions monétaires restrictives, en particulier l'impossibilité de financer le déficit public auprès de la Banque centrale par la création monétaire²⁷.

L'introduction de la monnaie étrangère a également des conséquences positives sur le système financier. La bancarisation de l'économie progresse avec l'augmentation de la confiance des agents dans le système bancaire. Une plus grande confiance des agents aurait également la vertu de faciliter l'intégration du marché financier domestique. Les banques profiteraient de la diminution de l'obligation de conserver un montant élevé de réserves (Bogetic 2000, p.202). La dollarisation va de paire avec l'internationalisation du système bancaire. A l'instar de l'économie panaméenne, l'économie bénéficierait alors de *marchés financiers plus profonds* et d'une facilité accrue d'emprunter ou de prêter sur ces marchés financiers internationaux (Bourguinat 2001 p.63).

3.2. Coûts et inconvénients présupposés

La perte de souveraineté monétaire incluse dans la dollarisation ne se réduit pas à la disparition d'un symbole d'identité nationale. Avant cela, elle implique surtout une annihilation de la politique monétaire et de change. Avec la disparition de la monnaie domestique, la politique économique ne peut plus recourir à l'instrument du taux de change. Le recours à toute forme de politique monétaire est également exclue. Les conditions monétaires domestiques sont intégralement subordonnées aux décisions de la Banque centrale émettrice de la xénommonnaie. Il en découle trois conséquences majeures.

Tout d'abord, il doit y avoir une étroite synchronisation des cycles entre l'économie dollarisée et l'économie émettrice, ce qui revient à adjoindre en faveur d'une forte intégration avec l'économie émettrice. Cette condition est d'autant plus indispensable que les orientations de la Banque centrale étrangère sont définies en tenant compte uniquement des besoins et spécificités de son économie. La dollarisation ne saurait être assimilée à une quelconque forme d'union monétaire dans laquelle le pouvoir de décision monétaire est partagé entre ses différents membres.

Ensuite, la contrainte d'ajustement qui s'exerce inévitablement lorsque l'on se situe au niveau de l'économie internationale devra trouver un autre mode de résolution que la modification du taux de change ou des taux d'intérêt. La flexibilité de l'économie réelle est primordiale. En réalité, la charge de l'ajustement reposera pour l'essentiel sur le marché du travail, véritable variable d'ajustement en dernier ressort. Une économie dollarisée doit donc être prête à des sacrifices parfois extrêmement douloureux en termes de réduction du PIB ou de coûts sociaux (baisses des salaires, chômage, faillites d'entreprises).

Curieusement, les plaidoyers en faveur de la dollarisation négligent cette perte d'indépendance de la politique monétaire. C'est qu'en réalité leurs auteurs considèrent cette subordination comme un fait établi, tant en ce qui concerne la régulation de la conjoncture que l'amélioration de la compétitivité structurelle. Ils préfèrent polariser leur attention sur trois autres catégories d'inconvénients : les coûts initiaux de la réforme monétaire ; la perte des « droits de seigneurage » ; la disparition de la fonction domestique de prêteur en dernier ressort.

²⁷ L'interdiction de toute monétisation du déficit public peut, à l'inverse, être interprétée comme un sérieux handicap. C'est le cas par exemple lorsque l'on se situe dans le cadre de la théorie de la *finance fonctionnelle*. Sur ce point, cf. Bell (2001).

La catégorie de coûts qui paraît la plus accessoire a trait aux conditions du passage à la xénomonnaie. La conversion des prix et la mutation du système de paiement implique des dépenses importantes (changements des distributeurs de billets, des logiciels informatiques des banques...).

La seconde catégorie de coûts a trait aux « pertes des droits de seigneurage ». L'abondante littérature sur le sujet distingue les pertes liées au seigneurage *brut* et celles liées au seigneurage *net*. Le *coût de seigneurage brut* ou *coût de stock* correspond au coût initial engendré par l'achat des pièces et billets auprès de la Banque centrale étrangère pour remplacer la monnaie nationale détenue par les banques et la population. La mise en circulation de la xénomonnaie s'opère soit à travers une mobilisation des réserves de change antérieures, soit à travers un emprunt extérieur. Les autorités monétaires se privent ainsi des revenus perçus sur leurs réserves préalables en devises ou subissent le coût des emprunts. Ce *coût de seigneurage brut* est d'autant plus faible que la *dollarisation de facto* antérieure est importante. A cet égard, le passage à la dollarisation à partir d'une économie sous *Currency Board* s'avère peu coûteux dans la mesure où en principe l'intégralité de la base monétaire est déjà couverte par la xénomonnaie. Plus généralement, la disparition de la monnaie domestique entraîne un manque à gagner résultant de la disparition des revenus tirés de façon permanente à travers les intérêts de la contrepartie de la base monétaire (Fischer 1982). On parle alors du *coût de seigneurage net* ou du *coût de flux*. En substituant directement de la xénomonnaie ne portant aucun intérêt à une base monétaire couverte par des bons du Trésor américain rémunérés, le gouvernement se prive de « revenus de seigneurage » .

Bien que les calculs laissent apparaître des manques à gagner souvent modestes²⁸ et que la notion de seigneurage demeure profondément ambiguë²⁹, les partisans de la dollarisation ont imaginé récemment des formules ingénieuses de « partage de seigneurage » entre les économies dollarisées. et les Etats-Unis. Les propositions américaines, synthétisées dans l'*International Monetary Stability Act* du sénateur Connie Mack (JEC 1999, JEC 2000) encouragent la signature d'accords bilatéraux, préfigurant ainsi un modèle de régime monétaire à mi-chemin entre la dollarisation unilatérale et l'union monétaire complète avec les Etats-Unis. De tels accords ne constitueraient cependant pas une nouveauté. Un dispositif relativement similaire fonctionne déjà au sein de la *zone monétaire commune* (CMA) constituée par la Namibie et le Lesotho autour du rand sud-africain. En Europe, des accords ou des conventions monétaires associant des Etats indépendants et des territoires autonomes (Monaco, Saint-Marin, Andorre, collectivités territoriales françaises, dépendances britanniques...) à l'union monétaire ont été conclus ou renouvelés récemment dans le cadre du passage à l'euro. Cependant, les formules envisagées restent très complexes³⁰ et appellent des négociations prolongées entre les signataires du traité d'association. C'est pourquoi R. Barro a préconisé des solutions plus simples, comme par exemple pour l'Argentine le transfert en une seule fois de l'équivalent en dollars de la circulation en peso (Barro 1999).

²⁸ Une estimation de ce transfert net négatif pour l'Argentine donne un chiffre de 700 millions de dollars par an, ce qui équivaut à 0,2% du PIB et 1,2% des recettes gouvernementales (Bourguinat 2001 p.65). D'autres calculs appliqués à l'Amérique du sud laissent apparaître un *coût de seigneurage* équivalent en moyenne à 2,3% du PIB, allant de 0,5% pour l'Argentine à 7% pour l'Equateur (Bogetic 2000 p.199).

²⁹ « Les pertes de seigneurage représentent une erreur de raisonnement résultant d'une compréhension erronée des mécanismes bancaires contemporains » (Cencini 2001 p.7).

³⁰ Velde et Veraciento (2000) proposent de calculer la valeur cumulée du seigneurage futur à partir d'une estimation actualisée du taux d'augmentation future de la base monétaire. Dans les propositions du *Joint Economic Committee*, la répartition du seigneurage s'établit comme suit : [(*Montant de base monétaire en dollars sur la période considérée* x *taux d'intérêt sur les bons du Trésor américain à 90 jours*) - *coûts nets de fonctionnement de la Fed*] x *part de l'économie dollarisée dans la base monétaire dollar* x *proportion du revenu de seigneurage payé par les Etats-Unis*.

La troisième catégorie d'inconvénients se rapporte à l'abandon de la disparition de la fonction de prêteur en dernier ressort assumée traditionnellement par la Banque centrale. Dans un *Currency Board*, cette fonction est déjà largement entamée par le principe de couverture intégrale de la base monétaire ; des modes d'intervention restent néanmoins possibles à travers la constitution de réserves de change excédentaires – c'est à dire d'un montant supérieur à 100% de la base monétaire – susceptibles d'être mobilisées en cas de tension sur la liquidité bancaire.

Il existe néanmoins tout un ensemble de mesures alternatives au prêteur en dernier ressort permettant de prévenir l'apparition de crises bancaires (Broda & Levy-Yeyati 2000). Une autorégulation des banques pourrait être encouragée par la constitution d'un système d'assurance privée auquel les banques seraient tenues de participer. Un fonds d'assurance des dépôts, par exemple, contribuerait à limiter les risques de ruées des déposants. Un système de compensation interbancaire efficace assurerait une allocation optimale de la liquidité. Par ailleurs, l'absence de Banque centrale capable d'assumer le rôle traditionnel de prêteur en dernier ressort n'empêche aucunement le gouvernement de prendre de initiatives visant à trouver des ressources en dollars qu'il pourrait utiliser pour injecter de la liquidité dans le système financier. Eichengreen désigne deux modes d'intervention possibles. Le gouvernement pourrait assurer la constitution d'un fonds de réserve en dollars susceptible d'être utilisé pour racheter les actifs détenus par des banques illiquides, voire pour assurer la recapitalisation de banques déficientes. Le gouvernement pourrait également recourir à l'emprunt, soit par l'émission de bons du Trésor, soit par l'utilisation de lignes de crédit pré-négociées auprès d'institutions financières étrangères, à la condition toutefois que celui-ci dispose de la capacité à prélever des impôts dans le futur pour rembourser sa dette (Eichengreen 2000 p.12). Cette seconde modalité d'intervention constitue en fait une tentative d'*exogénéisation de la fonction de prêteur en dernier ressort* pour pallier l'absence de prêteur en dernier ressort domestique.

Néanmoins, ces opérations ne sauraient être aussi efficaces que l'opération classique de prêt en dernier ressort d'une Banque centrale. Cette dernière, en effet, dispose d'un pouvoir d'émission monétaire *ex nihilo*. Sa capacité d'injection de liquidité dans le système bancaire est donc potentiellement illimitée et revêt un caractère spontané, contrairement aux procédures décrites précédemment. Les modes d'intervention proposés font l'objet d'un rationnement : les montants accumulés en prévision des mauvais jours sont limités et les lignes de crédit par les institutions financières sont plafonnées. La capacité d'intervention semble donc bien mince en cas de crise sévère. Outre le risque d'être confronté à une insuffisance de ressources, ces procédures de substitution s'avèreraient très coûteuses pour l'économie dollarisée.

3.3. La logique de l'économie monétaire de production contrariée

L'analyse coûts-avantages conduit à une évaluation de la désirabilité/faisabilité de la dollarisation intégrale et officielle et aboutit à des prescriptions en faveur ou en défaveur de ce régime monétaire (Quenan 2001). On peut chercher à dépasser cette approche en s'interrogeant sur le rapport que le principe de dollarisation entretient avec la nature *macroéconomique* de la monnaie. La conclusion est alors sans équivoque : la dollarisation entre en contradiction avec la logique de l'*économie monétaire de production*. Cette antinomie apparaît à un double niveau : (1) en éliminant la Banque centrale, la dollarisation tend à invalider le principe d'*endogénéité de la monnaie* ; (2) en remplaçant la monnaie nationale par une xénomonnaie, elle pose un défi au principe de *coïncidence entre l'espace monétaire et l'espace social de production*.

Les défenseurs de la *théorie de l'endogénéité de la monnaie* considèrent que la monnaie de crédit est créée par les banques pour répondre aux besoins de financement de la production.

L'offre de monnaie de crédit est *endogène*, en ce sens qu'elle ne fait que répondre aux demandes de financement des entreprises³¹. L'expansion de l'activité économique appelle une augmentation de la demande de crédit. Les banques vont chercher à répondre favorablement à cette situation pour augmenter leur production bancaire et leurs revenus. L'augmentation induite de la demande de liquidité - c'est à dire de la monnaie de règlement ultime que seule la Banque centrale est capable d'offrir – accroît la demande de refinancement. La Banque centrale est alors tenue d'intervenir en adaptant son offre de refinancement ; elle se doit d'être « accommodante ». L'endogénéité s'exerce ainsi à un double niveau : au niveau de la demande de crédit (monnaie de crédit) des entreprises auprès des banques commerciales ; au niveau de la demande de liquidité ultime (monnaie centrale) des banques auprès de la Banque centrale.

Or une économie officiellement et intégralement dollarisée implique en principe une disparition du second niveau d'endogénéité. Les banques domestiques sont privées de l'action de refinancement et de prêt en dernier ressort assurée habituellement par la Banque centrale. Si ce cadre restrictif est appliqué, la logique de l'endogénéité de la monnaie est contrariée et les banques tendent à restreindre leur activité du crédit en fonction de leur position de liquidité en xénomonnaie, au détriment de la croissance³².

Le non respect du principe d'*endogénéité monétaire* n'implique cependant pas une paralysie irrémédiable de la dynamique du crédit. Plusieurs voies de substitution peuvent être explorées pour compenser les implications de la dollarisation du système financier domestique :

- En premier lieu, de nombreuses *innovations financières* permettent aux banques d'accroître le volume brut de crédits en dépit d'une inélasticité de l'offre de liquidité ultime. Il ne s'agit ni plus ni moins que de renforcer l'efficacité du système de recyclage des liquidités, en accélérant par exemple la vitesse de circulation des dépôts. Cette dynamique tend néanmoins à accroître le risque global de liquidité et exacerbe la fragilité potentielle du système financier.
- En second lieu et comme il a été dit précédemment, l'ouverture internationale du secteur bancaire offre un mode de refinancement relativement aisé à l'extérieur des frontières. L'*externalisation de la fonction de prêt en dernier ressort* permet en effet aux banques de se procurer de la liquidité à travers deux canaux principaux : (1) soit de manière directe sur les euromarchés ; (2) soit de manière plus indirecte auprès de la Banque centrale émettrice de la xénomonnaie, à travers la banque maison-mère située dans le pays émetteur³³.
- Enfin, il est possible d'imaginer des mécanismes visant à rétablir des modalités de prêt en dernier ressort illimité au niveau domestique. L. Le Maux considère que moyennant quelques aménagements, le régime de dollarisation peut contenir un système d'alimentation en liquidité ultime. L'auteur part du constat historique de l'évolution spontanée des systèmes de type *Free Banking*, dépourvus au départ de Banque centrale, vers un système bancaire hiérarchisé. La coordination inévitable des banques pour procéder à des compensations interbancaires aboutit à une organisation efficace et moins coûteuse pour les banques, avec la désignation tôt ou tard d'une chambre de compensation. Au départ cette institution se contente de centraliser les réserves des banques en créditant (débitant) leurs comptes en fonction de leurs excédents (déficits) par rapport aux

³¹ Sous réserve bien sûr que celle-ci répondent aux critères de solvabilité fixés par les banques.

³² Pour une présentation différente mais aboutissant à la même conclusion, voir Cencini (2001 p.8).

³³ On retrouve ici la configuration des systèmes monétaires coloniaux de l'Empire britannique. Les banques locales étaient des filiales d'établissements financiers londoniens vers lesquels il suffisait de se tourner pour obtenir un refinancement indirect auprès de la Banque d'Angleterre.

autres banques. Mais assez rapidement, elle s'arroge le droit de créditer le compte des banques au-delà des limites fixées par les réserves déposées par les banques lorsque des besoins momentanés de liquidité se font sentir. « Ce mécanisme est tout simplement le mécanisme du crédit au niveau de la chambre de compensation qui crée de la monnaie interbancaire *ex nihilo* sous forme de découverts (prêts en blanc ou contre achat ou prise en pension de titres. La structure du système bancaire dollarisé est alors hiérarchisé. La chambre de compensation devient une banque supérieure et détient entre ses mains l'instrument du prêt en dernier ressort » (Le Maux 2001 p.15). Si l'on applique ce principe aux économies récemment dollarisées, l'émergence d'une chambre de compensation n'aura pas lieu d'être dans la mesure où ces économies sont généralement déjà pourvues de système local de compensation interbancaire. Cela signifie l'existence d'une « monnaie ultime » permettant de réaliser les paiements interbancaires. Des dispositions réglementaires peuvent alors être adoptées, conférant à l'institution en charge de la compensation – par exemple l'ancienne Banque centrale - le privilège de pouvoir de créer de la monnaie ultime *ex nihilo* par un simple jeu d'écritures (compte des banques crédités). Il convient de noter toutefois que cette prérogative de prêt en dernier ressort est circonscrite à une émission de monnaie ultime *scripturale*. L'institution en question n'est pas à même de fournir de la liquidité sous forme de monnaie manuelle (billets) puisque, par définition, la responsabilité de l'émission de billets ne lui incombe plus et relève de l'institut d'émission étranger. Cela signifie que dans le meilleur des cas la fonction de prêt en dernier ressort peut être assurée pour résorber une situation d'illiquidité interbancaire, mais pas pour dissiper une crise de liquidité née d'une ruée sur les guichets des déposants qui demanderaient la conversion de leurs dépôts en billets. Dans ce système, le principal danger provient du caractère rigide de l'offre de monnaie manuelle (billets). Ceci explique sans doute pourquoi la plupart des économies officiellement et intégralement dollarisées ont mis en place des dispositifs permettant la mise en circulation d'instruments monétaires émis localement (Equateur, Panama, Libéria, etc...).

La dollarisation entre en conflit avec la logique de l'*économie monétaire de production à un second niveau*. A l'instar de la nature *sociopolitique* de la monnaie, décrite précédemment, la dimension *macroéconomique* de la monnaie a pour point de départ le primat de l'unité de compte. Au cours de l'histoire, toute société humaine a eu besoin de dénombrer son « produit », ensemble de biens et services hétérogènes issus du travail des différents membres qui composent cette société. L'apparition de la monnaie ne répond pas à un besoin d'un intermédiaire des échanges, mais à celui de compter les biens. La monnaie permet de dénombrer le « produit », en établissant la correspondance entre une unité de compte et une quantité donnée de chaque bien. Les richesses créées, hétérogènes par nature, sont homogénéisées au sein d'un même espace. Par ce biais, la monnaie fournit une mesure de la production. *La monnaie norme la production au sein d'un même espace : celui de l'économie monétaire de production*³⁴ : l'espace monétaire coïncide ou fusionne avec l'espace de production.

³⁴ C'est dans le régime capitaliste salarial que cette opération de mesure de la production apparaît le plus aisément. L'acte de rémunération des salaires constitue en effet le mode de monétisation de la production le plus évident et confirme la validité du lien monnaie-production souligné par Keynes. A ce titre, on oublie trop souvent un élément primordial donné par Keynes dans la *Théorie générale* pour désigner l'économie monétaire de production : la proposition de considérer l'unité de salaire comme le pilier du processus d'homogénéisation des grandeurs économiques.

L'organisation des espaces économiques n'est pas neutre. Depuis l'avènement d'une organisation des espaces politiques autour des Etats-nations, la coïncidence *espace monétaire/espace de production* incite à privilégier le couple *one money/one nation*, décrit par Helleiner (1999) et Cohen (2001). Si l'Etat-nation constitue, encore aujourd'hui, le cadre majeur de la fusion *espace monétaire/espace de production*, il ne représente cependant pas le cadre exclusif de cette relation. D'autres modes de fusion l'ont précédé (communauté, sociétés primitives...) et lui succéderont sans doute. Le principe *one money/one nation* est de plus en plus contesté. Plusieurs phénomènes viennent battre en brèche ce principe : la mondialisation, la constitution de la zone euro, le développement des monnaies parallèles et, ce qui nous intéresse ici, la dollarisation. Or si ces différents éléments remettent bien en cause la relation *espace monétaire/espace national*, ils ne sauraient invalider la coïncidence entre *espace monétaire* et *espace de production* : quelque soit le mode d'organisation des espaces politiques, une unité de compte spécifique à un espace monétaire norme un espace de production intégré (que celui-ci revête la forme d'une société primitive ou celle plus contemporaine de l'Etat-nation).

En apposant une monnaie « étrangère » sur un système de production national isolé, la *dollarisation officielle et intégrale* pose un défi certain au principe de coïncidence entre *espace monétaire* et *espace de production*. Désormais, deux *espaces de production* cohabitent au sein d'un *espace monétaire* commun. L'*espace de production* équatorien et l'*espace de production* américain partagent ainsi l'*espace monétaire* du dollar.

Quelles sont les conséquences de telles distortions ? Pour répondre à cette question, on peut s'appuyer sur la *théorie des zones monétaires optimales* qui a connu de multiples développements depuis les années 1960. Si l'on cherche à évaluer le degré d'optimalité des zones monétaires constituées à partir des économies dollarisées ou candidates à la dollarisation, force est de constater que peu d'entre elles remplissent avec l'économie émettrice de la xénomonnaie les critères de la *zone monétaire optimale*. Le principal critère rendant pertinent la constitution d'un espace monétaire unifié est le *degré d'ouverture commerciale*. Cela ne peut concerner que de micro-territoires déjà fortement intégrés à l'économie principale. En Argentine par exemple, seulement 20% des exportations concernent les Etats-Unis ; l'adoption du dollar ne se justifie donc pas. Le second critère d'optimalité se rapporte à la *mobilité du facteur travail* (intra et intersectoriel). Là-encore, ce facteur ne constitue pas un élément significatif d'ajustement en terme de ZMO³⁵. Le troisième critère, celui des *transferts financiers intra-zones*, est tout aussi insignifiant. En l'absence de coopération renforcée, la résolution des chocs asymétriques semble donc devoir se reporter sur le dernier facteur, celui de la *flexibilité des salaires*. La marge d'ajustement reste cependant étroite : les marchés du travail se rapprochent rarement du modèle idéal néoclassique et le corps social n'est pas toujours prêt à jouer le jeu de la flexibilité des salaires.

En dépit d'une intégration commerciale et financière parfois élevée, les espaces dollarisés ne sauraient constituer des *zones monétaires optimales* : l'absence de mécanismes communs d'ajustement (flexibilité partagée des prix et des salaires, mobilité du travail, intensité des flux de capitaux, transferts financiers susceptibles de compenser les chocs asymétriques et les écarts intra-régionaux), à laquelle s'associe l'absence de sensibilité commune aux chocs, ne plaide pas en faveur de la dollarisation. Bien au contraire, une analyse en termes de ZMO invite à recommander la solution de la dollarisation dans les cas où elle n'est pas envisagée -par exemple en Tunisie et au Maroc, où les parts des exportations à destination de l'UE atteignent

³⁵ Les mouvements de personnes sont largement découragés par les distances, les différences culturelles et linguistiques, la diversité de la structuration des marchés du travail, mais surtout par les politiques d'immigration des pays-centres (cf. par exemple l'attitude de l'UE à l'égard des populations désireuses de quitter les économies euroisées de l'ex-Yougoslavie – Kosovo, Monténégro, Bosnie-Herzégovine).

respectivement 70% et 50% - et à la déconseiller là où elle est projetée –Argentine- où vient d’être réalisée –Equateur- (Bourguinat 2001 p.70).

En supprimant les monnaies nationales, la dollarisation permet certes de mesurer le degré de *convergence nominale* : l’unicité de l’unité de compte au sein de la zone dollarisée rend une comparaison des prix aisée et tend en théorie à harmoniser ces derniers. Mais au-delà de cette *convergence nominale*, la dollarisation ne doit pas faire oublier les efforts à fournir en matière de *convergence réelle*, c’est à dire les coûts liés à *l’hétérogénéité a priori des conditions de production et de répartition au sein d’un espace monétaire homogène* car centré sur la même unité de compte. Comme dans tout processus d’intégration, les disparités des variables réelles ou structurelles, au départ importantes, doivent s’estomper rapidement pour assurer la réussite de la dollarisation. Avant la dollarisation, les taux de change étaient préservés et susceptibles d’être utilisés comme variable d’ajustement ; des productions nationales aux niveaux de productivité hétérogènes pouvaient subsister et restées compétitives sur les marchés internationaux. Mais avec la dollarisation, l’instrument du taux de change a disparu ; les divergences réelles (productivité, salaires réels, fiscalité...) apparaissent au grand jour et les producteurs inégalement armés se retrouvent en concurrence au sein de l’espace monétaire homogène. Le risque est alors d’aboutir à une spécialisation cantonnant l’économie dollarisée dans une production demandant beaucoup de main d’œuvre peu qualifiée ou à un développement massif du chômage dans des branches mises en concurrence directe avec les industries à haute valeur capitalistique de l’économie d’ancrage³⁶.

4. Dollarisation, monnaie internationale et hégémonie monétaire

La dollarisation officielle ranime, s’il en était besoin, les discussions autour du statut des monnaies internationales. Le processus de substitution pure et simple de monnaies nationales par des devises-clés accroît, en effet, le poids de ces dernières au niveau international et accrédite la thèse d’un second processus plus global, celui de la consolidation monétaire autour de trois blocs monétaires centrés sur le dollar, l’euro et le yen. Face à la montée de l’utilisation de devises-clés en dehors de leur zone d’émission, quelle est l’attitude des économies émettrices ? Compte tenu de la prééminence de la dollarisation stricto sensu sur l’euroisation, l’analyse de l’attitude américaine est privilégiée. L’hypothèse d’un élargissement du statut de l’euro comme monnaie internationale rend incertaine la pérennité de la position attentiste des Etats-Unis.

4.1. Le *benign neglect* des Etats-Unis

L’officialisation récente du dollar comme unité de compte en Equateur et au Salvador, son éventualité à un moment comme mode de sortie de la loi de convertibilité sans cesse répétée en Argentine, ou encore les projets d’union monétaire au sein de l’ALENA, voire à l’ensemble des Amériques (« *Western hemisphere* »), sont autant de phénomènes qui ont obligé les autorités américaines à dévoiler leurs positions face à la dollarisation. En principe, trois stratégies demeurent envisageables pour les Etats-Unis (Cohen 2001) :

- le découragement actif de la dollarisation,

³⁶ Pour une plus approche similaire appliquée au contexte de la monnaie unique européenne, voir Gnos (2000).

- la neutralité passive (la politique du « *benign neglect* ») ;
- l'encouragement actif en faveur de la dollarisation.

Actuellement, la seconde stratégie est privilégiée par Washington et l'on peut penser qu'elle le restera tant que la prééminence du dollar sur la scène internationale sera préservée. Seule une éventuelle remise en cause de la suprématie du dollar par l'euro pourrait inciter les Etats-Unis à modifier les plans actuels. La position américaine résulte des prises de position internes au Trésor, à la Fed et au Département d'Etat, et s'appuie sur la prise en compte des avantages et inconvénients, aussi bien économiques, politiques que géostratégiques, découlant de la dollarisation.

Les avantages économiques à attendre s'établissent à quatre niveaux. Tout d'abord, la dollarisation renforcerait le « privilège exorbitant » dont bénéficient déjà les Etats-Unis en faisant accepter leur propre monnaie dans les transactions internationales, en contradiction avec le principe selon lequel « nul ne peut payer avec sa propre dette » ; les Etats-Unis resteraient ainsi préservés de la charge de l'ajustement. Ensuite, la dollarisation intégrale préserverait les Etats-Unis de la rémunération des réserves en dollars accumulées par les économies étrangères non-dollarisées, sous la forme de bons du Trésor américain par exemple. Ensuite, la dollarisation serait source de diminution des coûts de transaction, grâce à l'élimination du risque de change. Cet avantage serait partagé avec l'économie dollarisée. Cela impliquerait un avantage plus général, celui d'instaurer un environnement plus stable et donc favorable au commerce et aux investissements américains (JEC 2000).

Quant aux inconvénients économiques, ils ont trait pour l'essentiel aux conséquences potentielles sur la politique monétaire américaine d'une circulation sans cesse élargie du dollar à l'étranger. L'offre et la demande de dollar dans les économies dollarisées, non contrôlées par la Fed, ne risquent-elles pas d'affecter la liquidité globale du dollar et par ce biais d'influencer les décisions de la politique monétaire américaine ? Par ailleurs, que se passerait-il si une ou plusieurs économies dollarisées décidaient de réintroduire leurs propres monnaies ? La dé-dollarisation ne risquerait-elle pas de provoquer une dépréciation du dollar sur les marchés des changes ? On le voit, les risques d'une extension de la dollarisation se rapportent à la supposée perte de contrôle du pouvoir monétaire. On touche alors à la question de la souveraineté monétaire et aux implications de nature (géo)politique posée par la dollarisation.

Les Etats-Unis peuvent tirer un intérêt (géo)politique de la dollarisation à un double niveau. Tout d'abord, en exerçant, seuls, le *pouvoir monétaire* affilié au dollar, les Etats-Unis établissent implicitement une relation hiérarchique avec l'économie dollarisée. Comme le note B. Cohen : « A travers la dollarisation, les Etats-Unis acquièrent un instrument d'influence potentiellement puissant. La relation avec un pays dollarisé est clairement hiérarchisée – impliquant un lien de domination et de dépendance – et cette hiérarchisation signifie inévitablement une vulnérabilité » (Cohen 2001 p.4). Une telle vulnérabilité ne peut que renforcer l'autorité américaine qui dispose alors d'un pouvoir de coercition potentiel. L'exemple des sanctions prises en 1988 à l'encontre du Panama et ses conséquences sur l'économie domestique – recul du PIB de 18,6% – montrent l'étendue et l'efficacité des moyens d'action³⁷. Le second intérêt (géo)politique a trait au *prestige* que la dollarisation peut apporter aux Etats-Unis. La monnaie, on l'a vu, exerce un rôle symbolique, dont ne privent généralement pas les émetteurs ; elle est un moyen de cultiver l'identité nationale. « Passant de main en main,

³⁷ La crise du Panama, économie dollarisée depuis 1904, a éclaté en 1988, à la suite de la volonté américaine de renverser le Général Noriega, accusé de corruption et de pratiques favorables au trafic de drogue. Washington a réussi à démonétiser l'économie panaméenne : les avoirs panaméens dans les banques américaines ont été gelés ; les paiements et virements en dollar à destination du Panama ont été interdits ; la crise de liquidité a contraint à la fermeture plusieurs banques locales, obligeant les autorités locales à chercher à créer une monnaie de substitution.

observés en détail dès l'enfance, mémorisés par un usage quotidien et familial, pièces et billets constituent des instruments de communication et de propagande de premier choix. En tant qu'objets de circulation perpétuelle et de diffusion très large, ils sont en mesure de véhiculer des messages disposant d'une réception sans équivalent, virtuellement illimitée, contribuant ainsi à façonner l'image de marque du pouvoir émetteur » (Caire 2001 p.1). La disparition de ce symbole d'identité et son remplacement par le dollar rappelle donc à ses utilisateurs et à chaque instant la suprématie, voire l'hégémonie des Etats-Unis. La dollarisation implique le renforcement de l'influence du dollar et de ce qu'il représente à travers le modelage au quotidien des croyances et les perceptions de chacun³⁸.

Si les autorités américaines maintiennent une stratégie de non-coopération à l'égard de la dollarisation, c'est d'abord parce que cette attitude permet de tirer des avantages géo(politiques) sans engager directement la responsabilité américaine dans les affaires monétaires et financières des économies dollarisées. Contrairement à tout traité d'association monétaire, la dollarisation officielle unilatérale n'implique aucun engagement formel de la part des Etats-Unis. En particulier, la Fed n'est pas tenue d'assurer instantanément le rôle de prêteur en dernier ressort auprès des banques de l'économie dollarisée.

4.2. L'euroisation, défi au dollar ?

On peut s'interroger sur la pérennité de cette attitude passive de la part des Etats-Unis pour au moins trois raisons.

- Tout d'abord, les autorités américaines peuvent-elles réellement rester indifférentes aux situations monétaires et financières des économies dollarisées ? Même si la dollarisation est censée diminuer les risques de soubresauts monétaires et financiers, ceux-ci ne sont pas à exclure ? Par exemple, quelle serait la réaction des Etats-Unis, face à une sévère et brutale crise de liquidité dans une économie dollarisée – hypothèse largement plausible compte tenu de l'absence supposée de prêteur en dernier ressort domestique - ? Se contenteraient-ils de rester immobiles face à une crise susceptible d'affecter les banques américaines, étant donné la large implication de ces dernières dans les économies dollarisées ? Comme toute Banque centrale confrontée à la montée d'un risque systémique, la Fed (relayée par le FMI) ne déclencherait-elle pas des modes d'action de prêt en dernier ressort ?
- Ensuite, il convient de prendre en compte l'impact de l'effet-taille de l'économie dollarisée. En effet, si la stratégie du *benign neglect* à l'égard d'économies de taille relativement réduite telle que l'Equateur ou le Salvador s'avère très confortable pour les Etats-Unis, en serait-il autant si la dollarisation atteignait des économies plus importantes telles que le Mexique, le Brésil ou l'Argentine ?
- Enfin et surtout, la position américaine ne peut être détachée de l'évolution de l'euro sur la scène internationale. Si l'euro était amené à concurrencer le dollar en tant que devise internationale, nul doute que la stratégie américaine se ferait plus active. Il est tout à fait significatif que les positions favorables à la dollarisation aux Etats-Unis ont progressé au fur et à mesure que l'unification monétaire se

³⁸ Le façonnement des croyances et des perceptions à travers les pratiques monétaires de dollarisation reste cependant une arme à double tranchant : la dollarisation peut, certes, renforcer le prestige de l'émetteur, mais comme le rappelle B. Cohen (2001 p.5), elle peut également être la cible des critiques et contribuer à ternir l'image de l'émetteur ; par exemple, la crise équatorienne a fait naître des attaques contre la « dollarisation de la pauvreté » et des réactions hostiles aux Etats-Unis.

concrétisait en Europe et que les projets d'intégration monétaire des PECO - voire du Maghreb - à l'UE prenaient de l'ampleur.

Pour l'instant, les autorités européennes font officiellement peu de cas de la montée du rôle international de l'euro et l'euroisation ne fait officiellement pas partie des préoccupations majeures. L'euroisation du Monténégro et du Kosovo, ainsi que son éventuelle extension dans les Balkans, est d'abord la conséquence logique de la deutschmarkisation de la région ; elle répond à des impératifs de stabilisation monétaire dans une perspective d'intégration monétaire. Néanmoins plusieurs éléments concourent à la remise en question de cette apparente neutralité européenne quant au statut international de l'euro. Un des principaux arguments en faveur de la création de la monnaie unique n'était-il pas la constitution d'une monnaie capable de s'opposer au dollar et d'affirmer l'Europe en tant que puissance ? L'évolution du taux de change euro/dollar ne constitue-t-elle pas un élément de représentation symbolique de la «force » ou de la «faiblesse » de l'euro ? Ne peut-on pas voir dans la décision de la BCE d'émettre des billets de 200 et 500 euros la volonté de concurrencer le billet vert de 100 dollars, véritable réserve de valeur internationale³⁹ ?

Ainsi les velléités hégémoniques ne sont-elles pas absentes des prises de décision européennes. Une fois encore, les considérations (géo)politiques ont emboîté le pas aux motivations économiques. Dans cette perspective, l'euroisation apparaît comme un instrument parmi d'autres pour contrer l'hégémonie du dollar. Si cette dynamique s'accélérait, les Etats-Unis ne se contenteraient sans doute plus de la simple assistance technique et logistique qu'ils apportent en cas de dollarisation.

Conclusion

K. Schuler fait remarquer à juste titre que l'enjeu essentiel posé par la dollarisation est celui de la *souveraineté monétaire*, mais que curieusement les économistes ont consacré peu de leurs travaux à ce sujet (Schuler 2000). Cette appréhension de la question de la *souveraineté monétaire* à travers le thème de la dollarisation oppose deux approches. La première approche considère qu'il est temps d'abandonner l'idée de *souveraineté monétaire* - « [...] concept qui a trop souvent été utilisé pour excuser les mauvaises performances que les Banques centrales ont imposé à leurs concitoyens » (Schuler 2000 p.6) – et de la remplacer par le concept de *souveraineté du consommateur*, développée initialement par l'économiste sud-africain W.H. Hutt (1940). On aboutit alors à l'idée selon laquelle ce sont les préférences des agents économiques qui doivent définir le cadre monétaire et non un pouvoir central. Conformément aux préceptes hayékiens, les agents doivent pouvoir choisir librement les instruments monétaires qui leur sont offerts par le marché. La dollarisation ne fait que refléter la préférence des agents pour une xénomonnaie de qualité plutôt que pour une autre et s'inscrit dans le contexte général de mondialisation et de privatisation : « Les symboles économiques traditionnels de souveraineté seront bientôt des dinosaures. Partout dans le monde, les compagnies aériennes, de téléphone, les banques, ainsi et les autres institutions, autrefois des forteresses représentatives des nations, sont en voie de privatisation et placées sous le contrôle

³⁹ « Compte tenu de l'écrasante préférence des étrangers et de l'économie souterraine à utiliser des billets à dénomination élevée, la décision [de la BCE] d'émettre des grosses coupures constitue un mouvement agressif visant à s'accaparer une large part de la demande de devises fortes provenant des pays en développement » (Rogoff 1998 p.264). La dénomination de 500 euros représente, en effet, une valeur nettement supérieure à celle attachée aux plus grosses coupures utilisées antérieurement en Europe. Le billet de 500 euros a été introduit, en principe, pour rassurer les Allemands ; mais à la veille de la mise en circulation de ces billets, la principale demande provenait de l'extérieur de la zone euro, en particulier de Russie.

du marché. [...] Il est temps pour les politiques de réduire le spectre des souverainetés monétaires en traitant les monnaies comme ce qu'elles sont : de simples intermédiaires des échanges » (Farrell & Lund 2000 pp.56-57).

La seconde approche rejette cette conception de la monnaie comme un simple intermédiaire des échanges et réhabilite l'idée de *souveraineté monétaire*. Les difficultés éprouvées par les économies émergentes pour mener à bien des politiques monétaires et change conformes à leurs besoins et à l'impératif de crédibilité ne doivent pas inciter à préconiser leur annihilation. Plus fondamentalement, dans sa *dimension sociopolitique*, la monnaie est un symbole d'identité nationale. La dollarisation apparaît alors comme un symptôme de crise. Dans sa *dimension macroéconomique*, la monnaie norme la production ; chaque espace monétaire coïncide avec un espace social de production et de répartition spécifique. La dollarisation signifie la juxtaposition d'un espace monétaire unique et de plusieurs espaces de production distincts. A la différence de l'union monétaire, la *souveraineté monétaire* n'est pas partagée ; les orientations monétaires sont l'apanage exclusif de l'émetteur de la xénomonnaie. La dollarisation officielle et intégrale n'est donc une solution envisageable que pour un nombre restreint de situations :

- soit à titre « définitif » pour une économie de taille réduite, très fortement intégrée à l'économie émettrice de la xénomonnaie - aussi bien au niveau commercial qu'aux niveaux financier et politique-, présentant une bonne flexibilité de son marché du travail et une fiscalité en harmonie avec celle du pays d'ancrage ; c'est le cas de la plupart des économies officiellement dollarisées (encadré 1) ; il convient d'ajouter qu'une dollarisation négociée avec le pays émetteur est préférable à la dollarisation « unilatérale » ;
- soit à titre « définitif » pour une économie jouant le rôle de plateforme financière internationale, off-shore ou non ; c'est le cas du Panama, des Iles Anglo-Normandes, du Liechtenstein, de Monaco... ;
- soit à titre « provisoire » pour des économies soumises au chaos monétaire et financier après un conflit, une séparation d'un ensemble politique déterminé, et pour lesquelles n'émerge pas encore un statut politique précis (Kosovo, Erythrée) ; dès lors que le statut politique apparaît clairement, la création d'une monnaie domestique devient envisageable ; un *Currency Board* peut être établi pour asseoir la reconstruction (Bosnie-Herzégovine) ;
- soit à titre « transitoire » pour des économies destinées à intégrer prochainement une union monétaire ; les débats actuels sur l'euroisation des PECO avant leur adhésion à l'UE puis à l'UEM s'inscrivent dans cette perspective.

Il existe néanmoins un argument de poids en défaveur de l'euroisation des pays candidats à l'adhésion : seuls ceux qui auront suivi le processus d'intégration classique et respecté les critères d'adhésion pourront à terme adopter l'euro. C'est pourquoi la Commission européenne s'est opposé à toute forme d'euroisation des pays candidats. Ces pays devront renforcer leur convergence et attendre plusieurs années avant d'utiliser l'euro comme monnaie officielle... contrairement au Monténégro et au Kosovo où l'euro circule depuis le 1^{er} janvier 2002.

Bibliographie

- AGLIETTA, M. [2001], « Money: A Matter of Credit and Trust », mimeo., séminaire *Crises monétaires d'hier à aujourd'hui*, Paris.
- ALLEGRET, J.-P. [1993], « Keynes et Sraffa : la question de l'étalon de mesure en économie internationale », Atelier *Histoire monétaire* du GdR *Monnaie et financement* (CNRS), Paris 1-2 avril.
- ANDERSON, B. [1991], *Imagined Communities. Reflections on the Origins and Spread of Nationalism*, Verso, Londres.
- BALINO, T., BENNETT, A. & BORENSZTEIN, E. [1999], « Monetary Policy in Dollarized Economies », *IMF Occasional Paper* 171.
- BARRO, R. [1999], « Let the Dollar Reign from Seattle to Santiago », *Wall Street Journal* 8 mars.
- BELL, S. [2001], « Exchange Rate Regimes and Policy Choices: Why Do Nations Choose Currency Boards? », mimeo. *Money Seminar*, CFEPS/University of Missouri and Kansas City.
- BLANC, J. [2001], *Les monnaies parallèles. Unité et diversité du fait monétaire* L'Harmattan, Paris.
- BOGETIC, Z. [2000], « Official Dollarization: Current Experiences and Issues », *Cato Journal* 20.2, hiver, pp.179-213.
- BOURGUINAT, H. [2001], *L'euro au défi du dollar. Essai sur la monnaie universelle*, Economica, Paris.
- BRODA, C. & LEVY YEYATI, E. [2000], « Dollarization and the Lender of Last Resort », mimeo., MIT, 18 octobre.
- CAIRE, G. [2001], « Les monnaies comme mass medias : du franc à cheval de 1360 aux portails, fenêtres et ponts de 2002 », Colloque *Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie*, Poitiers 14-16 novembre.
- CALVO, G. & VEIGH, C. [1996], « From Currency Substitution to Dollarization and beyond », in G. Calvo & C. Veigh, *Money Exchange Rates and Output*, MIT Press, pp. 153-175.
- CAVALLO, D. [1999], « La qualité de la monnaie », *Economie Internationale* 80, pp.103-118.
- CENCINI, A. [2001], « What Future for the International and the European Monetary Systems? », mimeo. Centre for Banking Studies, Lugano.
- COHEN, B.J. [2000], « Dollarisation : la dimension politique », *L'Economie Politique* n°5, pp.88-112.
- COHEN, B.J. [2001], « Monetary Governance in a World of Regional Currencies. U.S. Policy on Dollarisation: A Political Analysis », mimeo.
- DEAN, J. [2000], « De Facto Dollarization », Conference *To Dollarize or not to Dollarize: Exchange Rate Choices for the Western Hemisphere*, Ottawa, Canada, 4-5 octobre.
- EICHENGREEN, B. [2000], « When to Dollarize », Conference on *Dollarization and Cooperation to Achieve Sound Money*, Federal Reserve Bank of Dallas, 6-7 mars.
- FARRELL, D. & LUND, S. [2000], « The End of Monetary Sovereignty », *The McKinsey Quarterly* 4, pp.56-67.
- FISCHER, S. [1982], « Seigniorage and the Case for a National Money », *Journal of Political Economy* 90, avril, pp.295-313.
- GNOS, C. [2000], « Les Etats-nations européens à l'épreuve de la monnaie unique », Colloque CEDECE : *La dynamique de la démarche communautaire dans la construction européenne*, Poitiers.
- HANKE, S.H. [1999], « Dollarisation-Linchpin of the New International Financial Architecture », *Central Banking* 9.4 pp.63-68.

- HELLEINER, E. [1999], « Denationalising Money ? Economic Liberalism and the ‘National Question’ in Currency Affairs », in GILBERT, E. & HELLEINER, E. (dir.), *Nation States and Money*, Routledge, Londres.
- HUTT, W.H. [1940], « The Concept of Consumers’ Sovereignty », *Economic Journal* 50.197, pp.66-77.
- INGHAM, G. [2001], « De nouveaux espaces monétaires ? », Conférence de l’OCDE: *L’avenir de l’argent*, Luxembourg, 11-13 juillet.
- JEC [1999], « Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets », (Kurt Schuler) Joint Economic Committee Staff Report, Congrès américain, Washington, avril.
- JEC [2000], « Basics of Dollarization », (Kurt Schuler) Joint Economic Committee Staff Report, Congrès américain, Washington, janvier.
- KEYNES, J.M., [1971], *A Treatise on Money* (1913), «The Collected Writings of John Maynard Keynes » vol. V, Macmillan/Cambridge University Press, Londres.
- LE MAUX, L. [2001], «Dollarisation et Euro-isation officielles : analyse critique et alternative », mimeo., LED-EPEH/MINI-FORUM.
- POLITRONACCI, E. [2002], « L’euro et les Etats et territoires associés à l’Union monétaire », *Bulletin de la Banque de France* 97/janvier, pp.45-56.
- PONSOT, J.-F. [2001], «Le *Currency Board*, le carcan de la convertibilité intégrale au nom de la stabilité et de la crédibilité monétaire », *Techniques Financières & Développement* 61, pp.39-48.
- QUENAN, C. [2001], «La dollarisation : avantages et inconvénients », *Techniques Financières & Développement* 61, pp.5-16.
- ROGOFF, K. [1998], «Blessing or Curse? Foreign and Underground Demand for Euro Notes », in BEGG, D. & alii (dir.), *EMU. Prospects and Challenges for the Euro*, Blackwell, Oxford, pp.261-303.
- SALAMA, P. [1988], *La dollarisation*, Agalma-La Découverte, Paris.
- SCHULER, K. [1999], « The Problem with Pegged Exchange Rates », *Kyklos* 52.1, pp.83-102.
- SCHULER, K. [2000], « What Use is Monetary Sovereignty? », mimeo., août.
- THERET, B. [1998], « Les dimensions sociopolitiques de la monnaie », *Revue du Marché Commun et de l’Union Economique* 422, octobre ; reprod. in : *Problèmes Economiques* 2597, pp.26-30.
- VELDE, F. & VERACIENTO, M. [2000], «Dollarization in Argentina. Economic Perspectives », *Foreign Reserve Bank of Chicago*, 1^{er} trimestre.
- WRAY, R. [1998], *Understanding Modern Money, The Key to Full Employment and Price Stability*, Edward Elgar, Cheltenham.