

Dollarisation intégrale

Avantages et inconvénients

Andrew Berg
Eduardo Borensztein



Dollarisation intégrale

Avantages et inconvénients

Andrew Berg
Eduardo Borensztein



©2000 Fonds monétaire international

Directeur de la collection
Jeremy Clift
Département des relations extérieures du FMI

Couverture
Massoud Etemadi
Section des travaux graphiques du FMI

Édition française
Division française
Bureau des services linguistiques du FMI
Traduction : Pierre Pellerin
Corrections et PAO : Martine Rossignol-Winner

ISBN 1-55775-994-4

ISSN 1020-7724

Décembre 2000

Pour obtenir les publications du FMI,
adressez votre commande à :

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430 Fax : (202) 623-7201
E-mail : publications@imf.org
Internet : <http://www.imf.org>

Préface

La collection des Dossiers économiques vise à présenter à un vaste public de non-spécialistes quelques-uns des sujets d'actualité sur lesquels travaillent les services du FMI. La matière provient pour l'essentiel de documents de travail — études techniques qui sont établies par des membres des services du FMI et des chercheurs invités — ainsi que de documents de synthèse.

Ce numéro s'inspire des documents de travail du FMI n^{os} 00/50 et 00/29, respectivement intitulés «The Pros and Cons of Full Dollarization» et «The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies», préparés par Andrew Berg et Eduardo Borensztein. Les lecteurs peuvent se procurer ces documents au prix de 10 dollars chacun auprès du Service des publications du FMI. La version anglaise de la présente brochure a été préparée par Charles S. Gardner.

Avantages et inconvénients de la dollarisation intégrale

Depuis la disparition du système de taux de change fixes de Bretton Woods, il y a près de trente ans, le vieux problème de la mise en place d'un système viable de taux de change est devenu de plus en plus complexe, et les choix offerts aux pays plus variés.

Le choix du système de change le plus propice s'est compliqué à mesure que le commerce mondial et les marchés des capitaux poursuivaient leur intégration. De nouveaux problèmes ont surgi, et de nouvelles solutions ont été proposées quant au régime de change le plus apte à promouvoir les objectifs de développement de chaque pays. La plus récente de ces solutions est la dollarisation intégrale, système en vertu duquel les pays renoncent entièrement à utiliser leur propre monnaie et adoptent comme moyen de paiement légal une devise mondiale stable — le dollar des États-Unis la plupart du temps.

Vue sous l'angle d'un pays à monnaie forte, la dollarisation intégrale peut paraître plus radicale qu'elle ne l'est en réalité : la plupart des pays en développement utilisent déjà le dollar américain ou une autre monnaie forte dans une plus ou moins grande mesure, en particulier pour les contrats financiers (voir l'encadré 1, «Qu'est-ce que la dollarisation?»). Avec la dollarisation intégrale, on passe de l'utilisation limitée et officieuse d'une monnaie étrangère à son utilisation officielle pour la totalité des transactions.

La dollarisation intégrale a pour avantage principal d'éliminer le risque d'une dépréciation soudaine et brutale du taux de change et de permettre au pays de profiter d'une réduction des primes de risque attachées à ses emprunts internationaux. Les économies dol-

Encadré 1. Qu'est-ce que la dollarisation?

La présente brochure met l'accent sur la *dollarisation intégrale*, c'est-à-dire l'adoption officielle de la monnaie d'un autre pays pour la totalité des transactions financières, avec l'exception possible des pièces de monnaie. Lorsqu'on envisage ce choix de régime de change, il convient de garder à l'esprit deux questions importantes :

- Le terme *dollarisation* est un raccourci pour désigner l'utilisation par un pays donné de la monnaie d'un autre pays. Ce choix du régime de change pose les mêmes problèmes, peu importe que l'on parle de l'utilisation du *rand* sud-africain par les pays d'Afrique australe ou de l'*euro* par les pays d'Europe de l'Est.
- La plupart des pays en développement — et des pays en transition qui commencent à peine à adopter les mécanismes du marché — appliquent déjà une forme officieuse et limitée de dollarisation. À des degrés divers, leurs habitants possèdent déjà des devises et des dépôts bancaires libellés en devises dans les banques résidentes. Dans les pays à taux élevé d'inflation, il peut arriver qu'on utilise déjà le dollar ou une autre monnaie forte parallèlement à la monnaie nationale pour les transactions quotidiennes.

Cette dollarisation officieuse est une réaction à l'instabilité économique et à l'inflation élevée; elle traduit la volonté des gens de diversifier et de protéger leurs actifs contre les risques de dévaluation de la monnaie nationale. Il convient à cet égard de faire une distinction entre les deux motifs de la demande de monnaies étrangères : la *substitution de la monnaie* et la *substitution des actifs*.

Dans le cas de la *substitution de la monnaie*, la monnaie étrangère sert essentiellement de moyen de paiement et d'unité de compte. Cette tendance s'observe typiquement en conditions d'inflation élevée ou d'hyperinflation, lorsque le coût élevé de l'utilisation de la monnaie

larisées pourraient ainsi bénéficier de l'effet d'une plus grande confiance des investisseurs internationaux, d'un rétrécissement de la marge de taux d'intérêt sur leurs emprunts internationaux, d'une baisse des coûts budgétaires et d'une hausse de l'investissement et de la croissance.

nationale pour les transactions pousse le public à chercher des solutions de rechange. Une fois prise, l'habitude d'utiliser une monnaie étrangère pour les transactions risque d'être tenace. Cette dollarisation a connu une vogue persistante qui est allée en s'accéléralant dans certains pays d'Amérique latine et d'Asie au cours des récentes années, même après la stabilisation de l'inflation.

La *substitution des actifs* est une tendance qui découle de l'évaluation comparée du risque et des possibilités de rendement des actifs libellés en monnaie nationale et en devises. Historiquement, les actifs libellés en monnaies étrangères ont permis à leurs détenteurs de se prémunir contre les risques macroéconomiques — par exemple, l'instabilité des prix et les périodes prolongées de dépression qui ont sévi dans de nombreux pays en développement. Même après le retour de la stabilité, les actifs libellés en monnaies étrangères peuvent continuer à jouer ce rôle d'assurance si leurs détenteurs croient qu'il persiste un risque, même minime, de retour de l'inflation.

Il existe entre la dollarisation officielle et la dollarisation intégrale des différences importantes qui peuvent poser des problèmes de transition aux autorités qui envisagent cette solution. Dans un régime entièrement dollarisé, toutes les dettes publiques et privées sont libellées en dollars, et les comptes publics et privés doivent l'être également. Pour réaliser cette conversion, les pays doivent décider du taux de conversion en dollars des dettes, des contrats et des actifs anciens.

Finalement, la stabilité promise par la dollarisation est relative en soi puisque le dollar américain — comme toute autre monnaie forte choisie par le pays — verra sa valeur fluctuer par rapport à celle des autres monnaies largement échangées dans le monde. Depuis la disparition du système de Bretton Woods, ces fluctuations ont parfois été importantes.

À propos de l'arrimage

Les avantages susmentionnés peuvent-ils justifier les coûts de l'abandon par un pays de sa monnaie nationale? Les réponses à cette question sont complexes et dépendent, en dernière analyse, des cir-

constances particulières à chaque pays. Cependant, de plus en plus de pays envisagent sérieusement la dollarisation intégrale comme moyen de s'adapter à l'évolution de l'économie mondiale et, en particulier, aux changements survenus au cours des vingt dernières années.

Au cours de la période inflationniste des années 80, le débat sur les régimes de change des pays en développement était focalisé sur le rôle de l'arrimage des taux de change. En cette matière, diverses options sont envisageables, y compris le rattachement de la monnaie à un panier d'autres monnaies (par exemple, celles des partenaires commerciaux), l'indexation de la monnaie, par un moyen ou un autre, au taux d'inflation, ou même le regroupement dans une zone monétaire, comme l'ont fait beaucoup de pays d'Afrique francophone en liant leurs monnaies au franc français.

Au cours des années 90, l'inflation mondiale a été enrayerée tandis que les capitaux devenaient de plus en plus mobiles, et l'ampleur des flux beaucoup plus importante. La reprise des investissements a certes été bien accueillie, mais elle a posé une nouvelle menace : l'accentuation de la fréquence et de la gravité des attaques spéculatives contre les monnaies que les marchés des capitaux jugeaient exposées à une dévaluation.

Les victimes de ces crises monétaires ont en général maintenu une certaine forme de rattachement des taux. En conséquence, l'idée a commencé à faire son chemin que, dans un contexte de forte mobilité des capitaux, l'arrimage des taux de change était une perche tendue aux spéculateurs et que seuls les choix tranchés comme le flottement libre ou l'arrimage ferme dans le cadre d'une caisse d'émission étaient viables. La caisse d'émission, régime en vertu duquel la monnaie nationale est entièrement garantie par des réserves internationales, est la forme la plus tranchée d'arrimage des taux de change.

Les partisans de la dollarisation contestent l'une et l'autre de ces options. Selon eux, le flottement libre est sans avenir dans beaucoup de pays en développement puisqu'il risque d'aboutir à une volatilité excessive du taux de change. Jusqu'à maintenant, seuls les pays en développement les plus grands, dotés d'un système financier relativement développé, comme la Corée, le Brésil et le Mexique, ont opté pour cette solution. Même si elles sont limitées dans le temps,

ces expériences ont donné des résultats satisfaisants jusqu'à maintenant, sans provoquer de perturbation majeure.

Entre-temps, les caisses d'émission ont été les victimes d'attaques spéculatives ruineuses. L'Argentine et la Région administrative spéciale de Hong Kong¹, qui utilisaient avec succès des caisses d'émission, ont récemment connu des épisodes de contagion qui se sont traduits par une hausse brutale des taux d'intérêt et une récession.



Les attraits de la dollarisation

Le débat faisait toujours rage quand Carlos Menem, alors Président de l'Argentine, a suggéré en 1999 l'adoption par son pays du dollar américain en guise de solution ultime à sa longue histoire de problèmes de monnaie et de change. Par ailleurs, en janvier 2000, l'Équateur, qui était aux prises avec une grave crise économique et politique, décidait d'adopter le dollar E.U. en tant que monnaie ayant cours légal dans le pays.

D'éminents économistes ont commencé à préconiser la dollarisation pour pratiquement tous les pays en développement, et même pour certains pays industrialisés. S'appuyant en partie sur l'exemple de l'euro, certains ont fait valoir que le Canada devrait opter pour le dollar E.U. dans le contexte de l'évolution actuelle de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA).

Il est très difficile de peser le pour et le contre de la dollarisation intégrale, compte tenu de l'absence pratiquement totale de faits d'expérience en cette matière. Le Panama est en effet le seul pays

¹Région administrative spéciale de la République populaire de Chine

un tant soit peu important à avoir adopté une monnaie étrangère — le dollar E.U. — en tant que monnaie ayant cours légal. Or, ce pays est relativement petit et il entretient avec les États-Unis des liens historiques, politiques et économiques très étroits. Les exemples dont nous aurions besoin devraient en outre porter sur une période plus longue que celles qui servent habituellement à l'évaluation des politiques monétaires et des politiques de change. Cette situation s'explique par le caractère quasi définitif de la dollarisation et par le fait que certains de ses avantages ne sauraient se faire sentir qu'à long terme.

La présente analyse compare la dollarisation intégrale à son «concurrent» le plus proche, la caisse d'émission. Cette comparaison met en lumière les principales conséquences de la dollarisation, et les aspects qui la distinguent de l'adoption d'un arrimage très ferme de la monnaie. Par ailleurs, si les coûts et les avantages d'une caisse d'émission devaient être au moins équivalents à ceux de la dollarisation, la première option serait alors la plus simple et la plus souhaitable pour un pays cherchant à arrimer fermement son taux de change.

Les différences entre les régimes de caisse d'émission et de dollarisation sont peu nombreuses, mais importantes. La dollarisation se distingue surtout par son caractère (quasi) définitif. Il serait bien plus difficile de revenir sur la dollarisation que de modifier ou d'abandonner un système de caisse d'émission. En fait, les principaux avantages de la dollarisation découlent de sa crédibilité, elle-même liée à sa quasi-irréversibilité. Pourtant, pour certains pays et dans certaines circonstances particulières, cette même irréversibilité pourrait imposer un tribut très lourd.

La dollarisation intégrale est, pour l'État, synonyme d'une perte de seigneurage (voir l'encadré 2, Qu'est-ce que le seigneurage?), ce qui n'est pas le cas pour le régime de caisse d'émission. Par contre, le pays dollarisé, en supprimant entièrement le risque de dévaluation de sa monnaie, profite de ce fait d'une baisse des taux d'intérêt sur ses emprunts à l'étranger.

L'analyse qui suit examine toutes ces questions en détail. La quantification des économies qu'on peut tirer d'une baisse des taux d'intérêt est plus complexe qu'il n'en paraît à première vue, mais il est

Encadré 2. Qu'est-ce que le seigneurage?

La notion ancienne de seigneurage, qui correspond essentiellement au bénéfice tiré par l'État de la différence entre le coût de production des pièces et leur pouvoir d'achat (qui est supérieur), s'applique également aux billets : si on fait abstraction du coût minime de l'impression des billets, le seigneurage correspond simplement à l'augmentation du volume de la monnaie nationale en circulation.

La monnaie peut être assimilée à une dette qui ne porte pas intérêts, et le droit de frapper monnaie est une source de recettes pour l'État. En outre, les réserves obligatoires des banques peuvent également ne pas porter intérêts (ou être rémunérées bien en dessous du prix du marché), contribuant ainsi également au bénéfice du seigneurage. Ainsi, le flux annuel de seigneurage est fréquemment mesuré à l'aune de l'augmentation du stock de monnaie centrale (somme de la monnaie en circulation et des réserves obligatoires).

La banque centrale peut se servir de la monnaie pour acquérir des actifs qui portent intérêts — par exemple, des devises, des effets publics et des créances aux banques privées. Dans un régime de caisse d'émission, par exemple, la banque centrale doit constituer une réserve de devises d'un montant égal à la monnaie nationale en circulation. En émettant des titres de créance qui ne portent pas intérêts (la monnaie) et en détenant des actifs portant intérêts (devises, etc.), la banque centrale réalise un bénéfice *brut* auquel on donne aussi souvent le nom de seigneurage.

possible d'estimer ce que sera en gros le coût des pertes de seigneurage. Les effets importants sur la stabilité économique et l'intégration financière mondiale échappent par ailleurs à toute quantification. La décision de renoncer à toute possibilité de dévaluation peut avoir des répercussions coûteuses pour certains pays, et négligeables pour d'autres. Par ailleurs, tous les pays se doivent de prendre en compte les conséquences d'une réduction du rôle de prêteur en dernier ressort et d'appui aux systèmes bancaires nationaux qu'entraîne la dollarisation intégrale.

La dollarisation est-elle donc le régime de change à retenir, en particulier pour les pays en développement? Tout dépendra des caractéristiques particulières à chaque pays, mais un examen plus

approfondi de ses avantages et de ses inconvénients pourra fournir des éléments de réponse.



La prime de risque

La réduction de la prime de risque-pays appliquée aux emprunts contractés à l'étranger et la baisse des taux d'intérêt payés par l'État et les investisseurs privés comptent parmi les avantages immédiats de la suppression du risque de dévaluation. Des taux d'intérêt plus bas et une plus grande stabilité des mouvements internationaux de capitaux se traduisent par une diminution du service de la dette publique, qui s'accompagne d'une progression de l'investissement et de la croissance économique.

Il n'est pas facile de mesurer l'ampleur de ce gain potentiel. L'Argentine, qui utilise aujourd'hui une caisse d'émission avec parité fixe d'un peso pour un dollar E.U., fournit un bon exemple des difficultés que présente ce calcul. La tendance persistante des créanciers à exiger des taux d'intérêt supérieurs, pour les emprunts libellés en pesos, à ceux pratiqués pour les emprunts libellés en dollars montre bien qu'ils craignent toujours l'abandon par l'Argentine de la parité fixe. Cependant, les taux d'intérêt sur les titres émis par l'État argentin ou sur les titres privés libellés en dollars sont supérieurs à ceux des emprunts émis par les pays avancés, ce qui reflète le plus grand risque souverain associé à l'Argentine.

Avec la dollarisation, les primes d'intérêt liées au risque de dévaluation disparaîtraient, mais pas le risque souverain. Comme l'État et le secteur privé peuvent choisir d'emprunter en devises ou en monnaie nationale dans l'économie déjà fortement dollarisée de l'Argen-

tine, ils peuvent déjà éliminer le coût du risque de dévaluation en empruntant des dollars. La question centrale est donc celle-ci : la dollarisation intégrale, en éliminant le risque de change, permettrait-elle de réduire sensiblement la prime de risque de défaillance appliquée aux emprunts en dollars?

L'étude du rendement de titres aux caractéristiques différentes peut aider à mieux comprendre les distinctions faites par les marchés entre le risque souverain et le risque de dévaluation. Le risque souverain peut se mesurer à l'aune de l'écart qui existe entre les titres libellés en dollars émis par l'État argentin et les titres du Trésor américain. Cet écart a eu tendance à se rétrécir avec le temps, mais s'établissait toujours à 3,3 points de pourcentage en moyenne en 1997–98. Le risque de dévaluation peut de son côté se mesurer à l'écart qui existe entre les euro-obligations libellées en pesos et celles libellées en dollars, lequel s'établissait en moyenne à 2,5 % au cours de la même période.

Les opinions divergent quant à la part du risque de défaillance — ou risque souverain — qu'il est justifié d'attribuer au risque de dévaluation. Bien que les données indiquent une évolution parallèle des deux types de risque, aucun lien de causalité ne peut en être déduit dans un sens ou dans l'autre. En fait, il est plausible que les marges d'intérêt sur les titres libellés en dollars et en pesos dépendent des mêmes facteurs. Par exemple, un mouvement mondial des investisseurs vers la qualité élèverait à la fois le risque de défaillance mesuré et le risque de dévaluation. Dans un tel scénario, la dollarisation ne permettrait pas de réduire beaucoup les marges d'intérêt des titres libellés en dollars.

Dans une économie entièrement dollarisée comme celle du Panama, par exemple, l'absence de risque monétaire ne met pas ce pays à l'abri des fluctuations de l'opinion des marchés sur les économies émergentes. De plus, comme l'évolution des marges d'intérêt des titres panaméens ne saurait refléter un risque de dévaluation, il en découle qu'au moins une part des marges des titres argentins ne saurait être attribuée uniquement au risque de change.

Le risque de dévaluation peut accroître le risque souverain pour plusieurs raisons. Par exemple, les gouvernements pourraient, dans leurs efforts pour éviter une crise monétaire, accroître les risques de défaillance. C'est ce qui est arrivé au Mexique en 1994 lorsque les

autorités ont émis un volume trop grand d'obligations libellées en dollars E.U. ou indexées à cette monnaie afin de défendre le peso. Un gouvernement peut également choisir d'imposer un contrôle des mouvements de capitaux aboutissant à la suspension, par d'autres débiteurs, des paiements au titre de leurs dettes libellées en dollars. C'est ce que les autorités russes ont fait en 1998, bloquant ainsi l'accès des débiteurs privés aux sources de devises et les empêchant de ce fait d'assurer le service de leur dette extérieure. Par contre, la dévaluation peut également réduire le risque de défaillance en améliorant l'économie et la situation budgétaire d'un pays, comme elle l'a fait dans le cadre du Système monétaire européen. Même les dévaluations qui ont dans un premier temps pour effet de ralentir l'économie peuvent améliorer les perspectives économiques à long terme et ainsi réduire le risque souverain.

Seule l'analyse des données historiques sur l'évolution des taux d'intérêt de pays individuels peut permettre d'obtenir un aperçu de l'ampleur de la réduction des primes de risque que permettrait la dollarisation, et de déduire l'évaluation que feraient les marchés du risque souverain en l'absence de risque de crise monétaire.



Seignuriage

Un pays qui adopte une devise étrangère comme monnaie légale perd le seignuriage, c'est-à-dire les recettes que peuvent tirer les autorités monétaires de leur droit de frapper monnaie. Le coût immédiat de cette renonciation peut être important, et il se répète année après année.

La perte de seignuriage due à la dollarisation se produit sur deux plans. Premièrement, à mesure que le dollar remplace la monnaie na-

tionale, les autorités monétaires doivent acheter les stocks de monnaie nationale détenus par la population et par les banques, ce qui équivaut à remettre à ces dernières le supplément de seignuriage accumulé au fil du temps. Deuxièmement, les autorités monétaires doivent renoncer aux gains que leur aurait procurés chaque année la frappe de nouvelle monnaie destinée à satisfaire la demande croissante.

Dans le cas de l'Argentine, le coût du rachat de la monnaie nationale en circulation atteindrait environ 15 milliards de dollars, soit environ 4,0 % du produit intérieur brut (PIB). De plus, la perte de seignuriage attribuable à l'augmentation prévisible de la demande de monnaie atteindrait environ 1,0 milliard par an (0,3 % du PIB).

Pour les pays qui ne disposent pas déjà de réserves suffisantes de devises pour procéder au rachat de la monnaie nationale, l'opération pourrait entraîner des coûts indirects supplémentaires. Les pays qui ne disposent pas des crédits nécessaires pour emprunter les dollars de leurs réserves seraient obligés de les accumuler graduellement à même l'excédent au compte courant. Or, le coût de cette opération en termes d'investissements sacrifiés peut être très élevé pour les pays, habituellement en développement, qui auraient d'ordinaire eu avantage à maintenir un déficit important des transactions courantes.

Ce que perdraient en termes de seignuriage les pays optant pour la dollarisation, les États-Unis le gagneraient. Il pourrait donc paraître logique que les autorités américaines envisagent de partager leurs gains dans une plus ou moins grande mesure avec les pays dollarisés. L'entente intervenue entre l'Afrique du Sud et les trois autres pays qui utilisent le rand (Lesotho, Namibie et Swaziland) constitue un précédent à cet égard. Par ailleurs, même si les États-Unis n'ont signé aucune entente de partage du seignuriage avec le Panama ni aucun autre pays dollarisé, des projets en ce sens ont été portés à l'attention du Sénat américain.



Stabilité

Aussi importants que puissent paraître la répartition des risques et le seignuriage, la dollarisation peut présenter d'autres avantages, moins immédiats mais à terme plus substantiels. En plus d'accroître le coût des emprunts des pays en développement, les crises monétaires ont des effets catastrophiques sur l'économie de ces pays. Au Mexique, le PIB a subi une chute de 7 % en 1995, et les pays asiatiques frappés par des crises de change ont subi des baisses du PIB variant entre 7 et 15 % en 1998. La plupart des pays gravement touchés par les plus récentes crises ont choisi de dévaluer et de laisser flotter leur monnaie, mais même les pays dotés d'une caisse d'émission comme la Région administrative spéciale de Hong Kong et l'Argentine ont été victimes de féroces assauts spéculatifs qui n'ont pas manqué de provoquer un grave recul de leurs économies.

La dollarisation n'écarterait pas le spectre des crises externes puisque les problèmes budgétaires et les déficiences du système financier d'un pays risquent tout autant de faire fuir les investisseurs. Ce type de «crise de l'endettement» peut être tout aussi dommageable que les autres; de fait, le Panama en a déjà traversé plusieurs.

La dollarisation promet cependant de réduire les fluctuations de l'opinion des marchés puisque l'élimination du risque de change permettrait de réduire la fréquence et l'échelle des crises et des phénomènes de contagion. De plus, des flux de capitaux très volatils provoquent des fluctuations brutales du cycle conjoncturel dans les économies émergentes, même lorsqu'ils ne s'accompagnent pas d'une crise liée à la balance des paiements.

Effet sur le commerce et les liens financiers

La dollarisation intégrale aurait également pour effet, à terme, de faciliter l'intégration avec les économies du monde entier et d'atténuer de ce fait le risque d'isolement du système financier des pays qui optent pour ce régime, un aspect qui milite puissamment en sa faveur. La dollarisation pourrait en outre contribuer à l'assainissement du secteur financier et promouvoir ainsi une croissance éco-

nomique forte et durable. Cela repose sur l'idée que la dollarisation serait perçue comme un changement institutionnel irréversible propice à une baisse de l'inflation et favorable à la responsabilité financière et à la transparence.

La dollarisation peut en outre amener un degré d'intégration commerciale avec les États-Unis, ou tout autre pays dont la monnaie est adoptée, qui n'aurait pas été envisageable autrement. Selon un certain nombre d'études, l'intégration commerciale, mesurée par le volume des échanges et les différences de prix, serait plus poussée entre les provinces canadiennes qu'entre ces dernières et les États américains pourtant plus proches géographiquement. Les provinces canadiennes commercent en effet environ vingt fois plus entre elles qu'avec les États-Unis. L'utilisation d'une monnaie commune pourrait donc constituer un facteur vital de l'intégration des marchés, compte tenu du coût assez modique des transactions transfrontières États-Unis/Canada et du caractère limité des restrictions aux échanges entre les deux pays.

La dollarisation pourrait également favoriser une plus grande intégration des marchés financiers. Un des effets les plus profonds de la dollarisation du Panama a été l'intégration poussée de son système bancaire à celui des États-Unis, ainsi qu'au système mondial, notamment depuis la libéralisation importante réalisée en 1969–70.



Option de sortie

En optant pour la dollarisation intégrale, un pays se prive de toute possibilité d'avoir une politique monétaire et une politique de change autonomes. Cette situation peut paraître identique à celle

créée par l'arrimage ferme dans le cadre d'une caisse d'émission, qui interdit lui aussi la dévaluation. Toutefois, un pays qui opte pour la caisse d'émission se ménage une porte de sortie, pour peu qu'il ait à se dégager d'une situation désespérée. En fait, c'est l'élimination de ce risque de dévaluation qui constitue l'objectif principal de la dollarisation intégrale.

Utilité de la dévaluation. Des chocs importants — par exemple, une hausse considérable des prix mondiaux du pétrole ou la baisse du prix d'un produit d'exportation important — peuvent pousser un pays à dévaluer sa monnaie. Autrement, ces chocs devraient être absorbés par une baisse des salaires nominaux et par des ajustements des prix intérieurs et une récession grave risquerait alors de devenir inévitable, en particulier dans les économies caractérisées par un marché du travail rigide.

Des expériences comme l'abandon de l'étalon or et la dévaluation du franc CFA en 1994 suggèrent qu'en cas de chocs inattendus et gravissimes, une porte de sortie peut être véritablement utile. Pendant la Grande Dépression, par exemple, les pays industrialisés qui se sont le mieux tirés d'affaire sont ceux qui ont renoncé le plus rapidement au régime de taux fixes de l'époque — l'étalon or. Ainsi, l'Argentine a suspendu la convertibilité très tôt, et a pris des mesures énergiques pour neutraliser l'impact monétaire des sorties de capitaux pour stimuler l'économie, réussissant ainsi à amortir le choc de la crise.

Dans un exemple plus récent, les pays d'Afrique de l'Ouest et d'Afrique centrale appartenant à la zone franc, et donc fermement arrimés à une monnaie forte, ont eux aussi décidé de dévaluer le franc CFA pour résister aux effets de chocs exogènes graves et d'une croissance léthargique. La zone franc, qui regroupe 14 pays, ressemble à une caisse d'émission avec sa monnaie entièrement convertible et dont la parité avec le franc français a été maintenue de 1948 à 1994. À partir du milieu des années 80 et jusqu'au début des années 90, cette zone a été confrontée à une stagnation de la production, à une détérioration des termes de l'échange et à une hausse marquée de ses coûts de main-d'œuvre, doublées d'une appréciation nominale du franc français (et par le fait même du franc CFA) vis-à-vis du dollar des États-Unis. Les 14 pays ont donc décidé en 1994 de dévaluer

le franc CFA de 50 %, réalignement qui a débouché sur un revirement de l'activité économique en termes de production, d'exportation et d'investissements.

En somme, les pays peuvent tirer parti de la dévaluation, à condition que les responsables de leur politique économique soient crédibles, puisque l'anticipation inflationniste y sera vraisemblablement moindre que dans les pays affligés par des politiques budgétaires et monétaires déficientes. Ainsi, la dévaluation du franc CFA a eu peu d'incidence sur l'inflation puisqu'elle s'est appuyée sur une longue histoire de dépendance exclusive sur les ajustements internes pour réagir aux chocs exogènes.

Dévaluations à coût élevé. Les exemples précités donnent à conclure que certains pays dotés d'un régime à parité fixe pourraient perdre énormément en renonçant à se ménager une porte de sortie. Toutefois, l'inverse est tout aussi envisageable si la politique monétaire est déficiente et si les anticipations inflationnistes sont très sensibles à l'évolution du taux de change. Dans ces pays, une dévaluation peut engendrer une hausse brutale des prix intérieurs et compliquer toute tentative de modification du taux de change réel. De même, dans les économies dollarisées au point où le dollar est souvent devenu l'unité de compte de fait, une dévaluation poussera rapidement à la hausse les prix intérieurs, limitant de ce fait l'efficacité de l'opération. Ce sont d'ailleurs là les raisons principales pour lesquelles l'Argentine a opté au départ pour une caisse d'émission.

Les pays où la dollarisation des actifs financiers est déjà très avancée ont une raison supplémentaire d'éviter la dévaluation. Si les banques ou les entreprises d'un pays ont emprunté des sommes importantes en dollars, toute dévaluation aura un effet négatif sérieux sur leur bilan. Même si les banques prêtent ensuite ces mêmes dollars aux entreprises nationales, maintenant ainsi l'équilibre entre les créances libellées en dollars et leurs engagements dans la même monnaie, elles n'en seront pas pour autant à l'abri d'un risque de change. Une dépréciation brutale de la monnaie nationale entraînera en effet une baisse importante des recettes en dollars de leurs clients, réduisant ainsi l'aptitude de ces derniers à assurer le service de leurs dettes en dollars.

Comme l'ont démontré les crises monétaires survenues au Mexique en 1994 et en Asie de l'Est en 1997, les dévaluations sur fond de systèmes bancaires affaiblis et d'engagements en devises importants du secteur privé nuisent à la santé financière des banques et des entreprises, ce qui perturbe gravement l'activité économique. Ainsi, la dévaluation peut devenir une solution d'un coût prohibitif pour les économies hautement dollarisées, et la transition vers une dollarisation intégrale ne pas signifier la perte d'un moyen d'action important.



Rôle de prêteur en dernier ressort et stabilité du système financier

Si la dollarisation intégrale protège le système bancaire contre le risque de dévaluation, elle n'élimine pas toutes les sources de crises bancaires. Il peut même arriver, lorsque survient une telle crise, qu'elle nuise au rôle de prêteur en dernier ressort de l'État et à la capacité de la banque centrale de réagir aux situations d'urgence du système financier.

Il convient ici de distinguer le rôle de la banque centrale dans l'opération d'un guichet de réescompte, pour alimenter les banques en liquidités à court terme, de son rôle ultime de garante de la stabilité des systèmes financiers et de paiements en cas de ruée sur les dépôts des banques. La dollarisation ne devrait pas nuire outre mesure à l'aptitude des autorités à fournir des liquidités à court terme au système, ou à venir en aide aux banques individuelles en difficulté. La banque centrale (ou son équivalent) pourra jouer ce rôle si elle a constitué à l'avance les réserves requises ou si elle a la possibilité d'obtenir des lignes de crédit auprès des banques internationales.

Par contre, l'État perd une partie de son aptitude à faire face à une soudaine ruée sur les guichets affectant l'ensemble du système. En cas de perte de confiance généralisée, les autorités se trouveront incapables de garantir l'ensemble du système de paiements ou la totalité des dépôts bancaires. À la limite, c'est le droit de créer de la monnaie qui permet à la banque centrale de garantir au-delà de tout doute que les créances (en monnaie nationale) seront honorées entièrement et en toutes circonstances. À partir du moment où elle perd ce droit, son rôle de prêteur en dernier ressort s'en trouve limité. Un pays entièrement dollarisé qui a déjà épuisé ses réserves en devises pour rétablir ses stocks de monnaie nationale pourrait bien se trouver à court de ressources.

Un coussin pour les caisses d'émission. Les caisses d'émission ne peuvent créer de la monnaie centrale qu'à condition d'accumuler les réserves correspondantes; elles se heurtent donc pratiquement aux mêmes restrictions que les autorités monétaires d'une économie dollarisée. Il existe toutefois des cas où des pays dotés d'une caisse d'émission se sont permis de créer de la monnaie sans la garantir intégralement par des réserves, en partie pour se donner les moyens de gérer des crises bancaires. Ainsi, pendant la crise du peso de 1995, l'Argentine a pu accommoder en partie la conversion des dépôts libellés en pesos en dépôts libellés en dollars détenus à l'étranger, ainsi qu'en dollars au comptant.

En diminuant provisoirement les réserves requises pour couvrir la monnaie centrale, les autorités pouvaient accroître l'émission de dollars au comptant et fournir aux banques les crédits en dollars dont elles avaient besoin pour rester à flot. Suite aux attaques spéculatives de 1997 sur le dollar de Hong Kong, l'Autorité monétaire de Hong Kong a créé en septembre 1998 un guichet de réescompte pour alimenter les banques en liquidités à court terme; ce système s'est avéré plus souple et moins coûteux que les solutions retenues antérieurement. On pense que le nouveau système réduira la volatilité des taux d'intérêt intérieurs à court terme. Toutefois, le volume maximal des réescomptes est limité, et l'Autorité monétaire les garantit intégralement par des réserves en devises.

Dans une économie dotée d'une caisse d'émission, la capacité de réagir à une ruée sur les banques est forcément limitée. En fait,

même si on fait abstraction des restrictions imposées par un tel système, l'aptitude de la banque centrale à se dégager d'une crise financière en utilisant simplement la planche à billets est limitée. L'injection de liquidités dans le système bancaire pour l'empêcher de faire défaut aux déposants risque de conduire à des pressions encore plus grandes sur les réserves en devises ou sur le taux de change.



Conclusions

Voici quels sont, en résumé, les avantages et les inconvénients principaux de la dollarisation :

Avantages

- La dollarisation permet d'éviter les crises liées à la monnaie ou à la balance des paiements. Sans monnaie nationale, il ne peut y avoir de forte dévaluation, ni de menace de sorties soudaines de capitaux motivées par la crainte d'une dévaluation.
- Une intégration plus étroite avec l'économie américaine et les économies du monde entier serait facilitée par la baisse des coûts de transaction et l'assurance de la stabilité des prix exprimés en dollars.
- En mettant définitivement un terme au financement par création monétaire, la dollarisation pourrait contribuer à renforcer les institutions financières et à stimuler l'investissement intérieur et international.

Inconvénients

- Les pays hésiteront probablement à abandonner leur monnaie, laquelle est vue comme un symbole national, surtout s'il est question de la remplacer par la monnaie d'un autre pays. On peut donc s'attendre en pratique à une résistance politique presque certaine, et qui risque vraisemblablement d'être farouche.
- Sous l'angle économique, le droit de frapper monnaie est source de recettes pour l'État. Ce bénéfice de la banque centrale, appelé seigneurage, est transféré dans les caisses de l'État. Il serait perdu pour les pays dollarisés et gagné par les États-Unis, sauf si ce pays consentait à les partager.
- En optant pour la dollarisation, un pays se priverait de toute possibilité d'avoir une politique monétaire et une politique de change autonomes, y compris d'utiliser les crédits de la banque centrale pour injecter des liquidités dans son système bancaire en cas de crise.

Quel est donc le bilan de la dollarisation intégrale? En faisant trop la part des choses, cette analyse peut paraître frustrante, mais cela est

inévitable compte tenu de la complexité du problème et de l'état actuel des connaissances. Certes, on peut au moins estimer les avantages potentiels d'un abaissement des taux d'intérêt ou le coût des pertes de seigneurage, mais plusieurs des aspects les plus importants comme l'utilité de ménager une porte de sortie et les protections que procure la possibilité pour la banque centrale de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort sont pratiquement impossibles à quantifier.

Quels pays ont des chances de tirer avantage de la dollarisation? Le premier groupe est celui des pays dont l'intégration commerciale et financière avec les États-Unis est très avancée. Cependant, la plupart des économies d'Amérique latine ont une structure assez différente de celle des États-Unis et, sauf à s'inscrire dans le contexte d'une intégration de marché poussée de type Union européenne, la dollarisation ne leur profiterait guère.

Le débat actuel se focalise sur une autre catégorie de candidats : les pays à marché émergent exposés à des flux de capitaux volatils, mais pas nécessairement proches des États-Unis sur le plan économique. Plus le dollar est utilisé sur les marchés intérieurs de biens et de capitaux de ces pays, moins ils ont intérêt à conserver leur monnaie nationale. Dans une économie déjà fortement dollarisée, le seigneurage serait une faible source de recettes (et le coût lié au rachat de la monnaie nationale restante serait minime), les engagements des banques et des entreprises rendraient les dévaluations financièrement risquées et le taux de change serait un instrument inutile en raison de la «rigidité» des prix exprimés en dollars. Dans de telles conditions, la dollarisation pourrait être plus avantageuse que coûteuse.



Le texte intégral (en anglais) du document de travail original, accompagné des tableaux et des graphiques auxiliaires, est disponible sur le site Web du FMI (<http://www.imf.org/EXTERNAL/PUBS/CAT/shortres.cfm>).

La Collection des Dossiers économiques

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuli Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* Département des finances publiques du FMI. 1998.

-
17. *La libéralisation des mouvements de capitaux : aspects analytiques.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferreti et Andrew Tweedie. 1999.
 18. *La privatisation dans les pays en transition : leçons de la première décennie.* Oleh Havrylyshyn et Donal McGettigan. 1999.
 19. *Fonds de couverture : que savons-nous vraiment d’eux?* Barry Eichengreen et Donald Mathieson. 1999.
 20. *La création d’emplois : pourquoi certains pays font-ils mieux que d’autres?* Pietro Garibaldi et Paolo Mauro. 2000.
 21. *Gestion des affaires publiques et lutte contre la corruption dans les États baltes et les pays de la CEI : le rôle du FMI.* Thomas Wolf et Emine Gürgen. 2000.
 22. *L’art difficile de prévoir les crises économiques.* Andrew Berg et Catherine Pattillo. 2000.
 23. *Promotion de la croissance en Afrique subsaharienne : les leçons de l’expérience.* Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis et Dhaneshwar Ghura. 2000.
 24. *Dollarisation intégrale : avantages et inconvénients.* Andrew Berg et Eduardo Borensztein. 2000.

Andrew Berg est Sous-Secrétaire adjoint pour l'Amérique latine et l'Asie orientale au Trésor des États-Unis. À l'époque où il a effectué les recherches dont s'inspire ce dossier, il était au Département des études du FMI. Il est titulaire d'un doctorat en sciences économiques du MIT et était chef économiste et directeur du groupe de travail Mexique au Trésor des États-Unis pendant la crise du peso mexicain.



Eduardo Borensztein est Chef de la Division des études relatives aux pays en développement au Département des études du FMI, où il a dirigé de nombreuses études sur la dollarisation. Titulaire d'un doctorat en sciences économiques du MIT, il est fonctionnaire du FMI depuis 1984. Il a été en poste au Département Asie et au Département Afrique. Précédemment, il avait travaillé à la Banque centrale d'Argentine et occupé les fonctions d'économiste principal à la fondation d'études économiques d'Amérique latine à Buenos Aires.



**Full Dollarization
The Pros and Cons (French)**

ISBN 1-55775-994-4