



LE DÉBAT

sur la dollarisation

On parle beaucoup de la dollarisation comme moyen de permettre aux pays en développement de remédier à l'instabilité de la situation monétaire et des taux de change. Quels sont les avantages et les inconvénients de cette approche et quels pays en développement sont le plus à même d'en bénéficier?

Andrew Berg et Eduardo Borensztein

UNE VIEILLE PLAISANTERIE prétend que les mêmes questions reviennent tous les ans aux examens d'économie et que seules les réponses changent. Certes, le débat sur le meilleur régime de change est éculé et, pourtant, de nouvelles réponses surgissent constamment. À la question «quel régime de change adopter?», la dernière réponse en date est «aucun». Nombreux sont ceux qui considèrent que les pays devraient renoncer entièrement à utiliser leur monnaie et adopter comme moyen de paiement légal une devise mondiale stable — le dollar des États-Unis la plupart du temps. L'an dernier, le gouvernement argentin a envisagé sérieusement de recourir à la dollarisation, et d'éminents économistes commencent à préconiser la dollarisation pour pratiquement tous les pays en développement. Pour autant, ces pays-là ne sont pas les seuls à envisager une telle possibilité. S'appuyant en partie sur le cas de l'euro, certains ont fait valoir que le Canada devrait opter pour le dollar des États-Unis. (La dollarisation désigne aussi l'utilisation spontanée du dollar parallèlement à la monnaie nationale dans les transactions. Au sens où on l'entend ici, l'expression désigne le remplacement de la totalité de la monnaie nationale par le dollar, c'est-à-dire la dollarisation intégrale.)

Si l'on ne cesse d'apporter de nouvelles réponses à la question du meilleur régime de change, c'est que le monde ne cesse de poser de nouveaux problèmes aux responsables des politiques. Dans les années 80, le débat

sur les régimes de change des pays en développement était nettement focalisé sur le rôle de l'arrimage des taux de change dans les programmes de stabilisation de l'inflation. Deux évolutions caractéristiques des années 90 ont modifié les termes de ce débat. Premièrement, le problème de l'inflation a été en grande partie résolu. Deuxièmement, tandis que les capitaux devenaient de plus en plus mobiles et l'ampleur des flux plus importante, la fréquence et la gravité apparentes des crises monétaires s'accroissaient. De nombreuses victimes de ces féroces assauts spéculatifs ont maintenu une certaine forme de rattachement des taux.

Ces crises ont suscité un intérêt considérable pour la dollarisation. L'idée a fait son chemin que, dans un contexte de forte mobilité des capitaux, l'arrimage des taux de change est une perche tendue aux spéculateurs et que seuls les choix tranchés (arrimage ferme dans le cadre d'une caisse d'émission ou flottement libre) sont viables. Les partisans de la dollarisation ont donc décidé de répliquer sur ces deux fronts. Selon eux, le flottement libre est sans avenir dans beaucoup de pays, car il aboutit à une volatilité excessive ou à un «arrimage mou» *de facto* si les autorités résistent aux fluctuations de change. Il est aussi devenu clair que les caisses d'émission elles-mêmes ne sont pas à l'abri d'attaques spéculatives ruineuses. L'Argentine et Hong Kong, par exemple, ont récemment connu des épisodes de contagion qui se sont traduits par une hausse brutale des taux d'intérêt et une récession.

La dollarisation s'annonce comme un moyen 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 brusque dépréciation dans un régime de taux flottants), et la menace de sorties soudaines de capitaux motivées par la crainte d'une dévaluation disparaît donc. La dollarisation peut aussi présenter d'autres avantages. 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 et à stimuler l'investissement.

Mais les pays peuvent hésiter à abandonner leur monnaie, non seulement parce qu'elle est un symbole national, mais aussi en raison des critiques que pourrait susciter dans certaines sphères politiques la participation éventuelle à une union monétaire (ou l'adoption directe du dollar des États-Unis comme monnaie légale). Sous l'angle économique, le droit de frapper monnaie est source de recettes pour l'État, à savoir le seigneurage, qui correspond essentiellement à la différence entre le coût de production et de distribution des billets et des pièces et leur pouvoir d'achat (qui est supérieur). La banque centrale peut se servir de la monnaie, qui ne porte pas intérêts, pour acheter des actifs portant intérêts, par exemple des devises. Le seigneurage, ce bénéfice de la banque centrale qui est transféré dans les caisses de l'État, serait perdu pour les pays «dollarisés», sauf si les États-Unis décidaient de partager leur supplément de seigneurage. En outre, une économie qui adopte le billet vert se prive 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.

La dollarisation est-elle donc un régime de change plus indiqué pour les pays en développement? Pour simplifier, voyons les mérites comparés de la dollarisation et de son «concurrent» le plus proche, la caisse d'émission. Dans les pays qui optent pour ce système, les autorités monétaires s'engagent à échanger à vue la monnaie nationale contre des devises à un taux fixe. C'est la seule façon dont la banque centrale peut accroître l'offre de monnaie centrale — il n'y a pas de possibilité d'octroi de crédit intérieur à l'État ou aux banques, par exemple. La monnaie nationale est donc entièrement garantie par un stock correspondant de devises. L'examen comparé de la dollarisation avec le système des caisses d'émission met en relief les principales implications de la dollarisation et la manière dont elle diffère, dans ses effets, de l'option d'arrimage ferme. L'approche est aussi pertinente, car le débat actuel sur la dollarisation s'explique pour beaucoup par les suggestions faites à l'Argentine de continuer sur sa lancée et d'abandonner sa caisse d'émission avec parité fixe d'un peso pour un dollar au profit d'une dollarisation intégrale.

Les régimes de caisse d'émission et de dollarisation sont assez semblables, mais une comparaison est néanmoins révélatrice. Pour commencer, la dollarisation est synonyme d'une perte de seigneurage pour l'État, mais elle se distingue surtout par son caractère (quasi) définitif. Il serait probablement bien plus difficile de revenir sur la dollarisation que de modifier ou d'abandonner un système de caisse d'émission.

À de rares et récentes exceptions près, les pays qui ont créé leur monnaie l'ont fait dans le contexte de l'accès à l'indépendance, ce qui a été le cas des pays de l'ex-URSS. En outre, ces monnaies ont presque toujours remplacé un instrument faible et inconvertible. En fait, les principaux avantages de la dollarisation découlent de sa crédibilité, elle-même liée à sa quasi-irréversibilité. À présent, examinons de plus près les avantages et les coûts de la dollarisation intégrale.

Primes de risque

Un des avantages attendus de la suppression du risque de dévaluation serait la réduction des primes de risque-pays et, donc, la baisse des taux d'intérêt, ce qui se traduirait par une diminution du service de la dette publique, accompagnée d'une progression de l'investissement et de la croissance économique. Les taux d'intérêt sur les titres libellés en dollars émis par l'État argentin, par exemple, 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. La question centrale est donc celle-ci : quel effet la dollarisation aurait-elle sur le coût des emprunts en dollars?

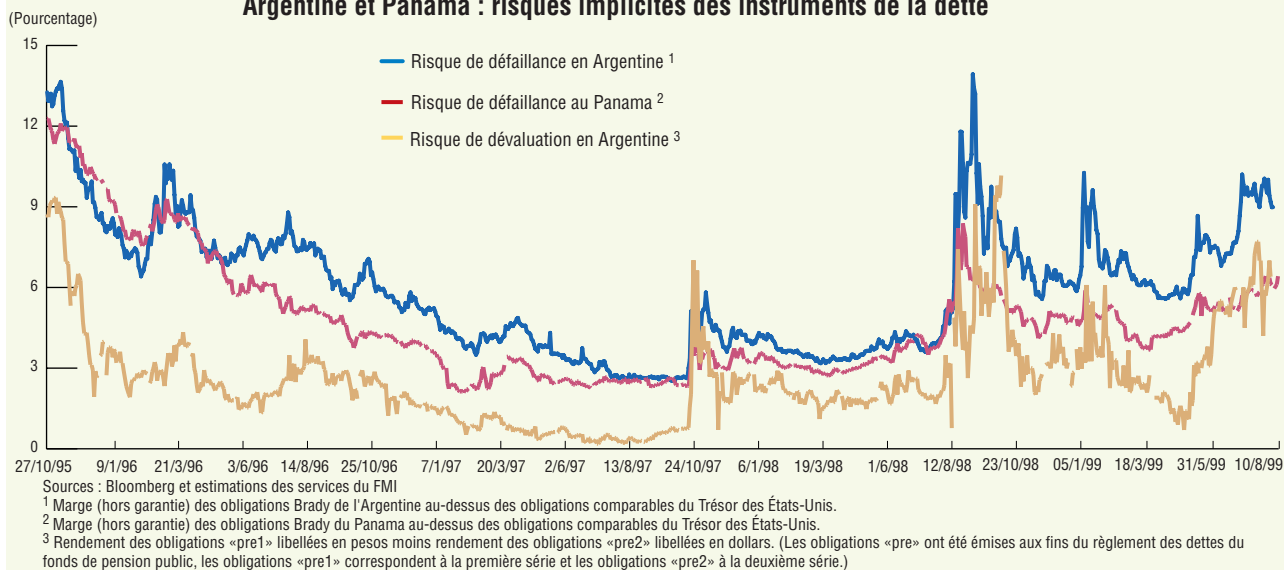
Le risque de dévaluation peut accroître le risque souverain pour plusieurs raisons. Premièrement, les gouvernements pourraient, pour éviter une crise monétaire, imposer un contrôle des changes aboutissant à la suspension des paiements au titre de la dette étrangère. Deuxièmement, les risques de défaillance pourraient augmenter avec une dévaluation en raison du coût plus élevé du service de la dette en dollars. Troisièmement, une dévaluation pourrait infliger de lourdes pertes au secteur financier, et l'État pourrait être amené à en supporter le plus gros.

Cependant, tous les risques de défaillance ne naissent pas de crises monétaires. Les défaillances souveraines peuvent s'expliquer par une position budgétaire intenable ou des troubles politiques. Or la dollarisation ne peut prévenir ce type de crises. Bien que les données indiquent une évolution parallèle du risque souverain et du risque de dévaluation (voir le graphique avec les chiffres concernant l'Argentine), aucun lien de causalité ne peut en être déduit, dans un sens ou dans l'autre. Par exemple, un mouvement massif des investisseurs vers la qualité (non motivé par la crainte d'une dévaluation) élèverait le risque de défaillance mesuré et le risque de dévaluation. L'exemple du Panama suggère que l'évolution simultanée du risque souverain et du risque de dévaluation est sous-tendue par des facteurs communs. D'après le graphique, les marges d'intérêt sur les bons du Trésor américain détenus par l'Argentine et sur les obligations Brady panaméennes s'expliquent dans une large mesure par les mêmes facteurs : l'absence de risque monétaire au Panama ne met pas ce pays à l'abri des fluctuations de l'opinion des marchés sur les économies émergentes. La dollarisation peut aider à réduire les primes de risque, mais seulement dans une mesure limitée.

Stabilité et intégration

Les seuls taux d'intérêt ne fournissent toutefois qu'un point de vue restreint. Aussi souhaitable que soit la réduction des marges de risque, la dollarisation peut présenter d'autres

Argentine et Panama : risques implicites des instruments de la dette



avantages, moins immédiats mais à terme plus substantiels. Tout d'abord, les attaques spéculatives et les crises monétaires coûtent cher non seulement parce que leur simple éventualité accroît les primes de risque, mais aussi, quand elles surviennent, parce qu'elles ont de terribles conséquences pour les pays concernés. Certes, la dollarisation n'écarterait pas le spectre des crises externes. De fait, le Panama a traversé plusieurs crises et bénéficié de nombreux programmes du FMI. La dollarisation promet cependant au moins de réduire la fréquence et l'échelle des crises et des phénomènes de contagion.

Outre qu'elle favorise l'intégration financière, la dollarisation peut amener un degré d'intégration commerciale avec les États-Unis inenvisageable autrement. On sait que, hors effet d'autres variables expliquant les échanges entre provinces ou États, les provinces canadiennes commercent plus de vingt fois plus entre elles qu'avec les États-Unis. L'utilisation d'une monnaie commune contribue sans doute beaucoup à ce modèle d'intégration nationale des marchés, sachant que le coût des transactions transfrontières États-Unis/Canada est assez modique et que les restrictions aux échanges entre les deux pays sont limitées.

Seigneurage

Un pays qui adopte une devise étrangère comme monnaie légale perd le seigneurage. Premièrement, il doit acheter les stocks de monnaie nationale détenus par la population (et les banques) en prélevant des dollars sur ses réserves internationales ou en empruntant. Ensuite, il renonce au seigneurage que procure chaque année la frappe de nouvelle monnaie destinée à satisfaire la demande croissante. Cet accroissement est sans doute voué à se ralentir avec le temps, car, à mesure du développement financier, les transactions passent de moins en moins par la monnaie proprement dite.

En termes de seigneurage, les coûts peuvent être significatifs. En Argentine, la monnaie nationale en circulation équivaut à environ 15 milliards de dollars (5 % du PIB) et, dernièrement, la demande de monnaie augmentait en moyenne de 1 milliard par an (0,3 % du PIB). La dollarisation entraînerait une perte d'intérêts sur le stock de monnaie existant d'environ 0,7 milliard de dollars (0,2 % du PIB) par

an. Ces pertes d'intérêts augmenteraient avec l'accroissement de la demande de monnaie. Ce que perdrait l'Argentine, les États-Unis le gagneraient. Il a donc été suggéré que ces derniers partagent leurs gains avec les pays dollarisés selon une péréquation convenue au préalable (comme dans la zone euro et celle du rand sud-africain).

Réversibilité

Supposons que le taux de change réel d'un pays dollarisé soit surévalué. Le phénomène peut venir de hausses salariales excessives, d'une sévère détérioration des termes de l'échange ou de la surévaluation du dollar lui-même par rapport aux monnaies d'autres partenaires commerciaux importants. Dans un régime de taux de change souple, cela peut être corrigé en laissant la dépréciation se produire, si possible progressivement et sans heurt. Dans une économie dollarisée ou un régime de taux fixe, la dévaluation réelle passe par une baisse des salaires et prix nominaux. L'expérience a montré que ces diminutions ne sont souvent possibles qu'au prix de récessions, car la résistance à la baisse des salaires et prix nominaux peut être forte. Bien sûr, les pays qui ont une caisse d'émission ont déjà vu leur choix se réduire sensiblement en ce qui concerne les taux de change, mais, contrairement aux pays dollarisés, ils peuvent dévaluer plus facilement en cas d'urgence.

L'abandon de l'étalon-or pendant l'entre-deux-guerres et la dévaluation du franc CFA en 1994 suggèrent qu'en cas de chocs gravissimes, une porte de sortie peut être véritablement utile. La Crise de 1929 a conduit des pays à renoncer au régime de taux fixes (à l'époque, l'étalon-or). Ainsi, l'Argentine a suspendu la convertibilité en 1929 et pris des mesures énergiques pour neutraliser l'impact monétaire des sorties de capitaux, ce qui l'a aidée à amortir le choc de la crise. Plus récemment, en 1994, les pays d'Afrique de l'Ouest et d'Afrique centrale appartenant à la zone franc ont été confrontés à une détérioration prolongée des termes de l'échange et à une hausse marquée de leurs coûts de main-d'œuvre, doublés d'une appréciation nominale du franc français vis-à-vis du dollar des États-Unis. Ils ont alors décidé d'ajuster la parité établie en 1948 et de dévaluer le franc CFA. Ce réalignement a débouché sur un revirement significatif de l'activité économique entre 1994 et 1997, sans trop d'incidence sur l'inflation. Si les pays avaient opté pour la substitution du

franc français au franc CFA, l'ajustement nécessaire aurait été plus difficile.

Malgré ces expériences, de nombreux pays pourraient ne rien avoir à gagner en se dégageant de cette manière, quand la monnaie est surévaluée. Lorsque les responsables de la politique économique sont peu crédibles ou que le dollar est déjà l'unité de compte, une dévaluation nominale peut rapidement engendrer une inflation qui annule ses effets positifs. Comme diverses crises récentes nous l'ont montré, 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. Quelquefois, la dévaluation peut donc être une solution d'un coût prohibitif, et la transition vers une dollarisation intégrale ne pas signifier la perte d'un moyen d'action important.

Rôle de prêteur en dernier ressort

En tant que prêteur en dernier ressort, la banque centrale tient des liquidités à la disposition des banques en cas de ruée généralisée sur les guichets et, pour ce faire, s'appuie essentiellement sur son droit de créer de la monnaie, droit qu'elle ne peut plus exercer dans un système dollarisé. Les caisses d'émission se heurtent aux mêmes restrictions, puisqu'elles ne peuvent émettre de monnaie banque centrale qu'à condition d'accumuler les réserves correspondantes; toutefois, certaines possibilités de créer de la monnaie sans la garantir intégralement par des réserves existent et, avec elles, la faculté de gérer le risque de crise bancaire. Ainsi, pendant la crise de 1995, la Banque centrale d'Argentine a pu accommoder en partie la ruée sur les dépôts des banques résidentes en diminuant provisoirement les réserves requises pour couvrir la monnaie centrale. Suite aux attaques spéculatives de 1997, l'Autorité monétaire de Hong Kong a créé un guichet de réescompte pour alimenter les banques en liquidités à court terme et pourrait tirer davantage parti de la flexibilité du système de caisse d'émission. Dans une économie dollarisée comme dans une économie dotée d'une caisse d'émission, les autorités ont la possibilité d'obtenir des lignes de crédit de source extérieure qu'elles pourront utiliser en cas de crise. L'expérience à ce jour montre toutefois que ces lignes de crédit ne sont peut-être pas très utiles précisément lorsqu'elles sont nécessaires, car les banques étrangères ont bien des façons de limiter leurs engagements dans les pays en situation de crise grave. Une alternative serait pour les autorités de constituer un fonds de réserve alimenté par des recettes fiscales pour parer aux urgences du secteur financier, si elles disposent d'une marge de manoeuvre suffisante en matière de finances publiques.

En toute hypothèse, il ne faut pas exagérer la perte de la fonction de prêteur en dernier ressort, car la capacité d'une banque centrale à gérer une crise financière avec la planche à billets est forcément limitée. Dans un système dollarisé, en



Andrew Berg est économiste à la Division des études sur les pays en développement au Département des études du FMI.



Eduardo Borensztein est le Chef de la Division des études sur les pays en développement au Département des études du FMI.

outre, le risque de retraits massifs des fonds est moins grand. En l'absence de discordances significatives entre les monnaies qui composent l'actif et le passif des banques, les déposants pourront avoir davantage confiance dans le système bancaire. Lorsque les grandes banques étrangères jouent un rôle prépondérant, scénario que la dollarisation devrait favoriser, cela permettrait aussi de réduire le danger d'une ruée sur les banques.

Conclusions

Quel est le bilan de la dollarisation intégrale? En faisant trop la part des choses, notre exposé est peut-être frustrant, mais cela nous semble 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 les aspects les plus importants, comme le prix de la réversibilité, sont les moins quantifiables.

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 (et qui pourraient former ce que les économistes appellent une «zone monétaire optimale»). Pour autant, 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 (comme d'ailleurs le présent article) se focalise sur une autre catégorie de candidats : les pays à marchés émergents exposés à des flux de capitaux volatils, mais pas nécessairement proches des États-Unis

sur le plan économique. En effet, plus le dollar est utilisé sur leurs marchés intérieurs de biens et de capitaux (dollarisation *de facto*), 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.

Post-scriptum

Le 9 janvier 2000, le Président de l'Équateur a annoncé la décision d'adopter le dollar E.U. en tant que monnaie ayant cours légal dans le pays. Le sucre devait garder un rôle mineur et circuler peut-être uniquement sous forme de pièces ou de coupures d'une valeur inférieure à un dollar E.U. Cette mesure a été prise en réaction à la perte totale de confiance dans la politique économique de l'Équateur et à l'incapacité des autorités à mettre fin aux pressions sur le sucre. **F&D**