

# DOLLARISATION ET EURO-ISATION OFFICIELLES : ANALYSE CRITIQUE ET ALTERNATIVE

Laurent Le Maux  
*Université de Paris VIII*  
LED-EPEH (Paris VIII) & MINI-FORUM (Paris X)

*La dollarisation ou l'euro-isation officielles ont été récemment préconisées du fait de la persistance d'attaques spéculatives sous le système du currency board. La dollarisation n'est ni une règle (car on est plus sous le currency board) ni l'absence de discrétion (car une banque supérieure peut exister dans un système bancaire dollarisé ou euro-isé). La dollarisation officielle est dangereuse, car elle conduit à une « inélasticité de l'offre de billets » très déstabilisante. Ce que nous appelons banking board peut être une alternative à la fois au currency board et à la dollarisation. Sous le banking board, le système bancaire peut émettre des dépôts à vue et des billets à vue convertibles en monnaie de réserve. Nous montrons ainsi que le risque de change peut être supprimé, les pressions déflationnistes atténuées et les réserves des banques stabilisées. Enfin, une banque supérieure - prêteur en dernier ressort peut émerger ou être créée, et elle bénéficie d'une grande lisibilité dans la conduite de sa politique prudentielle.*

## INTRODUCTION

Si l'élargissement de l'Union Economique Européenne aux pays d'Europe Orientale constitue un long processus (Sgard, 2000b), l'intégration de ces pays à l'Union Monétaire Européenne n'est envisagée qu'à très long terme compte tenu des critères drastiques que requiert l'accession à la monnaie unique. En attendant, certains préconisent le système du *currency board* comme système transitoire et qui est déjà en place dans plusieurs pays tels que l'Estonie depuis 1992, la Lituanie depuis 1994 ou la Bulgarie depuis 1997 (Gulde *et alii.*, 2000). Le *currency board* doit respecter d'une part la parité fixe de sa monnaie en une monnaie étrangère, en l'occurrence l'euro, et d'autre part la règle qui impose une couverture complète de la base monétaire par des réserves en monnaie étrangère. Un autre plan penche en faveur de la dollarisation ou de l'« euro-isation » officielles (Hristov *et alii.*, 2000). Dans l'immédiat, l'euro-isation officielle ne peut être complètement opératoire car les billets de la Banque Centrale Européenne (BCE) ne circuleront qu'à partir de 2002.

Dans le sens le plus large, la dollarisation signifie l'utilisation d'une monnaie étrangère (ou externe) qui sert de moyen de paiement, de réserve de valeur et d'unité de compte pour toute ou partie de la population d'un pays considéré.<sup>1</sup> Il faut distinguer la dollarisation de fait de la dollarisation officielle. La dollarisation de fait ou officieuse est un processus spontané par lequel les résidents d'un pays rejettent en partie la monnaie nationale (pour cause d'hyperinflation ou autre) et détiennent une large part de leurs richesses financières sous forme d'actifs libellés en une monnaie étrangère sans que celle-ci ait cours légal dans le pays considéré. La dollarisation de fait peut prendre différentes formes : les résidents peuvent

---

<sup>1</sup> La dollarisation ainsi définie est en fait un abus de langage car cette monnaie étrangère n'est pas nécessairement le dollar et peut être l'euro ou toute autre monnaie. Pour la clarté de l'exposé, nous utiliserons le terme dollarisation dans son sens le plus large, sauf si le cas du dollar américain est explicitement mentionné ; le terme euro-isation sera employé dans le cas de l'euro.

détenir (1) des billets d'un institut d'émission étranger, que cette détention soit légale ou illégale, (2) des dépôts libellés en monnaie étrangère dans des banques nationales, (3) des dépôts libellés en monnaie étrangère dans des banques étrangères, (4) des titres libellés en monnaie étrangère. Aussi, une étude du FMI (Baliño *et alii*, 1999) estime qu'en 1995 et dans 18 pays, les dépôts libellés en monnaie étrangère représentent plus de 30% de la masse monétaire (M3). La dollarisation de fait est un phénomène solidement ancré dans certains pays, car il peut aller à l'encontre de la législation nationale ; par exemple, en Russie, la valeur des transactions en dollars est estimée au double de la valeur des transactions en roubles alors même qu'il est illégal d'y réaliser des transactions en une quelconque monnaie étrangère.

Bien que la première forme de dollarisation de fait susmentionnée soit difficilement mesurable, Porter et Judson (1996, p.268) estiment, en ce que concerne le U.S. dollar, que parmi les 470 milliards de dollars de billets émis par la Réserve Fédérale des Etats-Unis (Fed), les agents non-américains en détiendraient entre 55 et 70% dont la majeure partie circule en Amérique Latine et en Russie. En Argentine où la Loi de la Convertibilité de 1991 autorise les agents à utiliser le peso comme le dollar (système bi-monétaire), c'est-à-dire la possibilité d'utiliser les billets de la Fed et d'ouvrir des comptes bancaires en dollars, ce serait plus de 40 milliards de billets de la Fed qui y circuleraient ; en Russie, malgré l'interdiction de leur utilisation pour le commerce intérieur, ce serait également 40 milliards de billets de la Fed qui circuleraient. La deuxième forme de dollarisation de fait est plus facilement mesurable : en 1995, la proportion des dépôts libellés en dollars par rapport à l'agrégat M3 était de 82% en Bolivie, 76% en Uruguay, 64% au Pérou, et 44% en Argentine, et 24% (puis 47% en 1999) en Equateur (Baliño *et alii*, 1999). En Argentine, malgré la stabilité du pouvoir d'achat du peso, la proportion des dépôts libellés en dollars représente, en 1999, 61% du total des dépôts.

La dollarisation complète ou officielle a les mêmes caractéristiques économiques que la dollarisation de fait. Sur le plan juridique, le gouvernement prend simplement acte d'une situation où la majorité des transactions commerciales et financières est réalisée, par exemple, en dollars (cas éventuel de l'Argentine). Ou alors, le gouvernement décide de supprimer la règle du *currency board* en mettant en place la dollarisation officielle (cas éventuel de Hong Kong). Sous la dollarisation officielle, la monnaie étrangère a cours légal et devient la seule monnaie officielle ; les billets de l'institut d'émission étranger (ou externe) se substituent aux billets émis par l'ancienne banque centrale nationale, et uniquement aux billets, et sont les seuls à circuler dans un pays dollarisé ou euro-isé ; les pièces peuvent éventuellement être émises par les autorités locales.<sup>2</sup> Néanmoins, rien n'empêche le gouvernement de supprimer ce cours légal et d'instaurer une autre monnaie légale, nationale ou étrangère, à moins qu'un traité avec les Etats-Unis ou l'Europe ne le dissuade d'une telle décision.

Le cas le plus connu de la dollarisation officielle est le Panama qui utilise le dollar comme monnaie légale depuis 1904, mais c'est le cas également de petits pays indépendants tels que Andorre (peseta/euro, 1999), la Chypre du Nord (lire turque, 1974), les Iles Gilbert (dollar australien, 1943), Liechtenstein (franc suisse, 1921), les Iles Marshall, la Micronésie et Palau (U.S. dollar, 1944), Monaco (franc français/euro, 1999), Saint Marin (lire italienne/euro, 1999), les Iles Ellice (dollar australien, 1892) et le Vatican (lire italienne/euro, 1999), sans compter les pays indépendants dotés d'un système bi-monétaire (Bogetic, 2000, pp.183-7). Plus récemment, suite à la décision de l'ancien président Muahad, en janvier 2000, l'Equateur a adopté la dollarisation officielle. Malgré de nombreux troubles politiques et sociaux, le gouvernement suivant a poursuivi cette réforme monétaire en fixant la parité à laquelle s'échangent les sucres contre les dollars, soit 25000 sucres pour un dollar, et, en septembre 2000, le dollar a complètement remplacé le sucre. Les débats en Argentine ont porté sur

---

<sup>2</sup> Aussi, dans notre exposé, nous ne traiterons que du billet de banque comme monnaie manuelle.

l'opportunité de passer à la dollarisation officielle ; deux jours après la dévaluation du réal brésilien, en janvier 1999, le Président Menem a demandé à son ministre des finances d'étudier la faisabilité de la dollarisation en Argentine ; cette initiative semble rester lettre morte. Le gouvernement de Hong Kong s'est penché sur les problèmes liés une dollarisation dans son *Report on Financial Market Review* en avril 1998 (*Financial Services Bureau*, 1998) en faisant connaître son scepticisme du fait des problèmes de transition, de la perte de seigneurage et des problèmes opérationnels liés au décalage horaire avec les marchés américains offreurs de liquidité.

L'objet de notre étude porte sur la dollarisation officielle et sur les perspectives d'une euro-sation officielle lorsque les billets de la BCE seront en circulation en 2002. L'expérience du dollar américain, largement utilisé, du moins pour le moment, comme monnaie de réserve internationale, et l'expérience des pays disposant d'un *currency board* tels que l'Argentine ou Hong Kong nous permettront de tirer quelques enseignements concernant la monnaie européenne. D'une part, nous tenterons de montrer que ceux qui proposent la dollarisation après avoir proposé le *currency board* se trompent dans la cause des tensions sur le change sous le *currency board*, et d'autre part et conséquemment, que l'injection de liquidité par une banque supérieure, dès lors qu'elle n'est pas une réserve unique, n'est non seulement d'aucune manière la véritable cause des tensions sur le change mais constitue une demande du marché que l'on peut retrouver d'ailleurs sous la dollarisation. Enfin, bien que plus satisfaisant que le *currency board* quant au système de réserve, la dollarisation est une organisation monétaire qui porte une part d'arbitraire et donc d'instabilité. Aussi, dans un premier temps, nous décrirons la dollarisation (officielle) en faisant notamment une comparaison avec le *currency board*, puis nous exposerons les avantages et les inconvénients de la dollarisation qui sont communément avancés. Dans un second temps, nous mettrons en exergue les points faibles de la dollarisation et des thèses de ceux qui défendent cette organisation monétaire. En dernier lieu, nous décrirons une organisation alternative à la dollarisation et au *currency board*, à savoir le *banking board*.

## **I. LA DOLLARISATION OFFICIELLE : PRINCIPES ET IMPLICATIONS**

### ***1) La dollarisation officielle et la régulation monétaire***

La dollarisation officielle consisterait à éliminer la base monétaire (billets et réserves des banques) libellée en monnaie nationale et à la remplacer par les billets d'un institut d'émission étranger (ou externe).<sup>3</sup> C'est donc la base monétaire et non la masse monétaire qui est transformée en billets de l'institut d'émission étranger. Les dépôts bancaires sont convertibles en billets de l'institut d'émission étranger et, en principe, uniquement en ces billets. Par ailleurs, un gouvernement a le choix entre deux formes de dollarisation officielle : la dollarisation unilatérale qui ne nécessite pas un traité international et la dollarisation bilatérale qui suppose un traité stipulant le partage du seigneurage voire un accès du système bancaire national à la fenêtre d'escompte de la banque centrale étrangère.

Pour réaliser cette totale substitution, les autorités monétaires doivent mobiliser leurs actifs liquides de la banque centrale ou du *currency board* et les vendre afin d'obtenir des billets de l'institut d'émission étranger. Les réserves doivent donc être supérieures à la base monétaire ou au montant des billets émis en circulation. Des pays comme l'Argentine et Hong

---

<sup>3</sup> Curieusement, peu ne nous est spécifié quant à la centralisation des réserves des banques. Notons pour le moment qu'il ne faut pas confondre la *centralisation des réserves* à une chambre de compensation ou à une banque supérieure (*i.e.* la mise en place de compensations multilatérales) et le système à *réserve unique* (*i.e.* seul un organisme assure la convertibilité en une monnaie externe), même si dans le cas du *currency board* ces deux éléments se confondent dans les faits.

Kong remplissent ces conditions. En janvier 2000, le montant des réserves à la Banque Centrale d'Argentine s'élève à 25,6 milliards de pesos (1 U.S. dollar = 1 peso) alors que le montant de la base monétaire est de 25,2 milliards de pesos et celui des billets en circulation de 15,4 milliards de pesos ; le montant des réserves du *Hong Kong Monetary Authority* (HKMA) s'élèvent à 248,8 milliards de dollars de Hong Kong (1 U.S. dollar = 7,8 HK dollar) alors que le montant de la base monétaire est de 223,7 milliards de HK dollars et celui des billets en circulation 112,5 milliards de HK dollars.

Quel que soit le régime monétaire étudié, si la régulation de la monnaie *de base* est différente selon les régimes, la régulation de la monnaie *de banques* passe toujours par la loi des compensations interbancaires (ou la loi du reflux sous forme de demande de remboursement) selon laquelle toute émission excessive de monnaie de crédit retourne à la banque surémettrice par le mécanisme des compensations interbancaires et par les demandes de remboursement en monnaie de base. Sous la dollarisation officielle, la base monétaire est uniquement constituée des billets de l'institut d'émission et il n'est donc pas possible de contrôler la base monétaire. Par conséquent, il n'y a pas de régulation de la monnaie de base par un quelconque organisme – par exemple, selon une règle comme c'est le cas sous le *currency board* et selon une politique discrétionnaire – de sorte que l'ensemble de la régulation monétaire passe par la loi des compensations interbancaires. Plus généralement, toute politique monétaire quantitative que ce soit au niveau de la base monétaire ou de la masse monétaire n'a plus lieu d'être et la définition des agrégats et leur contrôle n'est plus à l'ordre du jour. La régulation monétaire, du moins des dépôts à vue, car les banques du pays dollarisé (ou euroisé) ne peuvent émettre que des dépôts à vue et aucune banque ne peut émettre de billets, passe par la loi des compensations interbancaires comme c'est le cas par ailleurs sur le marché des euromonnaies avec cette différence que, sous la dollarisation, les billets de l'institut d'émission étranger circulent sur le territoire.<sup>4</sup>

Selon Hanke et Schuler (1999, p.406), « A dollarized monetary system works almost like an orthodox *currency board* system. The main difference is that under dollarization a country loses seignorage (the profit from issuing the monetary base), whereas under an orthodox *currency board*, it retains the profit. » Ce n'est pas la différence la plus essentielle. La différence la plus essentielle selon nous est qu'il n'y a plus de réserve unique : il n'y a plus un seul organisme qui assure la convertibilité en monnaie étrangère, mais plusieurs banques qui détiennent leurs propres réserves et qui assurent à leur niveau la convertibilité de leurs engagements à vue en monnaie étrangère. Sous les deux systèmes, la régulation passe par la loi des compensations interbancaires si ce n'est que sous le *currency board* les engagements à vue des banques sont convertibles en monnaie de base émise par le *currency board* qui assure seule la convertibilité en une monnaie étrangère, tandis que sous la dollarisation, les engagements à vue des banques sont directement convertibles en monnaie étrangère.

La dollarisation est considérée à tort comme une règle qui permettrait d'asseoir définitivement la crédibilité des autorités monétaires ; aussi, selon Velde et Veracierto (2000, p.24), « Dollarization is the ultimate rule, or the total absence of discretion ». Si cette remarque est pertinente en ce qui concerne le système du *currency board* orthodoxe face à celui de la banque centrale, il n'en est rien en ce qui concerne la dollarisation. La dollarisation n'est pas une règle mais un simple contrat entre débiteurs et créditeurs qui choisissent une monnaie étrangère comme moyen de paiement permettant d'éteindre une dette et la dollarisation officielle ne fait que codifier de telles pratiques et, de fait, les généralise. De plus, comme nous allons le montrer plus loin, la dollarisation n'est pas nécessairement l'absence de

---

<sup>4</sup> Au Panama, il n'y a pas de réserves obligatoires s'appliquant aux banques et il n'y a pas de réserve unique. Le marché de la monnaie de crédit au Panama est donc comme un unique marché d'eurodollars sur un territoire donné, mais uniquement concernant les dépôts.

discrétion. Sous la dollarisation, une institution, que ce soit une chambre de compensation ou une banque commerciale, peut émerger spontanément en tant que prêteur en dernier ressort, ce qui ne revient pas à une totale absence de discrétion. Par contraste, une telle action est par définition impossible sous le *currency board* orthodoxe.

## 2) La dollarisation officielle : les perspectives du débat

Des auteurs qui préconisaient hier le *currency board*, préconisent aujourd'hui la dollarisation officielle (Hanke et Schuler, 1999). Ces auteurs remettent en cause l'intervention du *currency board* visant à créer de la liquidité sur le marché monétaire, comme ce fut le cas en Argentine en 1995 ou à Hong Kong en 1998. Cette intervention du quasi-*currency board* s'éloigne de leur modèle du *currency board* « orthodoxe » – c'est-à-dire d'un *currency board* qui respecte à la lettre du 100% de réserves à la marge et qui par conséquent ne peut injecter de la liquidité sur le marché monétaire – et elle serait à l'origine la perte de crédibilité des autorités monétaires et des tensions sur le change. D'une manière plus générale, Berg et Borensztein (2000, p.3) résumant ainsi le points de vue des défenseurs de la dollarisation : « The view has emerged that in a world of high capital mobility, exchange rate pegs are an invitation to speculative attack and that only extreme choices – a firm peg such as currency board or free float – are viable. Advocates of dollarisation have gone on to attack both of these alternatives. Free floats, they argue, are not viable for many countries because they result in excessive exchange rate volatility or a de facto “soft peg” if the authorities resist exchange rate movements. Meanwhile, it has become clear that even currency boards are not immune to costly speculative attack. Argentina and Hong Kong suffered from contagion episodes in recent years that resulted in both sharp increases in interest rates and recessions. »

Il a été proposé ailleurs (Le Maux, 1999) une analyse critique du système du *currency board* qui porte sur deux points. Le premier point de la critique s'appuie sur le fait que le *currency board* constitue un système à réserve unique de sorte qu'il supporte à lui-seul le poids de la responsabilité de la convertibilité en monnaie de réserve. Aussi un système d'émission d'euromonnaies sur le territoire national donné – système que nous pouvons appeler *banking board*<sup>5</sup> et que nous retrouverons dans la troisième partie du présent texte – peut être plus pertinent dans la mesure où (1) la contrainte de la convertibilité repose sur les différentes banques émettrices de dépôts et par conséquent, (2) la régulation monétaire est assurée entièrement par la loi du reflux et des compensations interbancaires, et (3) une ou plusieurs banques émettent des euromonnaies sous forme manuelle, c'est-à-dire des billets de banque partiellement couverts et convertibles en monnaie étrangère. La dollarisation va très partiellement dans le sens de ces propositions dans la mesure où le système à réserve unique propre au *currency board* est supprimé. Néanmoins, la dollarisation, comme le *currency board*, est fort critiquable, mais pour d'autres raisons. Fondamentalement, les anciens défenseurs du *currency board* et actuels défenseurs de la dollarisation (Hanke et Schuler,

---

<sup>5</sup> Je suis redevable de cette formulation à Marie-Thérèse Boyer-Xambeu. Nous utilisons le terme *banking board* par opposition au *currency board*. Sous *banking board*, il n'y a pas de réserve unique mais il y a un prêteur en dernier ressort, tandis que sous le *currency board*, il y a une réserve unique mais il n'y pas de prêteur en dernier ressort. Nous utilisons également le terme *banking board* en référence à la *Banking School* qui s'oppose au XIX<sup>ème</sup> siècle à la *Currency School*. Selon la *Banking School*, la loi du reflux assure la régulation monétaire et le prêt en dernier ressort permet d'endiguer les tensions sur la liquidité, tandis que selon la *Currency School*, une règle monétaire doit être mise en place et aucune action discrétionnaire ne doit être mise en œuvre à aucun niveau (précisons que cette règle, le 100% de réserves métalliques, s'applique à la masse monétaire, *i.e.* les billets de banque et uniquement les billets de banque selon la *Currency School*, et non à la base monétaire comme c'est le cas sous le *currency board*).

1999) ne critiquent pas le système à réserve unique, mais le fait que le *currency board* soit intervenu sur le marché monétaire afin d'injecter de la monnaie supérieure.

Cette remarque nous amène au second point de la critique du *currency board* qui, sous sa forme orthodoxe, interdit l'action de prêt en dernier ressort. Pour autant, il est illusoire de penser que le système du *currency board* puisse rester orthodoxe suite à des crises bancaires et financières ; l'intervention en dernier ressort du quasi-*currency board* correspond à une demande du marché à laquelle il est dangereux de ne pas répondre. Le problème n'est pas l'émergence d'un prêteur en dernier ressort qui constituerait une « anomalie » du système bancaire comme le prétendent Hanke et Schuler, le problème est que, sous ce système à réserve unique, une telle intervention crée des tensions sur le change. Sous le *banking board*, une banque supérieure peut émerger, et compte tenu de la convertibilité au niveau des banques individuelles et de la régulation monétaire qui en résulte, une politique prudentielle peut être envisagée et elle recouvre alors des caractéristiques particulières dans la mesure où ladite banque supérieure ne mène plus une politique monétaire quantitative. Ce n'est pas l'injection de liquidité par une banque supérieure qui perturbe la stabilité monétaire. Au contraire, une telle intervention peut être interprétée comme une innovation du système bancaire qui permet d'assurer la stabilité du système bancaire et financier, d'éviter des processus déflationnistes et de surendettement et qui permet *in fine* d'assurer la stabilité monétaire. De même, comme nous allons le montrer, ce n'est pas l'injection de liquidité par une banque supérieure qui perturbe la stabilité du change. Le *banking board* permet d'éliminer le risque de change, mais ce n'est pas parce qu'il n'y a plus de banque centrale ou de quasi-*currency board* injectant de la liquidité, mais parce qu'il n'y a plus de réserve unique et parce que les banques assurent en premier lieu la convertibilité en monnaie étrangère.

La dollarisation recouvre les mêmes caractéristiques que le *banking board* en ce sens qu'une banque supérieure peut émerger alors même qu'il n'y a ni système à réserve unique, ni monopole d'émission de billets. Néanmoins, l'émergence d'un prêteur en dernier ressort sous la dollarisation ne s'explique pas uniquement comme une innovation permettant de répondre à l'instabilité bancaire et financière, mais peut s'expliquer par une toute autre raison, à savoir par l'inélasticité de l'offre de billets inhérente à la dollarisation. Ainsi, le prêt en dernier ressort peut être, en partie, un artefact de la dollarisation. Ainsi, en proposant la dollarisation et en pensant ainsi débarrasser le système bancaire du prêt en dernier ressort, Hanke et Schuler proposent un système qui porte les germes d'un besoin d'un prêteur en dernier ressort, et ce indépendamment de l'idée d'une instabilité bancaire et financière. C'est ce que nous montrerons après avoir dégagé les avantages et inconvénients de la dollarisation.

### **3) Les avantages de la dollarisation officielle**

Les systèmes de taux de change fixe et ajustable présentent toujours la question de la crédibilité et sont sujets à des attaques spéculatives auto-réalisatrices. Si les investisseurs pensent que la banque centrale dévaluera sa monnaie ou s'ils veulent seulement tester l'engagement des autorités monétaires concernant le change, ils vont alors échanger les actifs libellés en monnaie nationale contre des actifs libellés en dollars, ce qui réduit les réserves de la banque centrale et la menace à terme de dévaluer. Sous le système du *currency board*, la crédibilité est plus forte mais les attaques spéculatives sont toujours envisageables comme ce fut le cas en Argentine en 1995 ou à Hong Kong en 1998, car le gouvernement a toujours la possibilité de sortir de la règle du *currency board*.

Les bénéfices de la dollarisation découlent de son caractère quasi-irréversible – on ne peut plus émettre l'idée de la « crédibilité » s.e. des autorités monétaires, car celles-ci n'ont en principe plus aucun rôle dans la politique monétaire ou bancaire. En effet, cette quasi-irréversibilité repose sur trois faits : (1) sous la dollarisation officielle, et cela est déjà le cas

sous une dollarisation de fait très étendue, les pratiques de paiements sont telles que le gouvernement peut difficilement empêcher les agents de se défaire du dollar, à moins de mettre en place une réglementation draconienne ; (2) ainsi, la dollarisation officielle est une réforme monétaire très difficile à renverser, et réintroduire une monnaie nationale puis la dévaluer est plus difficile que dévaluer une monnaie nationale déjà existante (Schuler, 1999, p.25); (3) enfin, un traité international avec l'Europe ou avec les Etats-Unis peut interdire explicitement la réintroduction une monnaie nationale (d'ailleurs, il n'est pas toujours spécifié s'il s'agit simplement de monnaie manuelle ou de monnaie émise par une banque centrale nationale parallèlement à la monnaie étrangère). Si les deux premières remarques s'avèrent être justes, il reste qu'un traité restreignant les libertés des institutions monétaires nationales n'est pas utile ni même souhaitable. En effet, s'il s'agit d'interdire une monnaie émise par la banque centrale nationale parallèlement à la monnaie étrangère et si cette monnaie n'est pas stable, alors il y a sanction par le marché du fait des points (1) et (2) ; s'il s'agit d'interdire l'émission de monnaie manuelle convertible en monnaie étrangère, alors, comme nous le voyons plus loin, une telle interdiction peut conduire à une instabilité supplémentaire du système bancaire.

En définitive, les coûts de sortie de la dollarisation sont très élevés de sorte que cette sortie est improbable. Insistons sur le fait que la crédibilité de la dollarisation ne repose pas sur une règle, car la dollarisation n'est pas une règle. Cette crédibilité repose sur des contrats qu'il est difficile de supprimer à moins de contraintes draconiennes. C'est en ce sens que l'option de sortie est difficilement envisageable, car ces contrats ne relèvent pas de décisions du gouvernement, en l'occurrence de l'adoption d'une règle qu'il entend respecter (exemple, le *currency board*), mais de la décision d'une multitude d'actions d'agents privés. Cette liberté contractuelle permet de faire l'économie d'un traité international interdisant l'introduction d'une monnaie nationale ou l'émission de billets de banque.

D'après ce qui précède, la dollarisation conduit à une suppression de la prime de risque de change ou de dévaluation sur les taux d'intérêt, ce qui permet une diminution de ces derniers au niveau, par exemple, des taux américains majorés d'une prime de défaut différente selon les pays. Si la prime de change est supprimée, le risque de solvabilité diminue quelque peu, car le système bancaire et financier n'est plus vulnérable au risque de change. En Argentine, les taux sur les dépôts à terme libellés en dollars sont légèrement plus élevés que ceux des Etats-Unis, et les taux sur les dépôts libellés en pesos sont plus élevés que sur les dépôts libellés en dollars. Les taux sur le peso augmente dès lors qu'il y a une menace de dévaluation du peso et sont globalement plus volatiles, notamment durant les crises de change (effet Tequila en 1995, crise asiatique de 1998 dans une moindre mesure, et dévaluation du réal en 1999). Les taux en dollars sont relativement moins volatiles mais plus élevés qu'aux Etats-Unis, également durant les crises de change, car, s'il n'y a pas de risque de change sur les dépôts libellés en dollars, le risque de change sur le peso augmente le risque de défaut qui se propage aux dépôts libellés en dollars. En somme, comme l'union monétaire, la dollarisation conduit à une baisse des taux qu'il ne faut cependant pas surestimer (Chang, 2000, pp.8-9), ce qui favorise la croissance économique. De plus, si le risque de change disparaît, les fuites de capitaux soudaines motivées par la crainte d'une dévaluation ne peuvent plus prendre forme, les capitaux étrangers sont alors moins volatiles et moins mobiles.

Un autre avantage de la dollarisation que l'on retrouve également dans le cas de l'union monétaire, est la réduction des coûts de transactions sur les échanges commerciaux et de capitaux. Elle permet également l'ouverture et le développement du système bancaire : « [La ré-intermédiation] peut non seulement enrayer une partie des fuites de capitaux mais également conduit à une plus grande confiance dans le système bancaire. Les agents étant moins réticents à déposer leurs liquidités dans une banque avec une monnaie plus crédible. Dans cette perspective, les transformations induites iront dans le sens d'une plus grande

internationalisation du secteur bancaire avec des banques nationales plus ouvertes à la concurrence, plus compétitives et offrant des services à des coûts plus faibles. En effet, en éliminant le risque de change, l'utilisation d'une seule monnaie réduira les coûts de transaction puisque les banques pourront s'affranchir des provisions et des obstacles qui leur étaient imposées. Il leur sera également plus facile d'emprunter et de prêter sur les marchés financiers internationaux. L'exemple du système bancaire panaméen semble valider ces arguments avec des institutions financières fortement intégrées aux banques américaines et un système exempt de crises. »<sup>6</sup>

Pour les auteurs orthodoxes (Hanke et Schuler, 1999, p.409), la dollarisation présenterait l'avantage de l'absence de politique discrétionnaire *via* prêteur en dernier ressort. (Le *currency board* orthodoxe présente cette caractéristique mais dans les faits les autorités monétaires s'éloignent de cette orthodoxie.) Nous répondons plus loin à cette affirmation qui ignore les processus spontanés qui sont à l'œuvre au sein d'un système bancaire, si la dollarisation n'est pas une règle, elle n'est pas nécessairement l'absence d'une politique discrétionnaire dans le sens d'une création de liquidité bancaire par une banque supérieure lors des périodes de fortes tensions sur la liquidité.

Le point le plus important à nos yeux est que la dollarisation se caractérise par l'absence de réserve unique. Chaque banque détient ses propres réserves, en l'occurrence des billets de l'institut d'émission étranger et des comptes dans une chambre de compensation ou dans une banque américaine ou européenne, et chaque banque assure elle-même la convertibilité en monnaie de réserve. Ceci rejoint notre critique du *currency board* dans la mesure où ce système consiste en une réserve unique de sorte qu'il assure seul la convertibilité de la monnaie nationale en monnaie étrangère. C'est ainsi que les crises de change peuvent prendre forme, car tout le risque d'abandon de la convertibilité repose sur un seul organisme, alors que sous la dollarisation, le risque de suspension des paiements est dispersé en autant de banques commerciales. Le risque de change n'a plus lieu d'être. C'est ce que ne voient pas Hanke et Schuler qui proposent la dollarisation, après avoir proposé le *currency board*, afin d'éviter l'intervention de celui-ci sur le marché interbancaire ou monétaire. Le problème n'est pas une telle intervention, le problème est fondamentalement la réserve unique.

#### **4) Les inconvénients de la dollarisation officielle**

L'inconvénient de la dollarisation à la fois le plus pesant et le plus directement visible est le manque à gagner du fait de la perte du seigneurage. L'analyse distingue deux types de coût lié à la perte du seigneurage. D'une part, le coût de stock (*stock cost*) qui correspond au coût immédiat d'obtention de billets de l'institut d'émission étranger afin de remplacer les billets de l'ancienne monnaie nationale. D'autre part, le coût en flux (*flow cost*) qui correspond à la perte annuelle des intérêts de la contrepartie de la base monétaire (Fisher, 1982). Ce premier coût est d'autant plus faible que la dollarisation de fait est antérieurement importante, et c'est de ce dernier dont on fait référence lorsque l'on traite des conséquences de la dollarisation officielle – car celle-ci est généralement précédée d'une dollarisation de fait très significative – et il peut être calculé dans la zone dollar de la manière suivante : circulation moyenne de billets sur la période  $\times$  taux d'intérêt moyen des bons du Trésor américain à 90 jours durant la période. Dans le cas de l'Argentine, pour l'année 1998, le montant moyen des billets en circulation est de 14,9 milliards de pesos et la rémunération des réserves couvrant cette circulation de billets est de 4,77% (taux d'intérêt moyen des bons du Trésor américain à 90 jours en 1998) ; le manque à gagner s'élève à 710 millions de pesos, soit 0,2% du PIB argentin la même année. Dans le cas de Hong Kong, pour l'année 1999, le montant moyen des

---

<sup>6</sup> Dempere et Quenan (2000, p.9). Sur le système bancaire panaméen, voir Moreno-Villalaz (1999).

billets en circulation est de 93,4 milliards de HK dollars et la rémunération des réserves est de 4,64% (taux d'intérêt moyen des bons du Trésor américain à 90 jours en 1999) ; le manque à gagner s'élève alors à 4,3 milliards de HK dollars.

Si la dollarisation officielle est accompagnée d'un traité avec l'Europe ou avec les Etats-Unis, un partage du seigneurage peut être envisagée. Schuler (1999) détaille longuement les formules et les critères du partage du seigneurage sur lesquelles il n'est pas utile de nous pencher. (En effet, sous le système proposé plus loin, savoir le *banking board*, un tel partage paraît dérisoire compte tenu de la faible de perte en termes de seigneurage que ce système permet.) Néanmoins, pour que ce partage puisse se faire, il faut que le pays dollarisé retire la totalité des billets afin que circulent uniquement les billets de l'institut d'émission étranger. (Comme nous le montrons plus loin une telle éventualité est dangereuse et ne nous paraît pas souhaitable.) Une autre suggestion a été d'établir non seulement un partage du seigneurage, mais de l'utiliser en vue de constituer un fond qui pourrait être utilisé par la BCE ou la Fed lors d'une intervention internationale en dernier ressort.

Une critique de la dollarisation, également valable pour le *currency board* orthodoxe, met en avant la perte de souveraineté monétaire du pays dollarisé et ce d'autant plus que la politique de l'institut d'émission étranger dont il est tributaire ne convient pas à sa situation macro-économique.<sup>7</sup> Parallèlement, aucune politique de change ne peut permettre des ajustements plus souples suite à un choc exogène d'ordre macro-économique externe ; les ajustements passent d'avantage par des baisses de salaires et une plus forte volatilité de la production alors qu'il est « plus facile de jouer sur les taux de change et/ou une hausse des prix pour imposer la flexibilité des salaires que de l'obtenir directement, fût-ce par une modification des contrats de travail » (Salama, 2000, p.82). Cette question de la flexibilité du change est levée dès lors que l'on opte pour une intégration économique et monétaire dans la zone dollar ou dans la zone euro. (Dans cette perspective, et comme nous le montrons plus loin, ce qui pose problème pour un pays dollarisé ou euro-isé est moins la question de la dépendance vis-à-vis des autorités monétaires américaines ou européennes que le fait que seuls les billets de l'institut d'émission étranger en circulation constituent la seule monnaie manuelle et que cette monnaie manuelle constitue à elle seule la monnaie ultime.)

Enfin, une critique de la dollarisation serait liée à l'absence d'un prêteur en dernier ressort (Chang, 2000, p.5). Là encore, cette affirmation, symétrique à celle des auteurs orthodoxes, ignore les processus spontanés et l'évolution d'un système bancaire ; nous montrons plus loin qu'une banque supérieure peut émerger spontanément au sein d'un système bancaire dollarisé ou euro-isé et rien ne permet de penser que l'absence d'un prêteur en dernier ressort, sous la dollarisation ou sous d'autres systèmes, soit irréversible. Cette méprise est liée à l'idée commune selon laquelle sans monopole d'émission il ne saurait exister un prêt en dernier ressort. Or, les faits montrent et l'analyse démontre que le prêt en dernier ressort peut être dissocié du privilège d'émission de billets.

L'inconvénient de la dollarisation qui apparaît le plus absurde à nos yeux et qui n'est que trop peu souligné est que la monnaie manuelle *se confond* avec la monnaie ultime et externe au système bancaire, c'est-à-dire que les billets de l'institut d'émission étranger

---

<sup>7</sup> La critique relative à la perte de souveraineté de la politique monétaire est également formulée concernant la Banque Centrale Européenne et la manière dont est déterminée la politique monétaire. On ne saurait néanmoins confondre les deux organisations monétaires. Dans l'Euroland, la régulation monétaire passe par le contrôle de la quantité de la masse monétaire ou par un contrôle direct du niveau général des prix. Sous la dollarisation ou sous l'euro-isation, la régulation monétaire ne passe pas par de tels contrôles par un quelconque organisme, mais elle passe par la loi du reflux et des compensations interbancaires ; comme nous le verrons, ceci n'empêche pas sous la dollarisation et *a fortiori* sous le *banking board*, une politique discrétionnaire au niveau national.

constitue la seule monnaie manuelle qui constitue à son tour la seule monnaie ultime. Cette situation est source d'instabilité qu'il convient de décrire en détail. Cette critique de la dollarisation nous permettra de proposer une alternative qui non seulement réduit l'instabilité inhérente à la dollarisation mais réduit considérablement les coûts liés à la perte du seigneuriage.

## II. ANALYSE CRITIQUE DE LA DOLLARISATION OFFICIELLE

### 1) *L'inélasticité de l'offre de billets liée à la similitude entre la monnaie manuelle et la monnaie ultime et externe au système bancaire*

Sous la dollarisation, les billets de l'institut d'émission étranger constituent la seule monnaie manuelle ce qui engendre, nous l'avons vu, un manque à gagner important. Ceci engendre également une « inélasticité » de l'offre de billets, et ceci, ajouté au fait que cette monnaie manuelle constitue à elle seule la monnaie ultime et externe au système bancaire, engendre une instabilité dont le système bancaire peut aisément faire l'économie. L'inélasticité de l'offre de billets est l'inaptitude d'un système bancaire à répondre spontanément à une augmentation de la demande de billets. L'offre de billets de banque est alors lente et rigide par rapport à la demande. Un système bancaire sous la dollarisation officielle peut être confrontée à ce problème de l'inélasticité de l'offre de billets qui (1) crée des pressions à la baisse du niveau général des prix, et (2) provoque des ruées sur la monnaie manuelle (ou ruées sur les billets) déstabilisant l'offre de crédit bancaire. Les symptômes de l'inélasticité de l'offre de billets sont donc à la fois d'ordre macro-économique et micro-économique et peuvent conduire à un besoin de prêt en dernier ressort.

(1) *L'inélasticité de l'offre de billets crée des pressions à la baisse sur le niveau général des prix.* Selon Moreno-Villalaz (2000, p.432), « In Panama's dollarized (i.e. unified) currency system, the quantity – currency and deposits held by Panamanians – is demand-determined or endogeneous, not supply-determined by the central bank. » En effet, la loi du reflux et des compensations interbancaires, et non une politique quantitativiste, assure la régulation monétaire sous un système dollarisé, mais *uniquement* en ce qui concerne les dépôts. En ce qui concerne les billets, si l'offre reste endogène, elle suit un mécanisme très lourd et très déstabilisant. En effet, selon Velde et Veracierto (2000, p.30), le mécanisme pour se procurer des billets en dollars serait le suivant : « If the demand of the currency grows but the supply is constant, the price level in Argentina will fall relative to the U.S., prompting an export of goods from Argentina to the U.S. in exchange for dollars. » Un autre mécanisme peut consister en l'entrée de capitaux et de devises *via* une hausse des taux d'intérêt qui provoque des pressions déflationnistes. Quoi qu'il en soit, faut-il attendre une baisse du niveau général des prix pour se procurer *in fine* de la simple monnaie manuelle (en l'occurrence, la monnaie ultime). La situation est tout aussi absurde de celle où, sous l'étalon-or, il eût fallu attendre une baisse des prix pour que le se procurât de la monnaie manuelle sous forme de pièces (en l'occurrence, la monnaie ultime), alors qu'une simple émission de billets par une ou plusieurs banques eût suffi à répondre à la demande de « liquidités ».

On voit ici le danger de l'inélasticité de l'offre de billets inhérente à la dollarisation : pour répondre à une simple demande de service bancaire, *i.e.* la fourniture de monnaie sous forme manuelle, on fait subir à l'économie de profonds chocs macro-économiques, et précisément des chocs déflationniste et récessif. Il n'est pas absurde de penser qu'une institution – une chambre de compensation, une banque ou le Trésor – serait conduite à enfreindre le principe de la dollarisation en injectant de la liquidité, précisément sous forme de monnaie manuelle, afin d'endiguer les pressions à la baisse sur le niveau général des prix. Il

s'agirait alors d'un prêt en dernier ressort qui s'expliquerait par l'inélasticité de l'offre de billets.

(2) *L'inélasticité de l'offre de billets provoque des ruées sur la monnaie manuelle.* Les phénomènes de ruée sur la monnaie manuelle ont surtout lieu dans les économies où les mouvements saisonniers de la production sont importants comme dans les économies basées sur l'agriculture ou alors dans les économies où les paiements en monnaie manuelle sont importants.<sup>8</sup> Les ruées sur la monnaie manuelle peuvent être liées aux contraintes réglementaires telles que l'acte de Peel de 1844 ou le *National Banking Act* de 1863, ou, comme nous le voyons ici, elles peuvent être liées aux caractéristiques d'un système tel que celui de la dollarisation officielle. Sur le plan analytique, les ruées sur la monnaie manuelle (ou ruées sur les billets) ne sont pas à confondre avec les ruées sur la monnaie ultime (ou ruées de remboursement) : lorsque les agents se ruent sur la monnaie manuelle, ils n'entendent pas par cette action tester la solidité de leur banque, mais ils désirent simplement se procurer la monnaie manuelle demandée durant certaines périodes de l'année, tandis que lorsqu'ils se ruent sur la monnaie ultime, c'est précisément dans le but de tester la solidité des banques. Or, sous la dollarisation, ces deux types de ruées se confondent *dans les faits*.

Sous un système bancaire dollarisé ou euro-isé, aucune institution ne peut émettre de billets. Les banques doivent détenir des billets pour satisfaire la demande de monnaie manuelle puisque les banques ne peuvent pas se les procurer directement à une banque centrale ou ne peuvent pas elles-mêmes émettre leurs propres billets. Ces billets sont alors de la monnaie de réserve externe au système bancaire. Pour offrir des billets aux clients, les banques sont obligées de puiser dans leurs réserves ce qui leur est limité voire préjudiciable. Lorsque les agents souhaitent détenir de la monnaie de crédit sous une forme différente, il en résulte une variation de leurs réserves, ce qui influe directement sur leurs capacités de crédit. Si par exemple, les agents demandent des billets pour assurer des paiements saisonniers (périodes des plantations puis des récoltes, période de fin d'année), une telle demande assèche les réserves des banques, les met directement en difficulté et réduit leur capacité de crédit alors même qu'elles ne sont l'objet d'aucune méfiance de la part du public. La situation pourrait être identique sous le système de la banque centrale, si ce n'est que la banque centrale à la possibilité de répondre à cette demande en offrant des billets aux banques commerciales. Sous la dollarisation, aucune institution ne peut intervenir de cette manière.

On comprend alors pourquoi les ruées sur la monnaie manuelle sont si déstabilisantes pour les banques, car elles équivalent pour les banques à des ruées sur la monnaie ultime, et ce parce que sous la dollarisation la monnaie manuelle (les billets de l'institut d'émission étranger) constitue la monnaie ultime. Et l'effet est le même que celui des ruées sur la monnaie ultime : les réserves des banques s'amenuisent et l'offre de crédit bancaire s'essouffle. Et ce phénomène a lieu (ou aurait lieu) simplement parce qu'il y a un déplacement de la demande de monnaie sous une certaine forme et parce qu'il n'existe pas une banque d'émission de billets qui permettrait de répondre à un tel déplacement en compensant les réserves des banques, ou plusieurs banques d'émission qui modifieraient la structure de leur passif au lieu de modifier celle de leur actif. Il n'est pas absurde de penser qu'une institution, là encore, puisse enfreindre le principe de la dollarisation en injectant de la liquidité, précisément sous forme de monnaie manuelle. Il s'agirait, là encore, d'un prêt en dernier ressort qui s'explique par l'inélasticité de l'offre de billets.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Il ne s'agit pas nécessairement d'économies faiblement bancarisées. A Hong Kong, par exemple, la part des billets dans M1 est égale à 50,7% en moyenne sur l'année 1999. De plus, on y constate une forte augmentation de la demande de monnaie manuelle durant les mois de décembre et janvier.

<sup>9</sup> Nous trouvons une illustration au Panama en 1988 de ce que nous venons de décrire, en l'occurrence, suite à un choc exogène ; en effet, une pénurie d'offre de billets s'est cruellement fait ressentir en 1988 suite à la

Ainsi, d'après les points (1) et (2), en proposant la dollarisation, Hanke et Schuler (1999) veulent éviter toute existence de prêt en dernier ressort, mais ce qu'ils ne voient pas est que la dollarisation porte les germes d'un besoin de prêt en dernier ressort indépendamment de l'idée d'une instabilité inhérente au système bancaire et financière. Si Hanke et Schuler proposent la dollarisation, ce n'est pas suite à une critique préalable du *currency board* – au contraire, ils défendent pleinement le *currency board* orthodoxe –, mais parce qu'ils constatent que ce système a dévié vers une structure hiérarchisée ; pour autant, ils ne voient toujours pas les limites de leur proposition. Si le *currency board* est critiquable parce que seule cette réserve unique assure la convertibilité en monnaie ultime, la dollarisation est critiquable parce que la monnaie ultime se confond avec la monnaie manuelle. Le fait que les billets de l'institut d'émission étranger soient la seule monnaie manuelle en circulation conduit à une inélasticité de l'offre de monnaie manuelle, et le fait que cette monnaie manuelle constitue la seule monnaie ultime conduit à une déstabilisation de l'offre de crédit bancaire ; en conséquence, ce système porte les germes d'un besoin de prêt en dernier ressort que nos auteurs refusent mais auquel leur système conduit !

Aussi, il ne faut pas se méprendre sur la nature du prêt en dernier ressort. Le prêt en dernier ressort peut être une conséquence de l'inélasticité de l'offre de billets et il tente alors d'*endiguer les ruées sur la monnaie manuelle*. Mais le prêteur en dernier ressort peut être, indépendamment du problème de l'inélasticité de l'offre de billets, une innovation du système bancaire afin d'assouplir la contrainte du reflux et des compensations interbancaires lors des crises systémiques et afin d'*endiguer les ruées sur la monnaie ultime*.<sup>10</sup> Hanke et Schuler proposent un système qui conduit au premier type de prêt en dernier ressort et refusent obstinément le second type de prêt en dernier ressort. Pour le coup, et pour reprendre l'expression populaire, la mauvaise monnaie chasse la bonne monnaie !

L'absence de distinction sur la nature du prêt en dernier ressort est récurrente dans la littérature. Par exemple : « Ultimately, the ability to print money as needed is what allows a central bank to guarantee beyond any doubt that all claims (in domestic currency) will be fully met under any circumstances. Once the ability to print money ceases to exist, limits to the lender of last resort function appear » (Berg et Borensztein, 2000, p.21 ; *idem* Chang, 2000, p.5). Ne nous nous méprenons pas de cette manière. Le prêt en dernier ressort n'intervient pas nécessairement auprès des banques en leur fournissant massivement des billets, et si l'on regarde les événements récents, une telle injection de billets par les banques centrales durant les crises bancaires et financières a été rarissime. Une injection massive de billets peut se comprendre dès lors qu'il y a des ruées sur les billets dues à l'inélasticité de l'offre de billets, et sous la dollarisation, des ruées sur la monnaie manuelle peuvent précisément prendre forme parce qu'aucune institution ne peut émettre des billets. Avec une ou plusieurs banques émettrices de billets, de telles ruées ne peuvent avoir lieu, et si la banque supérieure intervient, ce n'est pas nécessairement en émettant des billets, mais c'est d'abord en accordant des découverts aux banques membres, en leur achetant des titres, afin de calmer les tensions sur la liquidité et afin d'*endiguer les ruées sur la monnaie ultime*.

Aussi, indépendamment des points (1) et (2), l'émergence du prêteur en dernier ressort s'explique par l'instabilité bancaire et financière et par les ruées sur la monnaie ultime. Par exemple, en Argentine, durant la crise Tequila, les agents se ruèrent sur les banques afin de demander des dépôts qui diminuèrent de 13% de janvier à mars 1995, mais les dépôts libellés

---

politique extérieure réactionnaire du gouvernement américain de l'époque, ce qui amena le gouvernement panaméen à émettre momentanément de la monnaie manuelle de substitution (Cohen, 2000, p.102).

<sup>10</sup> Cette distinction entre les deux types de prêt en dernier ressort – l'un qui endigue les ruées sur la monnaie manuelle, l'autre les ruées sur la monnaie ultime – a été établie dans le cas du système bancaire des Etats-Unis au XIX<sup>ème</sup> siècle (Le Maux, 2001a).

en dollars furent autant touchés que les dépôts libellés en pesos (Velde et Veracierto, 2000, p.31). Les ruées sur les banques et concernant les dépôts libellés en dollars banques ne pouvaient avoir pour origine la crainte de la dévaluation de la monnaie nationale, mais elles traduisaient l'inquiétude des agents sur la solidité des banques victimes d'un effet de contagion du risque d'illiquidité et d'insolvabilité. Les ruées sur la monnaie ultime prennent leur source dans cette inquiétude, et la véritable nature du prêt en dernier ressort consiste précisément à tenter d'endiguer une telle inquiétude.

## 2) *La prétendue absence d'un prêteur en dernier ressort*

Nous avons montré que la dollarisation peut créer le besoin du prêt en dernier ressort à cause de l'inélasticité de l'offre de billets qui lui est inhérente. Une autre explication peut expliquer l'émergence d'un prêteur en dernier ressort, savoir l'assurance en liquidité pendant les périodes de crises afin d'endiguer les ruées sur la monnaie ultime. Sans qu'il comprenne que ses propositions en faveur de la dollarisation conduisent à un besoin de ce premier type de prêt en dernier ressort, Schuler (1998, p.19) propose deux instruments alternatifs à ce second type de prêt en dernier ressort : « Like a currency board, a dollarized system lacks a central bank as lender of last resort, so it needs other arrangements to improve the liquidity of commercial banks. [...] One way to strengthen the banking system is to allow more foreign competition. [...] Another way to improve the liquidity of banks is to allow them to exercise an option clause. »<sup>11</sup> Le fait que les banques soient très ouvertes sur l'étranger permet d'avoir un accès plus large à la liquidité en monnaie étrangère. La clause d'option est un instrument prudentiel au niveau de la banque individuelle qui lui permet également d'économiser de la liquidité pendant les périodes de ruées sur la monnaie ultime. Néanmoins, les deux solutions suggérées par Schuler ne sont pas, en toute logique, incompatibles avec l'existence d'un prêteur en dernier ressort.

Comment une telle institution – le prêteur en dernier ressort – peut émerger dans le cadre de la dollarisation, c'est-à-dire sans monopole d'émission d'une monnaie (manuelle) nationale et sans réserve unique ? Comme dans tout système où les banques émettent des engagements exigibles à vue, les banques d'un système dollarisé ou euro-isé se coordonnent afin de réaliser des compensations bilatérales ou des compensations multilatérales. Cette dernière organisation étant plus efficace et moins coûteuse en termes de coûts de transaction, les banques cherchent alors à créer une chambre de compensation où elles déposent leurs réserves en monnaie étrangère et qui leur crédite (débite) leurs comptes selon leurs excédents (déficits) par rapport aux autres banques. A l'origine, la chambre de compensation détient éventuellement 100% de ses réserves, c'est-à-dire que le passif de la chambre de compensation correspond aux réserves en monnaie étrangère déposés par les banques, mais, le cas échéant, le montant de ses dépôts devient progressivement supérieur à celui des réserves en monnaie étrangère, car la chambre de compensation peut offrir aux banques membres des découverts lors de besoin de liquidité momentanée. L'ensemble de la base monétaire qui à l'origine correspond uniquement aux réserves en monnaie étrangère, est alors en partie créée au cœur du système bancaire par la chambre de compensation dès lors qu'elle avance de la liquidité *ex nihilo* aux banques, *i.e.* sans dépôts préalables de monnaie étrangère par ces dernières. Ce

---

<sup>11</sup> La clause d'option est une innovation des banques écossaises au XVIII<sup>ème</sup> siècle : elle permettait à une banque émettrice de billets – billets en principe convertibles à vue et non à terme – de différer le remboursement en monnaie métallique. Cette innovation est reprise par les théoriciens contemporains de la banque libre, concernant les billets comme les dépôts à vue, comme alternative au prêt en dernier ressort. Ce qu'ils ne voient pas est que ces deux innovations, la clause d'option et le prêt en dernier ressort, ne sont nullement incompatibles ; il y a même une complémentarité entre ces deux instruments prudentiels, complémentarité qui justifie davantage encore le terme prêt en *dernier* ressort.

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, achats ou prises en pension de titres), voire sous forme de monnaie manuelle. La structure du système bancaire est alors hiérarchisée. La chambre de compensation devient une banque supérieure et détient entre ses mains l'instrument du prêt en dernier ressort, à savoir la création de monnaie supérieure.<sup>12</sup>

Aussi, sous un système dollarisé ou euro-isé, une institution peut émerger en tant que prêteur en dernier ressort alors même qu'elle ne détient pas de monopole d'émission de monnaie et indépendamment du problème de l'inélasticité de l'offre de billets. Par contraste, la dollarisation « orthodoxe » (de même qu'il y a un *currency board* « orthodoxe » souhaité par Hanke et Schuler) serait un système où la création de monnaie supérieure par une institution bancaire n'est pas envisagée (mais les conditions institutionnelles d'une telle structure bancaire ne sont pas données par ces mêmes auteurs). Cette démonstration vaut pour la création de monnaie interbancaire sous forme de découverts comme sous forme de billets.<sup>13</sup>

Sous la dollarisation ou l'euro-isation officielles, compte tenu de l'inélasticité de l'offre de billets, il est fort probable que la chambre de compensation, ou plus précisément la banque supérieure que nous venons de décrire, émette des billets précisément afin d'endiguer les ruées sur la monnaie manuelle. Elle pourra également intervenir afin d'endiguer les ruées sur la monnaie ultime. L'observateur sera cependant bien en peine de préciser, sous la dollarisation, à quelle type de ruées la banque supérieure aura à endiguer puisque la monnaie manuelle se confond avec la monnaie ultime et puisque, par conséquent, les ruées sur la monnaie manuelle se confondent dans les faits avec les ruées sur la monnaie ultime. Sous le *banking board* que nous allons décrire, la banque supérieure intervient uniquement pour endiguer les ruées sur la monnaie ultime, car il n'y a plus de ruées sur la monnaie manuelle précisément parce que la monnaie manuelle est dissociée de la monnaie ultime.

### III. LE *BANKING BOARD* ET LA BANQUE SUPERIEURE

#### **1) La monnaie manuelle dissociée de la monnaie ultime : Absence d'inélasticité de l'offre de billets et moindre perte de droits de seigneurage**

L'organisation monétaire que nous appelons *banking board* est une alternative à la dollarisation et, par ailleurs, au système du *currency board*. Le *banking board* est un système

---

<sup>12</sup> Certaines banques étrangères peuvent intervenir, sous un système dollarisé, comme prêteur en dernier ressort : « Foreign banks, mainly U.S. banks, have been de facto lenders of last resort, increasing their exposure to the domestic economy when it has suffered unfavorable shocks because they have perceived opportunities for profitable lending » (Bogetic, 2000, p.192) ; voir également Moreno-Villalaz (1999, p.430). Reste à savoir s'il s'agit d'une création de liquidité ou d'un simple transfert de liquidité d'une banque qui en a le moins besoin vers une banque qui en a le plus besoin. Pour une démonstration plus générale concernant l'émergence d'une banque supérieure, voir Le Maux (2001b).

<sup>13</sup> Bien que ce développement relève de la prospection, prenons le cas du Panama. Le Panama n'a pas de banque centrale au sens strict, car il n'y a pas de monopole d'émission de billets (ni d'émission de billets par quiconque) et il n'y a pas de système à réserve unique. Ce qui signifie nullement qu'il n'y ait pas de banque supérieure qui assure, en partie, la liquidité du marché. La *Banco Nacional de Panamá*, banque détenue par l'Etat du Panama, fonctionne comme une banque commerciale offrant ses services au gouvernement comme au secteur privé. Il n'est pas innocent de préciser qu'elle assure également les compensations interbancaires, et si les banques ont un compte à la *Banco Nacional de Panamá*, il est alors aisé pour celle-ci d'offrir des prêts sous forme de découverts aux banques membres lorsqu'il y a des tensions sur la liquidité. Selon Bogetic (2000, p.192), la *Banco Nacional de Panamá* n'a jamais sauvé de banques insolubles, ce qui ne veut pas dire qu'elle n'a jamais injecté de la liquidité en faveur d'une banque momentanément illiquide. (Nous n'avons pas collecté d'information à ce titre, mais sur le plan technique une telle opération est largement possible).

de convertibilité similaire au marché de l'euromonnaie et concerne non seulement l'émission de monnaie scripturale mais également l'émission de monnaie manuelle ; par ailleurs, les billets de l'institut d'émission étranger peuvent circuler et ils circulent d'autant moins que le système bancaire s'appuie sur la confiance du public. Comme sous la dollarisation, les billets de l'institut d'émission étranger servent monnaie ultime et les banques peuvent émettre des dépôts convertibles en ces billets, mais contrairement à la dollarisation, les billets de l'institut d'émission étranger servent *uniquement* de monnaie ultime, car les banques peuvent émettre non seulement des dépôts mais également des billets convertibles en dollars. Une banque (si elle en a le monopole) ou plusieurs banques (comme c'est le cas à Hong Kong) peuvent alors émettre des billets convertibles en monnaie ultime – on peut alors parler d'« eurobillets ». Cette banque ou ces banques émettrices d'eurobillets détiennent leurs propres réserves, et, comme sur le marché de l'euromonnaie et contrairement au système du *currency board*, elles n'ont aucune contrainte quantitative quant à leur émission de billets et offrent autant de billets que le public en désire dès lors qu'elles arrivent à en assurer la convertibilité en monnaie ultime. De plus et surtout, plusieurs banques émettent des dépôts à vue convertibles en monnaie ultime selon le même principe. En d'autres termes, les banques émettent des dépôts et une ou plusieurs banques émettent des billets, et la régulation de ces émissions est assurée par la loi du reflux et des compensations interbancaires. Le *banking board* est un système de convertibilité au pair et en monnaie de l'institut d'émission étranger qui s'applique à *toute forme* de monnaie – monnaie manuelle, scripturale et électronique.

Sous le *banking board*, les ruées sur la monnaie manuelle ne peuvent donc pas prendre forme puisqu'une ou plusieurs institutions bancaires peuvent immédiatement émettre des billets selon la demande du public et résolvent ainsi le problème de l'inélasticité de l'offre de billets inhérente à la dollarisation. Le mécanisme macro-économique déstabilisateur conduisant à des pressions déflationniste et récessive afin que le pays puisse se procurer des billets selon la demande, disparaît également. Sur le plan micro-économique, le fait qu'une ou plusieurs banques puissent émettre spontanément des billets selon la demande accroît considérablement la stabilité des réserves et de l'offre de crédit bancaire.

Par ailleurs, sous le *banking board*, à partir par exemple d'une chambre de compensation, une banque supérieure peut spontanément émerger du système bancaire comme nous l'avons décrit dans le cadre de la dollarisation. Cette institution peut déjà exister sous une forme ou sous une autre (exemple, le HKMA), reste alors à la réformer (suppression de la règle de 100% de réserves, suppression de la réserve unique, renforcement du rôle de superviseur, etc.). Précisons que la banque supérieure est *a priori* une institution différente des institutions émettrices de billets de banque, et si la banque supérieure émet de la monnaie manuelle, cette monnaie n'est pas simplement des billets de banque, mais de la monnaie de banque supérieure. Sous le *banking board*, une telle émission de billets par la banque supérieure est relativement moins probable que sous la dollarisation puisque la banque supérieure ne cherche pas à résoudre le problème de ruées sur la monnaie manuelle tout simplement parce qu'elles ne peuvent pas avoir lieu comme vu plus haut, mais uniquement les ruées sur la monnaie ultime, c'est-à-dire à assurer la liquidité des banques lors des crises systémiques en leur accordant des découverts (prêts en blanc, achats ou prises en pension de titres).

Alors que sous la dollarisation les billets de l'institut d'émission étranger sont la seule monnaie manuelle et que cette monnaie manuelle constitue la seule monnaie ultime et externe au système bancaire, sous le *banking board*, les billets de l'institut d'émission étranger n'est pas la seule monnaie manuelle et constitue simplement la monnaie ultime ; aussi *toute* la monnaie manuelle en circulation ne constitue pas la seule monnaie ultime ; en d'autres termes, la monnaie manuelle est dissociée de la monnaie ultime. De plus, comme une banque supérieure émerge ou est créée sous le *banking board*, la base monétaire ne se limite alors pas

au passif correspondant aux réserves en monnaie étrangère (monnaie ultime) mais s'élargit des émissions de la banque supérieure (monnaie supérieure) ; en d'autres termes, l'actif de la chambre de compensation est constitué des réserves en monnaie étrangère et des avances de la chambre de compensation aux banques membres, ce qui fait d'elle une banque supérieure.

Si une ou plusieurs banques peuvent émettre des billets de banque, en l'occurrence des eurobillets, il en découle un manque à gagner lié à la perte de seigneurage bien inférieur à celui que l'on observe sous la dollarisation. Nous allons prendre le cas de Hong Kong, car y circulent essentiellement les billets des trois banques émettrices – la circulation des billets de la Fed étant marginale – ce qui diffère du cas de l'Argentine – cas dans lequel les calculs ne peuvent être significatifs.

A Hong Kong, trois banques émettent des billets en respectant aujourd'hui la règle du 100% de réserves à la marge,<sup>14</sup> tandis que l'ensemble des banques commerciales à Hong Kong qui ne sont pas contraintes à un taux de réserves obligatoires émettent des dépôts à vue avec un taux de réserves de 1,5% (*i.e.* taux de réserves rapportés aux dépôts à vue, en moyenne, sur l'année 1999). Si l'on suppose que les trois banques d'émission peuvent émettre ces billets comme les banques émettrices de dépôts à vue, avec un taux de réserves de 1,5%, alors le montant de dollars nécessaire au *banking board* est de 2,8 milliards de HK dollars de réserves, et, toujours en prenant un taux d'intérêt de 4,64% pour 1999, le manque à gagner du fait de la perte de seigneurage est alors de 130 millions de HK dollars. Si l'on suppose une réglementation plus exigeante pour les trois banques émettrices, par exemple un taux de réserves de l'ordre de 10%, le montant des réserves s'élève alors à 10,7 milliards de HK dollars et le manque à gagner du fait de la perte du seigneurage s'élève à 496 millions de HK dollars. Quoi qu'il en soit, sous le *banking board*, les réserves nécessaires seraient bien inférieures aux 93,4 milliards de HK dollars nécessaires à la dollarisation officielle, et le manque à gagner serait bien inférieur aux 4,3 milliards de HK dollars que l'on observerait sous la dollarisation. Ces sommes qui correspondent aux pertes de seigneurage, bien que relativement faibles, peuvent éventuellement servir de fonds pour une intervention internationale en dernier ressort de la part de l'institut étranger d'émission, outre la création de monnaie ultime dont ce dernier peut faire bénéficier au pays adoptant le *banking board*.

## 2) *L'existence d'une banque supérieure*

Nous avons montré plus haut comment un prêteur en dernier ressort peut émerger dans un système bancaire dollarisé ou euro-isé. D'une part, il peut être la conséquence de l'inélasticité de l'offre de billets conduisant à des pressions à la baisse du niveau général des prix et à des ruées sur la monnaie manuelle, et ce besoin de prêt en dernier ressort peut être évité dès lors qu'une ou plusieurs peuvent répondre spontanément à une demande de monnaie manuelle. D'autre part, il peut être une innovation du système de paiement permettant d'endiguer les ruées sur la monnaie ultime, et cette réponse aux problèmes d'illiquidité des banques constitue la véritable nature du prêt en dernier ressort.

Sous le *banking board*, entendu comme un système d'émission de monnaies de banques sous forme de fiduciaire et scripturale convertibles en monnaie étrangère sur un territoire

---

<sup>14</sup> Ces trois banques sont la *Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited*, la *Bank of China* et la *Standart Chartered Bank*, et elles émettent l'ensemble des billets à proportion, respectivement, de 66,4%, 21,1% et 12,5% (chiffres pour décembre 1998). Le cas de l'Argentine est moins simple, car y circulent à la fois les billets de la Fed à hauteur de 40 millions environ et ceux de la Banque Centrale d'Argentine à hauteur de 15 millions environ. Et parmi les billets de la Fed détenus, on ne peut savoir si les agents les détiennent comme monnaie manuelle ou comme monnaie ultime ; les raisons de la détention de billets de la Fed, et c'est le cas plus généralement de la dollarisation, ont dans l'un ou l'autre cas une signification économique toute différente.

donné, seule la seconde forme de prêt en dernier ressort subsiste ; le prêteur en dernier ressort n'est pas un effet pervers de la dollarisation, mais constitue *uniquement* une innovation du système des paiements et une assurance en liquidité demandée par les marchés bancaire et financier lors des crises systémiques d'illiquidité.

Sous le *banking board*, chacune des banques détient ses propres réserves de sorte que la chambre de compensation ou la banque supérieure ne mène pas une politique monétaire qui assurerait la stabilité du niveau des prix ou la convertibilité de la monnaie nationale en monnaie étrangère. La régulation monétaire, encore une fois, est assurée par la loi des compensations interbancaires de sorte que la banque supérieure assure « seulement » la régulation prudentielle.

De même, sous le *banking board*, la banque supérieure ne mène pas de politique de change et elle ne peut le faire, car ce n'est pas elle qui assure *a priori* la convertibilité, mais les banques commerciales. Aussi, comme sous la dollarisation, il n'y a aucune crainte de dévaluation. Selon Schuler (1998, p.11), s'il n'y a plus aucune crainte de dévaluation sous la dollarisation, il en serait de même sous le *currency board* dès lors qu'il resterait orthodoxe, mais, ces craintes persisteraient tant que les spéculateurs pensent que le *currency board* peut à l'avenir injecter de la liquidité bancaire et de fait mener une politique discrétionnaire. Ce que ne voit pas Schuler est que ce n'est pas la *seule* création de liquidité par le *currency board* sur le marché interbancaire qui crée les anticipations de dévaluation, mais surtout le fait que le *currency board* soit un système à réserve unique *et* que le *currency board* crée de la liquidité – et encore, comme on peut le montrer, ces anticipations peuvent prendre forme alors même que le *currency board* reste orthodoxe.

Par contraste, sous le *banking board*, et alors même qu'il y ait une création de liquidité par une banque supérieure, la question du risque de dévaluation ne se pose absolument pas, car chaque banque assure elle-même, et non une réserve unique, la convertibilité au pair de ses engagements à vue libellés en monnaie étrangère. La baisse des taux d'intérêt par rapport à un système de *currency board* liée à la suppression du risque de dévaluation vaut toujours sous le *banking board* (comme sous la dollarisation) alors même qu'il puisse avoir une création de liquidité bancaire par une banque supérieure. Seuls subsistent les risques d'illiquidité et de crédit.

Ceci veut pour une banque supérieure émanant soit d'une chambre de compensation soit d'une banque commerciale de New York ou de Paris réalisant les compensations et tenant les comptes de banques d'un pays dollarisé ou euro-isé.<sup>15</sup> Développons cette première possibilité que nous privilégions et qui caractérise davantage le *banking board*. Les agents extérieurs au système testent avant tout la capacité des banques sous le *banking board* à faire face à leur remboursement en monnaie de réserve, tandis que, par exemple, sous le *currency board*, les agents extérieurs au système testent avant tout la capacité du seul *currency board* à assurer la convertibilité au pair et ils sont alors attentifs, non plus à la loi du reflux ou des compensations interbancaires, mais au respect d'une règle, en l'occurrence celle du 100% de réserves. Rien de tel lorsqu'ils testent les banques émettrices d'euromonnaie sous le *banking board*. A la limite, il faut attendre une crise d'illiquidité *généralisée* à tout le système – et non localisée à quelques banques, car dans ce cas la banque supérieure peut facilement endiguer les tensions sur la liquidité en injectant de la monnaie supérieure en faveur des banques

---

<sup>15</sup> Bien que moins significative, nous mentionnons cette seconde possibilité, car elle peut illustrer davantage notre démonstration. Supposons qu'une banque de New York ou de Paris crée de la liquidité en faveur d'une ou plusieurs banques dollarisées ou euro-isées qui y ont un compte exigible à vue; bien qu'il s'agisse d'une création de monnaie supérieure en faveur d'une banque membre en difficulté, il est absurde de penser que la monnaie supérieure émise par la banque de New York ou de Paris puisse subir un risque de change et que ladite banque puisse à terme « dévaluer ».

temporairement illiquides – pour que la banque supérieure soit mise sérieusement en difficulté et ne puisse assurer à son tour la convertibilité ; il s’agit alors *a priori* d’un risque d’illiquidité au niveau de la banque supérieure et non d’un risque de change. Sous le *currency board*, il peut avoir des tensions sur le change *alors même que le système bancaire dans son ensemble ne connaît aucunement une crise d’illiquidité généralisée.*

Encore une fois, la banque supérieure ne supporte pas un risque de change, mais comme n’importe quelle institution ayant des engagements à vue partiellement couverte par des réserves, elle supporte un risque d’illiquidité. C’est dans cette situation que le prêt en dernier ressort international émanant de l’institut d’émission étranger prend toute sa signification. L’éventualité d’une telle intervention, c’est-à-dire l’assurance pour les agents d’avoir de la monnaie ultime, rend le *banking board* encore plus solide.

Ainsi, on comprend que ce ne soit pas la politique discrétionnaire d’une banque supérieure qui crée le risque de change mais le système à réserve unique pratiquant – voire même, ne pratiquant pas – une politique discrétionnaire. La confusion est telle dans l’esprit de Schuler qu’il va jusqu’à plaider en faveur de la suppression de la fonction essentielle du HKMA, de crainte d’une politique discrétionnaire de HKMA : « The HKMA will convert all Hong Kong dollar deposit with it into U.S. dollar assets such as deposits at banks in New York. The HKMA will cease to be directly involved in the clearing system, so clearing balances will cease to be settled by transfers of funds at the HKMA. Hong Kong Clearing can devise alternative arrangements » (Schuler, 1998, p.14). Une telle proposition heurte l’esprit. Les arrangements seront toujours les mêmes : la réalisation des compensations multilatérales, et pour ce faire, on ne peut échapper à la chambre de compensation, et le HKMA réalise précisément cette tâche. Pourquoi alors changer d’institution de manière arbitraire dès lors qu’une institution détient un savoir-faire dans un métier particulier, en l’occurrence, la réalisation des compensations, la collecte d’information et le contrôle des banques qui en résulte. Encore une fois, la proposition de Schuler ne relève que de l’arbitraire.

Ceci est d’autant plus regrettable que le système bancaire de Hong Kong est peut-être le système bancaire qui serait le plus facilement adaptable aux principes du *banking board* et de la banque supérieure. En effet, on y observe une séparation entre les instituts d’émission de billets (les trois banques émettrices) et la chambre de compensation (le HKMA) qui serait l’institution la mieux placée pour assurer le rôle d’une banque supérieure. En d’autres termes, et de manière générale, nous aurions aisément une distinction très nette entre la monnaie manuelle, la monnaie supérieure et la monnaie ultime.

En dernière analyse, les modalités de prêt en dernier ressort de la banque supérieure sous le *banking board* sont similaires à celles qui ont été proposées ailleurs (Le Maux, 1999) : ni réserve unique, ni taux d’intérêt unique. Ceci est possible car sous le *banking board* la régulation monétaire passe par la loi des compensations interbancaires. Aussi, aucune politique monétaire ou de change visant à assurer le contrôle du niveau général des prix ou à assurer la convertibilité en une monnaie ne sont nécessaires. L’instrument de la banque supérieure, le taux d’intérêt, n’a plus lieu d’être unique et il est alors « libre » de toute politique monétaire visant à manipuler le coût de crédit et de toute politique de change visant à défendre la monnaie nationale. Ceci permet, sous ce système de convertibilité, une politique prudentielle plus fine et plus efficace. En effet, lors de ces interventions en dernier ressort visant à sauver les banques de l’illiquidité, la banque supérieure peut fixer un taux différent selon les prises de risque des banques membres. Le contrôle de l’actif des banques est alors essentiel pour déterminer le taux spécifique qui s’applique à chaque banque. Cette modalité permet d’endiguer plus efficacement le risque de système d’une part, et le risque moral lié au prêt en dernier ressort d’autre part.

## CONCLUSION

Après le *currency board*, la dollarisation ou l'euro-isation officielles sont proposées, non seulement pour assurer la stabilité des prix, mais également pour supprimer définitivement tout risque de change, car si le *currency board* permet d'atteindre le premier objectif, il subsiste des attaques spéculatives sur le change nourries par le fait que les autorités puissent sortir du *currency board*. Par ailleurs, la création de liquidité par le *currency board* serait également tenue responsable des attaques spéculatives. En fait, les attaques sur le change s'expliquent simplement par le fait que l'on ait un système à réserve unique. *Aussi la politique discrétionnaire n'explique pas à elle-seule les attaques spéculatives.* Sous le *banking board*, une politique discrétionnaire peut être menée – politique discrétionnaire entendue une politique dont la conduite repose sur le jugement des dirigeants des autorités monétaires et bancaires pour choisir le moment et la manière d'injecter de manière significative de la liquidité lors des crises bancaire et financière – alors même qu'aucun problème de change ne se pose. Seuls subsistent des risques d'illiquidité au niveau des banques commerciales ou au niveau de la banque supérieure. *Aussi la politique discrétionnaire peut exister sans qu'il y ait risque de change.* En d'autres termes, un système bancaire peut bénéficier *et* de l'instrument prudentiel que constitue le prêt en dernier ressort *et* de la suppression du risque de change. Il n'y aucune contradiction et la contradiction apparaît dès lors qu'il y a une réserve unique.

La dollarisation officielle est très imparfaite. L'inélasticité de l'offre des billets qui lui est intrinsèquement liée conduit à des pressions déflationniste et récessive et à une instabilité des banques, deux phénomènes dont on peut aisément faire l'économie. Alors que sous la dollarisation, les billets de l'institut d'émission étranger constituent la monnaie manuelle *et* la monnaie ultime, sous le *banking board*, la monnaie ultime est dissociée de la monnaie manuelle, de sorte que l'inélasticité de l'offre de billets et ses conséquences funestes disparaissent. Dans cette étude, nous avons été amenés à nous interroger sur la nature du prêt en dernier ressort. Sous la dollarisation, le prêt en dernier ressort peut être une conséquence de l'inélasticité de l'offre de billets et vise par conséquent à endiguer les ruées sur la monnaie manuelle *et*, indépendamment, il peut être une innovation du système bancaire afin d'endiguer les ruées sur la monnaie ultime. Sous le *banking board*, seul le second cas de prêt en dernier ressort subsiste, aussi, nous pouvons poser, sous ce régime de convertibilité, le principe général suivant : dès lors qu'il n'y a ni réserve unique, ni inélasticité de l'offre de billets qui conduit à des ruées sur la monnaie manuelle, le prêt en dernier ressort correspond à une innovation du système de paiement n'engendrant pas de risque de change et constituant précisément et seulement – ce qui est déjà bien assez – une solution à l'instabilité et à la fragilisation du système bancaire et financier.

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BALIÑO T.J., BENNETT A. & BORENSZTEIN E. [1999], « Monetary Policy in Dollarized Economies », *IMF Occasional Paper*, International Monetary Fund, n°171.
- BERG A. & BORENSZTEIN E. [2000], « The Pros and Cons Dollarization », *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, n°50, mars.
- BERGSTEN C.F. [1999], « Dollarization in Emerging-Market Economies and its Policy Implications for the United States », Joint Hearing, Committee on Banking, United States Senate, April 22.
- BOGETIC Z. [2000], « Official Dollarization : Current Experiences and Issues », *Cato Journal*, vol.20, n°2, fall.
- CALVO G.A. [1999], « Testimony on Full Dollarization », Joint Hearing, Committee on Banking, United States Senate, April 22.

- CALVO G.A. [2001], « Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.33, n°2, Part 2, may.
- CENTRAL BANK OF ARGENTINA [2000], *Monetary and Financial Monthly Information*, Department of Economic Analysis and Information, february.
- CHANG R. [2000], « Dollarization : A Scorecard », *Economic Review*, Federal Bank of Atlanta, vol.85, n°3, third quater.
- COHEN B.J. [2000], « Dollarisation : La Dimension Politique », *Economie Politique*, n°5, 1<sup>er</sup> trimestre.
- DEMPERE P. & QUENAN C. [2000], « Les Débats sur la Dollarisation : Un Etat des Lieux », Caisse des Dépôts et Consignations, Services des Etudes Economiques et Financières – Marchés Emergents, n°02-2000, avril.
- FINANCIAL SERVICES BUREAU [1998], *Report on Financial Market Review*, Hong Kong Government, april.
- FISHER S. [1982], « Seigniorage and the Case for a National Money », *Journal of Political Economy*, vol.90, n°2, april.
- GULDE A.-M. [1999], « The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilisation », *IMF Policy Discussion Paper*, International Monetary Fund, n°99-3, april.
- GULDE A.-M., KÄHKÖNEN J. & KELLER P. [2000], « Pros and Cons of Currency Board Arrangement in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone », *IMF Policy Discussion Paper*, International Monetary Fund, n°00-1, january.
- HANKE S.H. & SCHULER K. [1999], « A Monetary Constitution for Argentina Rules for Dollarization », *Cato Journal*, vol.18, n°3, winter.
- HRISTOV K., NENOVSKI N. & PETROV B. [2000], « Transition from Lev to Euro – Early Step to the EU », *Capital Weekly*, n°6, february
- LE MAUX L. [1999], « Analyse Critique du *Currency Board* et Propositions Prudentielles sous un Régime de Convertibilité », *Economies et Sociétés*, tome XXXIII, n°9-10, septembre-octobre.
- LE MAUX L. [2001a], « L'Emission de Billets de Banque, les Chambre de Compensation et la Nature du Prêt en Dernier Ressort aux Etats-Unis durant le XIX<sup>ème</sup> siècle », *Annales – Histoire, Sciences Sociales*, à paraître.
- LE MAUX L. [2001b], « L'Emergence d'une Banque Supérieure sous le Régime de la Liberté Bancaire », *Congrès Annuel de l'AFSE*, Paris, 21-22 septembre.
- LEVINE R. & CARKOVIC M. [2001], « How Much Bang for the Buck ? Dollarization and Mexico », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.33, n°2, Part 2, may.
- MORENO-VILLALAZ J.L. [1999], « Lessons from the Monetary Experience of Panama : A Dollar Economy with Financial Integration », *Cato Journal*, vol.18, n°3, winter.
- PORTER R.D. & JUDSON R.A. [1996], « The Location of U.S. Currency : How Much Is Abroad », *Federal Reserve Bulletin*, vol.82, n°1, october.
- RITTER A. & ROWE N. [2000], « Cuba : From "Dollarization" to "Euro-ization" ? », communication au *North-South Institute*, Ottawa, october.
- SALAMA P. [2000], « Dollarisation : La Dimension Economique », *Economie Politique*, n°5, 1<sup>er</sup> trimestre.
- SCHULER K. [1998], « A Contingency Plan for Dollarizing Honk Kong », *HKCER Letters*, vol.52, september.
- SCHULER K. [1999], « Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets », Staff Report, Joint Economic Committee Staff Report, United States Senate, april.
- SELGIN G.A. [1988], *La Théorie de la Banque Libre*, traduction de S. Hottinger-André, Les Belles Lettres, Paris, 1991.

- SGARD J. [2000a], « La Crise Equatorienne et l'Architecture Financière Internationale », *La Lettre du CEPII*, n°188, mars.
- SGARD J. [2000b], « L'Elargissement de l'Union Européenne à l'Est : Peut-On Eviter l'Echec ? », *Lettre du CEPII*, n°192, juillet-août.
- STOCKMAN A.C. [2001], « Optimal Central Bank Areas, Financial Intermediation, and Mexico Dollarization », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.33, n°2, Part 2, may.
- SUMMERS L. [1999], « Considerations for Economies Considering Dollarization », Joint Hearing, Committee on Banking, United States Senate, April 22.
- VELDE F.R & VERACIERTO M. [2000], « Dollarization in Argentina », *Economic Perspectives*, Federal Reserve bank of Chicago, first quarter.
- WHITE L. [1989], *Competition and Currency : Essays on Free Banking*, New York University Press, New York.