

## LA DOLLARISATION EN AMÉRIQUE LATINE : BEAUCOUP DE BRUIT POUR RIEN

*Les années 2000-2001 ont été marquées par l'adoption par l'Équateur et le Salvador du dollar comme monnaie nationale. Cette décision a suscité de nombreuses critiques qui ont freiné l'enthousiasme d'un certain nombre de pays en développement désireux de substituer plus de stabilité et de crédibilité à une part d'indépendance. Mais que nous dit l'expérience latino-américaine en matière de dollarisation ? L'utilisation de la monnaie d'un autre pays se traduit-elle par des coûts additionnels en termes de performances économiques ? Et ces coûts sont-ils plus élevés que les bénéfices qui découlent d'une plus grande stabilité ?*

Les crises financières donnent généralement lieu à des réformes drastiques visant à rétablir la confiance des marchés. Ainsi, au début de la décennie, l'Équateur, qui subissait le contrecoup des turbulences internationales, décidait de renoncer à sa souveraineté monétaire et de faire du dollar américain la monnaie nationale. Mais l'urgence n'est pas forcément bonne conseillère et c'est sous un feu nourri de critiques que l'Équateur, puis le Salvador ont fait le choix de la dollarisation. Sébastien Edwards, par exemple, affirmait que *"les pressions récentes en faveur de la dollarisation constituent un cas typique de publicité trompeuse"*<sup>1</sup>. Barry Eichengreen considérait pour sa part que *"la dollarisation dans des pays en pleine crise est un pari extrêmement risqué"*<sup>2</sup>. Certaines voix, pourtant, n'hésitaient pas à vanter les mérites d'une telle rupture. Pour Alberto Alesina et Robert Barro, notamment, la dollarisation présentait un caractère inexorable qui devait se traduire au cours des prochaines décennies par *"une transition vers un monde dans lequel le nombre de monnaies sera bien inférieur au nombre de pays"*<sup>3</sup>. La réalité, quelques années plus tard, est que les rares pays qui ont fait le choix de la dollarisation

ne semblent pas vouloir – ou pouvoir – faire marche arrière. Mais il n'ont pas fait tache d'huile. Dès lors, quelles leçons tirer de l'expérience latino-américaine en matière de dollarisation ?

### ■ Genèse du processus de dollarisation en Amérique latine

La dollarisation en Amérique latine prend ses racines il y a un peu plus d'un siècle au Panama et s'inscrit dans le cadre de la "diplomatie du dollar" impulsée par le Président américain Théodore Roosevelt. Dès la sécession du territoire colombien en 1903, les États-Unis ont en effet pris le contrôle de la principale source de richesse du Panama, le canal transocéanique, et ont imposé leur monnaie, le balboa ne constituant rien d'autre qu'une division du dollar américain et ne circulant que sous la forme de pièces. L'afflux massif de billets verts lié à l'exploitation du canal ainsi que l'ouverture aux marchés financiers internationaux ont largement contribué à assurer la pérennité du système.

1. S. Edwards (2001), "Dollarization: Myths and Realities", UCLA et NBER, mimeo.

2. B. Eichengreen (2002), "When to Dollarize", *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(1), pp. 1-24.

3. A. Alesina & R. Barro (2001), "Dollarization", *American Economic Review*, 91(2), pp. 381-385.

Près d'un siècle plus tard, c'était au tour de l'Equateur de faire le grand "saut dans le vide", selon l'expression du Président Jamil Mahuad. L'année 1999 vit ce pays tomber dans une profonde récession, provoquée notamment par la chute du prix du pétrole et les suites de la crise financière asiatique. La forte accumulation de déficits contraignit alors ses dirigeants, le 1<sup>er</sup> octobre 1999, à déclarer un moratoire sur le paiement d'une partie des créances, entraînant une crise de confiance généralisée. Face à l'impossibilité de défendre le taux de change, les autorités monétaires décidèrent de laisser flotter la monnaie nationale, le sucre, aggravant ainsi la spirale dévaluation-inflation. Dans ce climat d'incertitude, le Président Mahuad présenta, le 9 janvier 2000, son projet de dollarisation, sans que les autorités monétaires américaines n'eussent été prévenues. Avec une parité établie à un dollar pour 25 000 sucres, la monnaie équatorienne enregistrait une dépréciation de 400% par rapport à août 1998. Le 13 mars, le Congrès équatorien approuvait la loi sur la dollarisation et, le 10 septembre, le sucre disparaissait comme monnaie officielle (le sucre ne sert plus que pour des transactions de très faible montant). Aujourd'hui la banque centrale d'Equateur n'existe plus en tant qu'institut d'émission monétaire mais garde sa fonction de supervision du système bancaire. Dans ce cadre, elle gère un fonds de réserve alimenté par un prélèvement obligatoire sur les dépôts collectés par l'ensemble des institutions financières du pays ; ce fonds étant destiné à leur fournir des liquidités en cas de besoin.

2 Contrairement au Panama et à l'Equateur, l'environnement économique du Salvador était relativement sain au moment de la dollarisation : ni endettement public excessif, ni inflation démesurée. Depuis la signature des accords de paix de 1992, la croissance du PIB était soutenue : +4,7% en moyenne entre 1992 et 2000. Cependant, avec un déficit commercial d'environ 14% du PIB, le Salvador dépendait fortement des capitaux extérieurs, ce qui se traduisait par un niveau élevé de taux d'intérêt. La dollarisation fut alors perçue comme un moyen de diminuer la prime de risque et d'attirer les capitaux étrangers, notamment ceux de la diaspora. Le 22 novembre 2000, le Salvador adoptait

une loi fixant la parité entre le colon et la monnaie américaine (8,75 colons par dollar) et libéralisant l'usage du dollar. Le 1<sup>er</sup> janvier 2001, la "loi d'intégration monétaire" faisait du dollar la monnaie officielle.

## ■ Le débat sur la dollarisation

L'utilisation quotidienne d'une même monnaie participe du sentiment national : elle crée, à l'image de la langue, un lien entre les différents membres de la société. Mais au-delà de l'identité nationale, l'abandon de la monnaie instaure une relation de dépendance avec le pays de rattachement. L'exemple le plus frappant des dangers de cette relation est le Panama. En 1988, les États-Unis lancèrent une campagne dans le but d'affaiblir le général Noriega, accusé de corruption et de trafic de drogue. Les transferts de dollars vers le Panama furent bloqués tandis que les avoirs panaméens dans les banques américaines étaient gelés. Il s'ensuivit une pénurie de billets verts à l'origine d'une grave crise économique. Bien qu'extrême, cet exemple illustre la dépendance politique des pays dollarisés. Ceci s'ajoute à la perte d'indépendance strictement monétaire. Les économies dollarisées se trouvent inexorablement liées aux cycles conjoncturels américains : si les États-Unis se trouvent en phase haute du cycle tandis que l'Amérique latine affronte une récession, la hausse des taux d'intérêt américains peut avoir des répercussions nuisibles sur des économies qui ont au contraire besoin d'une politique monétaire accommodante.

Cependant la perte de souveraineté monétaire permet aussi de mettre fin au problème d'incohérence temporelle des politiques discrétionnaires. Plus que la "constitutionnalisation" d'un objectif d'inflation, l'indépendance de la banque centrale ou l'ancrage monétaire, la dollarisation constituerait un moyen efficace d'asseoir la crédibilité et d'avoir accès au capital réputationnel des États-Unis. La confiance acquise par le dollar sur les marchés internationaux contribue alors à attirer les investissements étrangers. L'adoption *de facto* de

### Encadré – La dollarisation : un processus multiforme

La dollarisation signifie la substitution de la monnaie nationale par une monnaie étrangère, qui n'est d'ailleurs pas forcément le dollar (lorsqu'il s'agit de l'euro, on peut parler d' "euroïsation").

La *dollarisation totale* implique l'abandon définitif de la monnaie nationale. Les prix, les salaires, les contrats, etc. sont fixés en monnaie étrangère. Et si la monnaie locale subsiste, ce n'est que pour réaliser de petites opérations. Seuls quelques rares pays ont ainsi renoncé à leur souveraineté monétaire. Outre l'Equateur, le Panama et le Salvador, la Micronésie ainsi que le Timor oriental utilisent le dollar américain. En Europe, le Kosovo et le Monténégro ont abandonné leur monnaie pour adopter unilatéralement l'euro.

La *dollarisation partielle* (ou informelle) répond à une perte de confiance des agents économiques vis-à-vis de la monnaie nationale. La monnaie étrangère sert alors de valeur refuge. La dollarisation "financière" donne lieu à une importante substitution d'actifs, soit sous la forme d'achats de titres étrangers, soit par le bais de l'ouverture de comptes bancaires en devises. Ce procédé concourt à la perte de pouvoir d'achat de la monnaie nationale conduisant ainsi à la dollarisation "monétaire", autrement dit l'acquisition des moyens de paiement en monnaie étrangère : billets ou comptes bancaires en dollars (ou en euros). Contrairement à la dollarisation totale, la dollarisation partielle est très répandue, notamment dans les pays en développement.

la politique monétaire conduite par la Fed permet d'importer sa crédibilité et favorise, grâce à la disparition de la prime de risque sur la monnaie nationale, l'alignement sur les taux d'intérêt américains.

Le recours au dollar permet, en outre, de mettre un terme à l'incertitude créée par les fluctuations de changes et de se prémunir contre le risque de dévaluation. Il convient d'ailleurs de souligner que la dollarisation représente un avantage par rapport à un taux de change fixe, voire à la mise en place d'un *currency board*, puisqu'elle élimine toute incertitude quant à la capacité des autorités à maintenir un tel régime.

L'adoption du dollar comme monnaie nationale pose néanmoins un problème de compétitivité. La majorité des échanges commerciaux des pays latino-américains est orientée vers les États-Unis. Étant donnée l'avance technologique des producteurs américains, la compétitivité des exportateurs d'Amérique latine repose essentiellement sur les prix. Or, l'abandon de l'instrument de change signifie qu'ils se retrouvent sur le même plan – monétaire – que les producteurs américains. D'où un risque de biais déflationniste. Confrontées à un déficit de leur balance des paiements courants, les économies dollarisées doivent en effet recourir à la flexibilité salariale – donc à la déflation – pour rétablir leur compétitivité et retourner ainsi à l'équilibre extérieur. Si le pays fait face à des rigidités salariales trop importantes, la variable d'ajustement devient le chômage. En ce sens, la stabilité et la crédibilité offertes par la dollarisation risquent de se payer par une croissance moindre de l'activité économique.

## ■ La dollarisation en pratique

Si la littérature théorique fait clairement état d'un arbitrage entre souveraineté et crédibilité, les performances économiques des pays latino-américains au cours de la dernière décennie ne permettent guère de trancher le débat sur la dollarisation (tableaux 1 et 2). L'abandon du sucre en 2000 a bien permis à l'Équateur de stabiliser son économie grâce à une baisse rapide du taux d'inflation (96% en 2000, 12% en 2002, 2% en 2005), et de retrouver rapidement la confiance des marchés (les investissements directs étrangers nets ont augmenté de 85% entre 2000 et 2001), mais sur plus long terme, les résultats de l'Équateur sont similaires à ceux de ses voisins. Sur la période 2001-2008, le taux d'inflation (5,6%) a été inférieur à la moyenne des pays sud-américains (8,4%), mais d'autres

Tableau 1 – Performances macroéconomiques comparées (1993-2008) – taux annuel moyens en %

Pays	Croissance du PIB		Inflation		Chômage		Taux d'intérêt sur dépôts	
	1993-2000	2001-2008	1993-2000	2001-2008	1995-2000	2005-2008	1993-2000	2001-2008
Amérique centrale	4,0	4,7	10,1	7,4	12,9	8,9	12,4	7,2
Costa Rica	4,8	5,5	13,7	11,3	17,1	12,0	17,6	9,2
Guatemala	4,1	4,0	9,0	7,9	7,2	8,5	10,9	5,4
Honduras	2,5	5,3	17,8	8,0	20,3	8,2	14,6	11,0
Nicaragua	4,9	3,4	12,0	9,6	11,2	12,4	11,4	6,4
Panama	4,0	7,2	1,1	3,2	15,9	7,2	6,9	4,1
Salvador	4,0	3,0	6,9	4,1	6,0	5,1	13,2	n.d
Amérique du Sud	2,7	4,7	69,7	8,4	9,8	9,1	247,2	9,8
Argentine	2,2	5,5	2,2	11,7	16,3	9,6	151,4	12,2
Bolivie	3,8	4,1	7,3	5,9	5,6	7,9	18,2	6,9
Brésil	2,9	3,9	518,9	7,2	5,9	9,3	1864,6	16,0
Chili	5,3	4,3	7,3	3,7	8,6	7,9	16,9	4,6
Colombie	2,1	4,9	18,0	5,9	13,1	12,4	28,1	8,5
Équateur	1,6	4,9	41,8	5,6	8,4	7,7	33,6	5,0
Paraguay	1,1	3,9	12,0	9,1	7,7	7,9	19,4	9,6
Pérou	4,8	6,7	14,8	2,5	8,4	8,7	250,7	3,6
Uruguay	2,3	4,5	26,3	9,9	12,0	10,3	59,1	16,3
Venezuela	0,8	4,7	48,0	22,1	12,1	9,6	29,7	15,4

Source : CEPAL, calculs de l'auteur.

pays ont fait aussi bien, voire mieux (Chili et Pérou). Les taux d'intérêt sur dépôts sont également plus bas en Équateur que dans la plupart des autres pays de la région, mais sans que la dollarisation ne semble faire une différence décisive. Dans le même sens, l'Équateur ne semble avoir souffert ni en termes de croissance économique (+4,9% en moyenne entre 2001 et 2008), ni en termes de chômage (7,7%) : ses performances sont meilleures que la moyenne régionale (respectivement 4,7% et 9,1%). Mais ces performances ne sont pas non plus spectaculaires dans la région. Quant au solde du compte courant, bien que légèrement déficitaire sur la période 2001-2008, il s'est sensiblement amélioré ces dernières années (entre 3 et 4 points de PIB entre 2006 et 2008). À cet égard, il convient de préciser que la forte dépréciation du dollar a profité aux économies dollarisées qui ont ainsi vu s'améliorer leur compétitivité internationale (même aux États-Unis où ces économies sont en concurrence avec des pays non-dollarisés).

5

Tableau 2 – Secteur externe (1993-2008) – en % du PIB

Pays	Compte courant		IDE nets	
	1993-2000	2001-2008	1993-2000	2001-2008
Amérique centrale	-7,5	-6,7	3,2	4,3
Costa Rica	-4,2	-4,8	3,2	4,3
Guatemala	-5,3	-5,3	1,2	1,3
Honduras	-5,6	-6,0	2,1	5,3
Nicaragua	-23,6	-16,4	4,6	5,1
Panama	-4,8	-4,2	6,3	7,0
Salvador	-1,6	-3,6	1,8	2,7
Amérique du Sud	-2,7	1,9	3,0	2,5
Argentine	-3,6	3,5	2,5	1,7
Bolivie	-5,8	4,0	7,2	3,1
Brésil	-3,0	0,0	2,1	1,9
Chili	-3,1	1,3	3,8	4,3
Colombie	-3,0	-1,5	1,9	2,7
Équateur	-1,9	-0,4	3,3	2,8
Paraguay	-2,8	0,9	1,9	0,9
Pérou	-5,7	0,0	4,0	3,2
Uruguay	-1,9	-0,5	0,8	3,7
Venezuela	3,6	11,2	2,5	0,4

Source : CEPAL, calculs de l'auteur.

En Amérique centrale, la situation est contrastée. Le Panama se démarque des autres pays à la fois par des taux d'inflation (3,2% en moyenne entre 2001 et 2008) et d'intérêt (4,1%) plus faibles que ses voisins et de meilleures performances en matière de croissance du PIB (+7,2%) et de chômage (7,2% de la population active), Le Salvador pour sa part présente bien un taux d'inflation (4,1%) inférieur à la moyenne régionale (7,4%), mais son taux de croissance annuel (3%) se situe en-deçà des performances régionales (4,7%). Et il est probable que le faible taux de chômage (5,1%) puisse s'expliquer par un taux d'émigration élevé. En ce qui concerne le secteur externe, le Salvador et le Panama présentent les meilleurs soldes du compte courant de la région, en partie probablement, comme déjà mentionné, grâce à la dépréciation du dollar au cours des dernières années. En revanche, alors que les IDE représentent une part significative du PIB panaméen, le Salvador peine toujours à attirer les capitaux extérieurs, confirmant ainsi le fait que la dollarisation ne suffit pas à changer l'image internationale d'un pays et que des réformes en profondeur de l'environnement économique s'avèrent nécessaires.

## ■ Une "dé-dollarisation" improbable

La crise économique actuelle semble renforcer l'argument selon lequel il n'existe pas de réelles différences entre les économies dollarisées et les autres. Selon les dernières prévisions du FMI (octobre 2009), le PIB devrait chuter en 2009 de 2,5% au Salvador mais croître de 1,8% au Panama, l'Amérique centrale dans son ensemble assistant à un recul de l'activité (-0,7%). En Amérique du Sud, l'Equateur (-1%) se situe dans la moyenne régionale (-0,8%), tandis que le Paraguay (-4,5%) et la Bolivie (+2,8%) constituent les extrêmes. Au-delà des avantages à court terme, notamment pour sortir d'une crise de confiance généralisée, la dollarisation ne semble avoir été ni un atout, ni un handicap pour traverser la crise

D'autres pays latino-américains, comme l'Argentine, la Bolivie ou le Brésil, ont aussi montré qu'il était possible de faire face à une crise financière ou de changes, sans pour autant renoncer à la souveraineté monétaire. Les politiques de ciblage d'inflation (*inflation targeting*) ont jusqu'à présent fait montre de leur efficacité non seulement en matière de maîtrise de l'inflation, mais aussi – par extension – de stabilité des changes. De même, les réformes du secteur financier, des finances publiques ou encore du marché du travail ont plus fait pour le succès économique de l'Amérique latine au cours des dernières années qu'un processus de dollarisation dont les effets potentiellement néfastes en matière de compétitivité ont été jusqu'à présent limités par la dépréciation du dollar (mais que se passerait-il en cas de retournement de tendance ?)<sup>4</sup>.

Le *statu quo* actuel sur la dollarisation est à cet égard significatif : les pays qui, en dépit de toutes les crises auxquelles ils ont dû faire face, ont su préserver leur souveraineté monétaire ne sont pas vraiment enclins à suivre l'expérience de leurs voisins en matière de dollarisation, non pas tant en raison du coût somme toute limité d'une telle décision mais plutôt du peu de bénéfices qu'il représente. Cela ne signifie pas pour autant qu'un pays dollarisé puisse facilement faire marche arrière. Les mouvements de défense de la souveraineté monétaire, particulièrement véhéments dans un pays comme l'Equateur, se sont aujourd'hui éteints et même le président Rafael Correa, pourtant apôtre de l'anti-américanisme, s'est engagé à préserver le système monétaire actuel. Outre des coûts de sortie élevés liés à la réintroduction d'une monnaie nationale et d'une autorité monétaire indépendante, aucun gouvernement ne voudrait prendre le risque d'une "dé-dollarisation", qui s'accompagnerait probablement d'une nouvelle phase d'instabilité monétaire et de fuite des capitaux.

David Khoudour-Castéras  
david.khoudour@cepii.fr

4. Dans le prolongement de la crise, la plupart des monnaies d'Amérique latine se sont appréciées par rapport au dollar au cours des derniers mois, renforçant ainsi les gains en terme de compétitivité des économies dollarisées.

### LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2009  
RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :  
Gunther Capelle-Blancard

GRAPHIQUES :  
Didier Boivin

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 49,50 € TTC  
Europe 51,30 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
50,20 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
51,20 € HT  
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

28 décembre 2009  
Imprimé en France par le  
Centre d'Analyse Stratégique

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction  
du CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.