

Article

« Les contraintes de la politique monétaire libanaise (1993-2004) : endettement public, dollarisation et taux de change fixe »

Jean-Baptiste Desquilbet

L'Actualité économique, vol. 83, n° 2, 2007, p. 163-199.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/017516ar>

DOI: 10.7202/017516ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : info@erudit.org

LES CONTRAINTES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE LIBANAISE (1993-2004) : ENDETTEMENT PUBLIC, DOLLARISATION ET TAUX DE CHANGE FIXE*

Jean-Baptiste DESQUILBET
Laboratoire d'économie d'Orléans
Université d'Orléans

RÉSUMÉ – Cet article fournit une grille de lecture de la politique monétaire libanaise sur la période récente, à travers les trois principales contraintes auxquelles est confrontée la Banque du Liban : l'endettement public, la dollarisation de l'économie et l'ancrage du taux de change. L'analyse montre que la Banque du Liban est en quelque sorte coincée entre l'enclume du régime de change fixe et le marteau de l'endettement public. Il s'agit d'une situation critique, typique d'une crise financière dite de « première génération ».

ABSTRACT – This paper provides an analytical grid of the Lebanese monetary policy over the recent period, through the three main constraints with which the Bank of Lebanon is confronted: public debt, the dollarization of the economy and the fixed exchange rate. The analysis shows that the Bank of Lebanon is to some extent caught between the devil of the fixed exchange rate and the deep blue sea of public indebtedness. This critical situation is typical of a « first generation » financial crisis.

INTRODUCTION

Cet article analyse les conditions dans lesquelles la politique monétaire libanaise a été conduite au cours de la période récente. L'endettement public, la dollarisation de l'économie et l'ancrage du taux de change sont les trois principales contraintes auxquelles la Banque du Liban est confrontée. Il s'agit de contraintes macroéconomiques qui ne constituent qu'un sous-ensemble réduit de toutes celles auxquelles l'économie libanaise est confrontée. Insister sur ces contraintes ne signifie évidemment pas nier les autres, qui apparaissent de toute façon en filigrane :

* Cet article rassemble une partie des réflexions et analyses que j'ai effectuées à la Faculté des sciences économiques de l'Université Saint-Joseph de Beyrouth (USJ) depuis quelques années. Je tiens à remercier mes collègues et étudiants de l'USJ pour leur accueil, leur aide et leurs questions stimulantes, ainsi que les arbitres et l'éditeur de la revue pour leurs remarques constructives. Je suis seul responsable des opinions émises.

nécessaire reconstruction économique et sociale après 15 ans de guerre civile, tensions liées à la situation géopolitique et au système institutionnel communautariste, répercussions du processus électoral. Cela constitue une grille de lecture aujourd'hui largement appliquée aux économies émergentes, et tout à fait pertinente pour la situation libanaise.

L'analyse est menée en se fondant sur un corpus théorique aujourd'hui relativement bien connu. Dans le cas libanais, la disponibilité des données impose des contraintes. Aucune donnée macroéconomique n'est publiée de manière régulière par le gouvernement libanais : ni comptabilité nationale, ni taux de chômage, ni taux d'inflation. Nous avons donc choisi d'utiliser les seules séries cohérentes, celles qui sont publiées par la Banque du Liban¹ (BDL), ce qui conduit finalement à évaluer la politique monétaire au moyen des informations diffusées principalement par l'institution qui en a la charge. Un des apports de ce travail consiste à montrer qu'il est possible d'établir un diagnostic cohérent de la situation monétaire et financière du Liban malgré le peu d'information disponible.

Plusieurs raisons justifient le choix de la période 1993-2004. Il s'agit d'une part de bien situer l'étude en dehors de la période de la fin de la guerre et des turbulences de l'immédiat après-guerre, donc dans un environnement politique et institutionnel aussi proche que possible de celui que postule la théorie. D'autre part, l'année 1993 correspond à l'arrivée de Riad Salamé à la tête de la Banque du Liban² et à un changement de politique monétaire. Enfin, l'étude de la décennie passée permet de prolonger des analyses antérieures (Gemayel, 1997; Bolbol, 1999). Pour aussi courte qu'elle paraisse, la période retenue permet de bien cerner les trois contraintes auxquelles la politique monétaire libanaise est confrontée.

La première partie de cet article rappelle que les instruments de politique macroéconomique, la politique monétaire et la politique budgétaire, ne sont pas totalement indépendants. Nous montrons que l'endettement croissant de l'État libanais met la politique monétaire sous « domination fiscale », empêchant la Banque du Liban de remplir un autre objectif que celui de placer au mieux les titres de dette publique. La deuxième partie discute les contraintes que la dollarisation de l'économie impose à la politique monétaire, en particulier celle de fixer

1. La base de donnée de la Banque du Liban est diffusée en ligne sur : <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>. Il faut noter cependant que les périodes de disponibilité des données ne sont pas homogènes (certaines statistiques sont disponibles depuis 1965, en données mensuelles le plus souvent, en données trimestrielles sur certaines sous-périodes, d'autres ne sont disponibles qu'à partir de 1994 ou 1995). Celles de 2004 étaient tout juste disponibles au moment où le travail a été commencé. Sauf mention explicite, les données utilisées dans cet article proviennent de cette source (les détails sont disponibles auprès de l'auteur). Les autres sources de statistiques macroéconomiques régulières sont essentiellement le FMI, l'Economist Intelligence Unit et quelques banques libanaises, en particulier la Banque Audi, <http://www.asib.com>, mais avec des fréquences moins élevées que celles des sources monétaires et financières. Les statistiques budgétaires et fiscales, à partir de 1998, sont disponibles sur le site du ministère des Finances, <http://www.finance.gov.lb/>.

2. Il est nommé la première fois en mai 1993, son mandat ayant été renouvelé en 1999 puis en 2005.

le taux de change. C'est le régime suivi dans les faits par le Liban depuis 1998. La troisième partie revient sur l'incompatibilité fondamentale qui existe entre les deux nécessités que tente de concilier la Banque du Liban, financer la dette publique et maintenir le taux de change. La conclusion propose brièvement quelques pistes pour un desserrement des contraintes actuelles de la politique monétaire libanaise.

1. POLITIQUE MONÉTAIRE ET ENDETTEMENT PUBLIC

La première contrainte qui pèse sur la politique monétaire du Liban provient du besoin de financement du déficit public. Il ne s'agit en rien d'une spécialité levantine. Après un résumé des principes macroéconomiques de base qui montrent le lien entre politique monétaire et financement du déficit public, nous en verrons une illustration dans le cas libanais³.

1.1 *La dynamique de la dette publique : analyse*

De manière générale, l'analyse macroéconomique reconnaît depuis longtemps que la contrainte budgétaire de l'État constitue un lieu d'interactions stratégiques entre politique monétaire et politique budgétaire (cf. Desquilbet et Villieu, 1998 pour une revue de la théorie du *policy-mix*). La position monétariste, initialement formulée par Milton Friedman est bien connue (voir Gemayel, 1997) : « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire, en ce sens qu'elle résulte toujours et exclusivement d'une augmentation plus rapide de la quantité de monnaie que de la production » (Friedman, 1993 : 61). Parmi les causes possibles d'une augmentation trop rapide de la quantité de monnaie, Friedman identifie, entre autres, l'augmentation rapide des dépenses publiques et leur financement par création monétaire (Friedman, 1993 : 204). D'où la proposition monétariste consistant à imposer à la banque centrale un taux de croissance de la masse monétaire constant, inscrit dans la constitution afin de lui donner un caractère irrévocable et garanti, en évitant toute interférence des considérations budgétaires (Friedman, 1959). Pourtant, la dynamique de la dette publique peut donner lieu à une « arithmétique déplaisante », que les nouveaux classiques Sargent et Wallace (1981) ont mise en évidence.

Deux forces contradictoires s'exercent sur la dette publique. D'une part, le taux d'intérêt, par l'effet « boule de neige », tend à accroître la dette. D'autre part, la croissance économique permet l'augmentation des recettes fiscales à structure des impôts donnée. Si la croissance réelle du produit intérieur brut (PIB) est supérieure au taux d'intérêt réel, la solvabilité de l'État ne pose pas de problème : à structure donnée des dépenses et de la fiscalité, les recettes augmentent plus vite que les dépenses, et le besoin de financement de l'État diminue. En revanche, dans

3. Ce qui nous intéresse ici n'est pas le problème général de la dette publique et de sa soutenabilité (voir par exemple Ayoub et Raffinot, 2005 pour une étude récente appliquée au Liban), mais plus précisément de montrer ce qui fait de l'endettement public une contrainte sur la politique monétaire.

le cas contraire, la dynamique de la dette publique est potentiellement explosive : l'effet boule de neige du service de la dette est plus fort que l'accroissement des recettes permis par la croissance économique. La stabilisation de la dette requiert alors soit un ajustement budgétaire, c'est-à-dire une hausse des impôts et / ou une réduction des dépenses, soit un recours accru à la création monétaire, soit une combinaison des deux. Or, face à une dynamique instable de la dette publique, lorsqu'un ajustement budgétaire suffisant est impossible, la création monétaire constitue toujours un recours possible du gouvernement : dans le jeu stratégique entre la politique budgétaire et la politique monétaire, la première l'emporte et impose à la deuxième de s'ajuster. On parle alors de « domination fiscale » ou budgétaire. Toute tentative unilatérale de stabiliser l'inflation au moyen de la seule politique monétaire est vouée à l'échec, à plus ou moins brève échéance, tant que subsiste un déficit budgétaire. En l'absence d'une coordination avec la politique budgétaire, la politique monétaire doit assurer le seignuriage permettant d'éviter l'insoutenabilité de la dette publique et peut au mieux repousser dans le temps l'inflation. Le gouvernement incapable de stabiliser l'endettement se trouve contraint de recourir à la création monétaire, dont les conséquences inflationnistes sont inévitables. Sargent et Wallace (1981) ont montré qu'un paradoxe, d'un point de vue monétariste naïf, peut même apparaître : une réduction par la banque centrale du taux de croissance de la masse monétaire peut conduire à une augmentation du taux d'inflation, si un déficit public persiste et conduit à une insoutenabilité de la dette publique, de sorte que les anticipations rationnelles d'inflation sont revues à la hausse et traduites dans des augmentations immédiates de salaires et de prix.

1.2 *La politique monétaire libanaise sous domination fiscale*

La situation préoccupante des finances publiques libanaises a déjà donné lieu à des tentatives récentes de réformes administratives et fiscales, dont une réforme des droits de douanes en 2000, l'introduction de la TVA en 2002 ainsi qu'à une importante conférence internationale de soutien financier, la conférence dite « de Paris II » en novembre 2002. À l'issue de cette conférence, le gouvernement libanais a obtenu : (i) des financements internationaux, à des conditions préférentielles en appui à un programme de réformes et de privatisations visant une stabilisation des finances publiques, (ii) un soutien de la Banque du Liban sous la forme d'une annulation d'une partie du portefeuille de bons du Trésor qu'elle détenait et de la restructuration du solde et (iii) une souscription par les banques commerciales libanaises, en liquide ou en *swaps*, de bons du Trésor à deux ans sans intérêt (ministère des Finances, 2003)⁴.

4. La rencontre dite « de Paris I », en février 2001, était une rencontre préparatoire à la conférence de Paris II de novembre 2002.

Les statistiques de dette publique sont diffusées par le ministère des Finances et la Banque du Liban. La dette dite « externe », libellée en devises étrangères, mais non nécessairement détenue par des non-résidents, passe de 11 % à près de 56 % de la dette nette totale entre 1993 et 2004. Nous reviendrons plus loin sur cette dollarisation de la dette publique. En l'absence de données officielles concernant les grandes variables macroéconomiques libanaises, en particulier le PIB, il faut avoir recours aux estimations d'institutions internationales (Fonds monétaire international) ou d'organismes privés, comme l'Economist Intelligence Unit, ou la Banque Audi. En utilisant leurs estimations du PIB⁵, on constate que le rapport de la dette publique nette au PIB passe de 44 % en 1993 à 174 % en 2003, puis 194 % en 2004, alors que le ministère des Finances indique un recul à 164 % pour 2004 (cf. graphique 1). Compte tenu de l'enjeu en termes d'affichage et d'atteinte des objectifs de Paris II, la différence n'est pas anecdotique. Mais au-delà de cette querelle de chiffres, le fait qui nous intéresse ici est que l'économie libanaise se trouve bel et bien prise dans la dynamique explosive de la dette publique, qui place les politiques macroéconomiques dans la situation de domination fiscale décrite *supra*, et contraignent la Banque du Liban à contribuer au financement monétaire du déficit public.

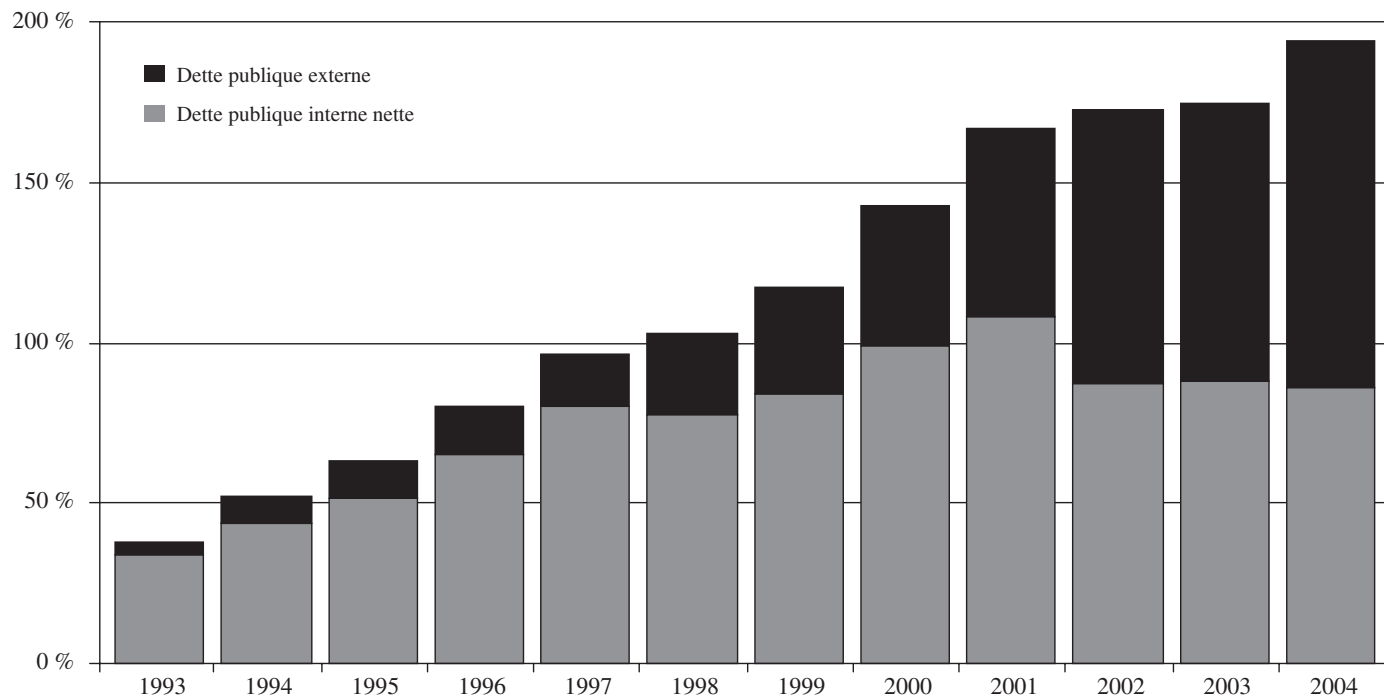
La Banque du Liban publie les bilans mensuels agrégés des institutions financières libanaises, à l'actif desquels on peut lire le montant des créances sur le secteur public qu'elles détiennent et en déduire à la fois leur contributions respectives au financement du secteur public et la place relative de ce financement dans leur activité.

Le premier bilan à regarder est celui de la Banque du Liban elle-même. Le graphique 2 montre l'évolution du crédit brut et du crédit net au secteur public, en proportion du total du bilan de la Banque du Liban, depuis 1965. Le crédit brut est de deux types, des « créances sur le secteur public » et, à partir de décembre 1993, des bons du Trésor, comptabilisés dans un poste « portefeuille de titres ». Comme l'explique Gemayel (1997), la Banque du Liban remplace, dans le financement du secteur public, les crédits directs par des bons du Trésor. L'avantage essentiel de cette opération est d'augmenter la liquidité des marchés financiers. Cependant, en termes de création monétaire, le résultat est inchangé : l'une des sources de la création monétaire est le crédit à l'État figurant, quelque soit sa forme, créances ou bons du Trésor, à l'actif de la banque centrale. Depuis janvier 2001, les créances directes représentent moins de 3 % du crédit brut de la Banque du Liban à l'État.

5. Les *Country Profiles* de l'Economist Intelligence Unit (EIU) citent le Fonds monétaire international et la Banque Audi comme sources des données du PIB. Le ministère des Finances donne en ligne les ratios de dette publique brute et nette en proportion de PIB (<http://www.finance.gov.lb/Public+Finances/Public+Debt/#>), à partir desquels il est facile de reconstituer l'estimation officielle du PIB nominal. Sur la période 1996-2003, la différence est inférieure à 3 %. EIU semble surestimer le PIB jusqu'en 1999, et le sous-estimer par rapport au ministère des Finances depuis 2000. Pour 2004, l'estimation de EIU est inférieure de 13 % à celle du ministère des Finances!

GRAPHIQUE 1

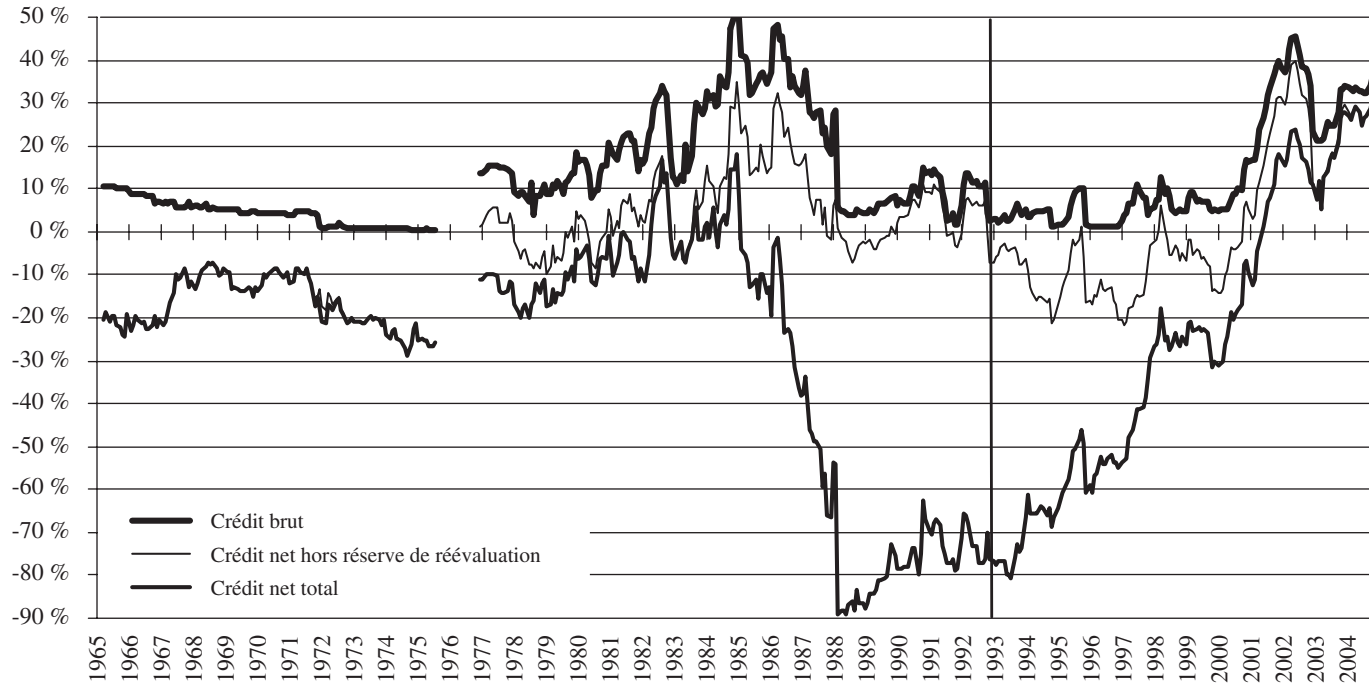
DETTE PUBLIQUE (EN POURCENTAGE DU PIB)



SOURCE : Banque du Liban pour la dette, Economist Intelligence Unit pour le PIB.

GRAPHIQUE 2

ÉVOLUTION DU CRÉDIT DE LA BANQUE DU LIBAN AU SECTEUR PUBLIC EN POURCENTAGE DU TOTAL DU BILAN
(JANVIER 1965 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

Le crédit net est le solde des avoirs et engagements de la banque centrale vis-à-vis du gouvernement. La théorie macroéconomique, en particulier celle de la dynamique de la dette publique, néglige le plus souvent les avoirs du gouvernement auprès de la banque centrale, pour se concentrer sur les dettes. Deux types d'avoirs existent, dans le cas libanais : les dépôts du secteur public (*public sector accounts*) et la réserve de réévaluation des actifs or et devises (*valuation adjustment*), qui s'était très fortement accrue à cause de la dépréciation de la livre pendant la guerre. Les articles 115 et 116 du Code de la Monnaie et du Crédit du Liban montrent clairement que le gouvernement est propriétaire de cette réserve. L'annulation d'une partie de la dette publique détenue par la banque centrale, obtenue lors de la conférence de Paris II, a été « financée » grâce à cette réserve de réévaluation des actifs en or et devises⁶.

Sur le graphique 2, on constate d'abord, pour la période qui nous intéresse au premier chef, l'inexorable hausse du crédit net total (incluant la réserve de réévaluation) depuis 1993. Cette hausse témoigne de la place croissante prise par le financement du secteur public dans l'activité de la Banque du Liban. Si le crédit brut n'augmente globalement qu'à partir de 2000, la position nette de la Banque du Liban vis-à-vis du secteur public s'érode progressivement et passe de débitrice à créditrice en 2001. Le repli lié à la conférence de Paris II du 23 novembre 2002 n'est que temporaire.

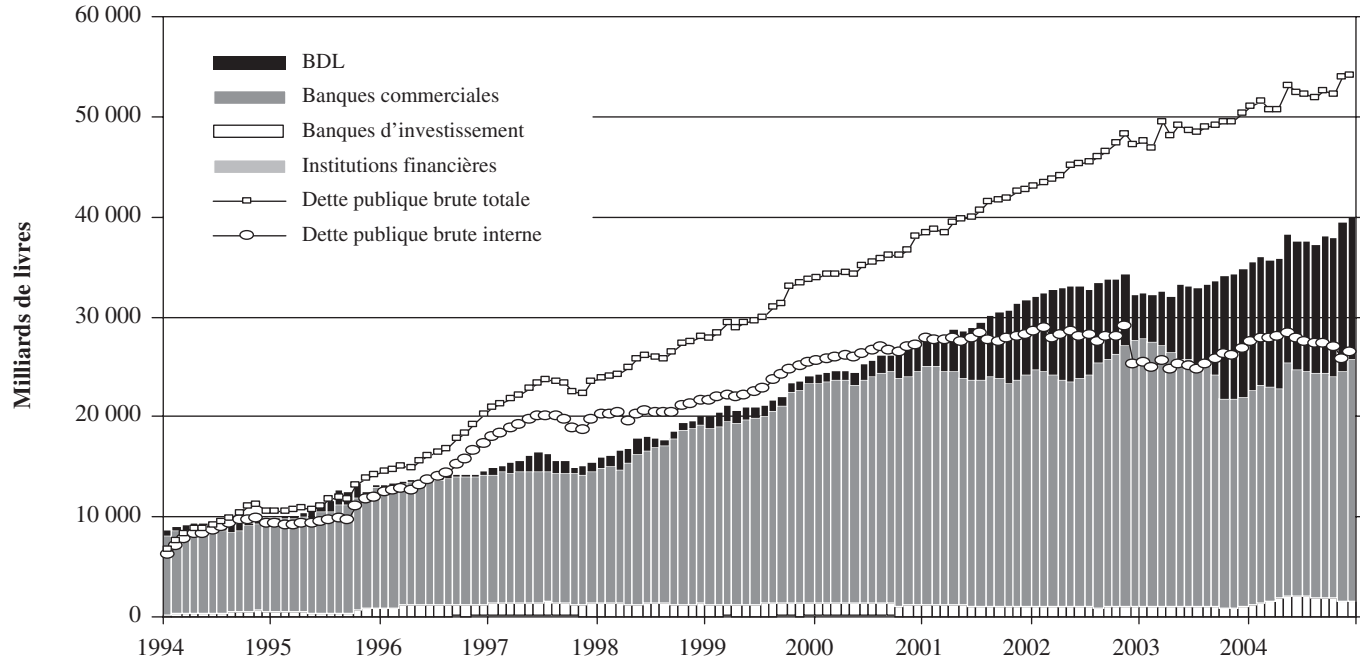
En outre, la mise en perspective historique montre que, sur le plan du financement monétaire du secteur public, la situation actuelle est comparable à celle des années de conflits, en particulier la deuxième moitié des années quatre-vingt, et très éloignée de la situation d'avant-guerre (1965-1975).

Une autre lecture des bilans consiste à additionner les créances sur le secteur public détenues par les banques et institutions financières. L'opération est illustrée au graphique 3. Si la place des institutions financières non bancaires et des banques d'investissement est marginale, celle des banques commerciales est prépondérante. Mais cette dernière n'augmente plus depuis 2000 : les créances sur le secteur public des banques commerciales oscille autour de 23 000 milliards de livres, tandis que la dette publique totale continue d'augmenter. C'est bien à la BDL qu'incombe alors, de fait, la responsabilité d'absorber les titres de dette que les banques libanaises et les non-résidents n'acquièrent pas. En particulier, force est de constater encore une fois encore que l'effet de la conférence de Paris II n'a pas duré. La contribution des banques commerciales ne s'est pas redressée en 2003, celle des non-résidents, qui apparaît comme différence entre la dette publique brute totale et le cumul des créances des institutions monétaires et financières, reprend son érosion lente dès 2003.

6. Bizarrement, seuls les dépôts du gouvernement auprès de la Banque du Liban et des banques sont pris en compte dans les statistiques officielles de dette publique nette publiées par le ministère des Finances et reprise par le FMI. Comptabiliser en plus la réserve de réévaluation montrerait une augmentation encore plus rapide de l'endettement net du secteur public de 1993 (-12,6 % du PIB) à fin 2002 (172,5 % du PIB), date à partir de laquelle la réserve de réévaluation devient négligeable par rapport à la dette totale (*cf.* accords de Paris II).

GRAPHIQUE 3

CRÉANCES SUR LE SECTEUR PUBLIC DES INSTITUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES
(JANVIER 1994 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>. Pour la BDL, il s'agit ici de la somme des créances sur le secteur public, d'un montant relativement négligeable, et du portefeuille de titres.

La désaffection des banques pour les bons du Trésor en livres est particulièrement flagrante, comme l'illustre le graphique 4. Si le montant total des bons du Trésor en livres se maintient tant bien que mal depuis 2000, c'est parce que la Banque du Liban en acquière une quantité toujours plus importante. Au contraire, les banques commerciales s'en désintéressent de plus en plus, après avoir été contrainte d'en souscrire à intérêt nul suite aux accords de Paris II.

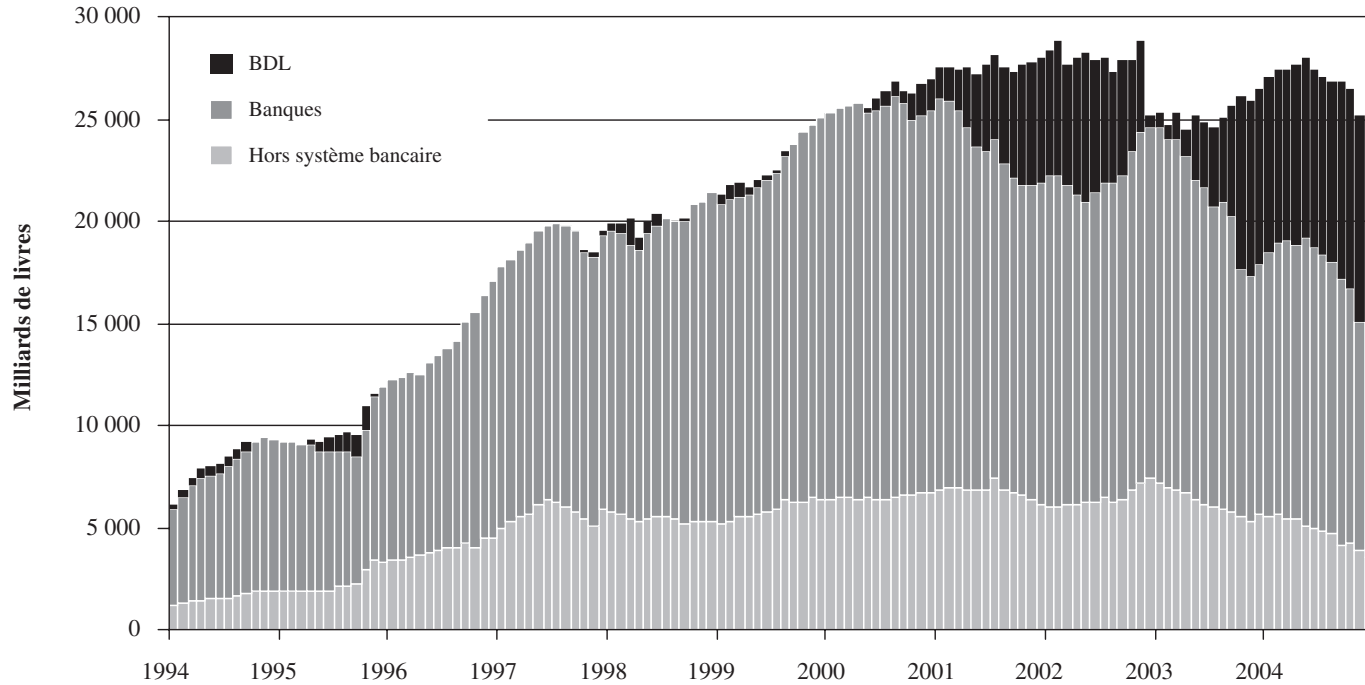
Enfin, l'étude du bilan des banques commerciales montre la place importante et croissante que le financement du secteur public occupe dans leur activité. Toutefois, elles ne détiennent plus directement, mais indirectement, par l'intermédiaire de la banque centrale, une grande partie de la dette publique. L'évolution des postes d'actif des banques commerciales est représentée au graphique 5. En contraste total avec les autres postes qui tendent à stagner depuis 2000, les réserves en encaisses et en compte auprès de la Banque du Liban sont multipliées par 3 en 2003. Elles deviennent le premier poste d'actif et compensent ainsi plus que largement la diminution des créances nettes sur le secteur public, observée à la suite de l'accord de Paris II. Tout se passe comme si la banque centrale servait d'intermédiaire entre le secteur public et les banques commerciales dans l'allocation du financement. Le coefficient de réserves apparent, c'est-à-dire le rapport des réserves des banques commerciales en encaisses et comptes auprès de la BDL sur le total de leurs dépôts⁷, est passé de 5 % en moyenne en 1993 à 10,5 % en 1994, puis 14,5 à 15,5 % entre 1995 et 1999, 20 % au début de 2003, et autour de 35 % en 2004. Depuis 2003, la somme des créances sur le secteur public et sur la BDL dépasse la moitié de l'actif des banques commerciales.

La conséquence logique de l'importance croissante du financement du secteur public dans l'actif des banques est la diminution de la part du financement du secteur privé. Le montant des créances sur le secteur privé n'augmente quasiment plus depuis 2000 (voir graphique 5). L'augmentation globale des créances sur le secteur public et sur la Banque du Liban évince les prêts aux entreprises et aux ménages. En décembre 2004, la somme des réserves et des créances sur le secteur public des banques commerciales constituait 53 % de leur actif (contre 40 % en décembre 1994) tandis que les créances sur le secteur privé n'en représentaient que 24 % (contre 32 % en décembre 1994). Ainsi, l'augmentation de la dette publique libanaise depuis une dizaine d'années contraint fortement l'activité du secteur bancaire, en l'empêchant de remplir son rôle normal d'intermédiaire financier, c'est-à-dire schématiquement de récolter les dépôts des ménages pour accorder des prêts aux entreprises et soutenir ainsi l'activité économique. La banque centrale est, de son côté, contrainte d'utiliser les techniques les plus sophistiquées de l'ingénierie financière pour gérer la dette publique, en particulier allonger

7. Les séries statistiques sont disponibles sur <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>. Le calcul présenté ici rapporte la somme des encaisses (*vault cash*) et des dépôts auprès de la BDL à l'actif des banques commerciales, à la somme des dépôts du secteur privé résident, du secteur public, des secteurs privé et financier non résidents, au passif des banques commerciales.

GRAPHIQUE 4

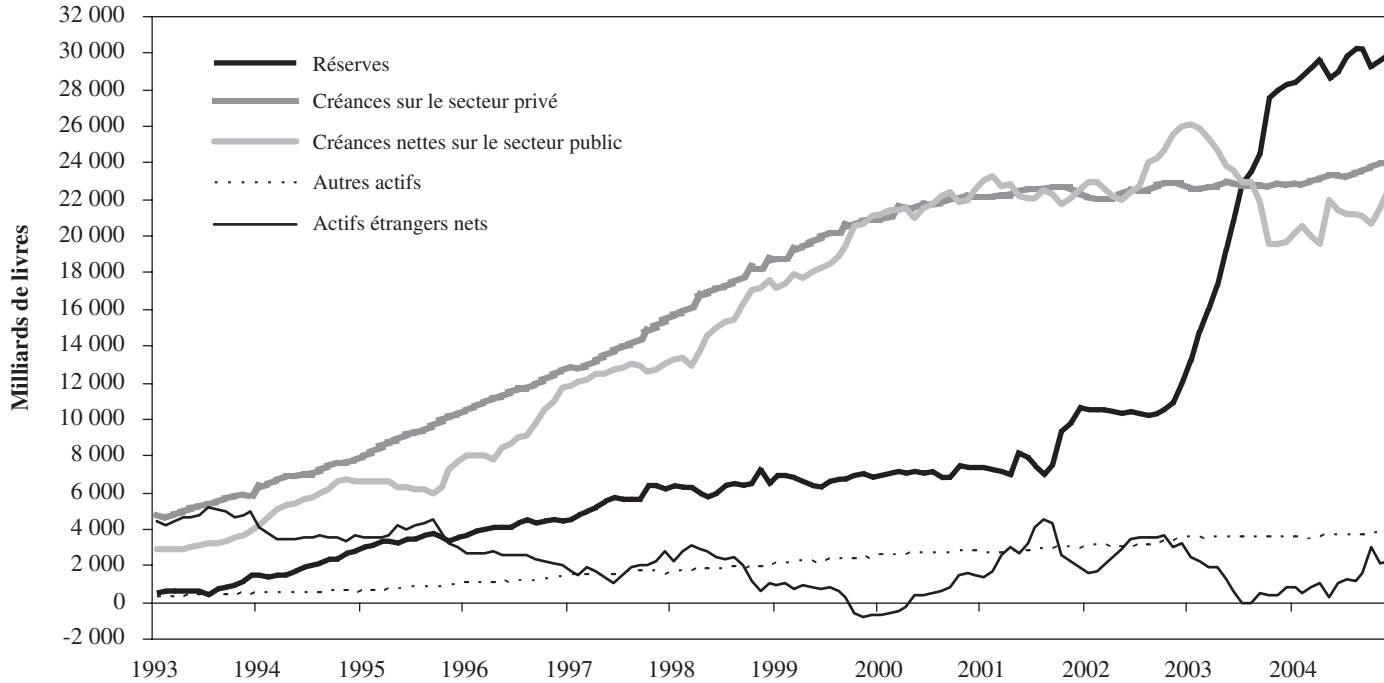
QUI DÉTIENT LES BONS DU TRÉSOR EN LIVRES?
(JANVIER 1994 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

GRAPHIQUE 5

ACTIF DES BANQUES COMMERCIALES
(JANVIER 1993 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

les échéances, et placer les titres, jusqu'à saturer les banques locales. Elle est ainsi incapable de conduire une véritable politique monétaire de régulation de l'activité économique et de l'inflation.

L'éviction des crédits au secteur privé par les crédits au secteur public explique en partie pourquoi l'évolution de la dette publique ne s'est pas traduite par une flambée inflationniste. Une autre explication tient au régime de change du Liban, que nous analysons plus loin : plutôt que sur le niveau général des prix, c'est sur le taux de change de la livre que s'exercent les pressions.

2. LA DOLLARISATION

La deuxième contrainte qui pèse sur la politique monétaire libanaise peut être résumée par le terme « dollarisation ». Il s'agit, schématiquement, de l'utilisation d'une monnaie étrangère parallèlement à la monnaie nationale dans les diverses activités économiques du pays. Une fois encore, il ne s'agit en aucune manière d'une spécialité levantine. La plupart des pays émergents sont concernés. Si le terme générique fait référence au dollar américain, ce qui correspond bien à la situation libanaise, la monnaie étrangère utilisée varie selon les pays⁸. Le phénomène a été abondamment analysé par différents économistes (Calvo et Vegh, 1992, 1993, 1996; Giovannini et Turtelboom, 1994; Guillaumant-Jeanneney, 1994; Baliño, Bennett et Borensztein, 1999; Ponsot, 2003; De Nicolo, Honohan et Ize, 2003...).

La dollarisation concerne trois dimensions de l'activité économique privée ou publique : les paiements (substitution monétaire), les financements (dollarisation financière, qui se décline, du point de vue des placements monétaires et financiers, en dollarisation des actifs ainsi que, du point de vue des dettes des ménages, des entreprises non financières et des administrations publiques en dollarisation des passifs)⁹, et la fixation des prix des biens et services et des salaires (dollarisation réelle). Le remplacement progressif et spontané de la monnaie nationale par une devise étrangère dans ces trois dimensions constitue le phénomène de « dollarisation officieuse » ou *de facto*, tandis que la décision gouvernementale d'abandon complet de la monnaie nationale est qualifiée de « dollarisation officielle » ou *de jure*. Qu'elle soit officieuse ou officielle, la dollarisation peut être partielle ou intégrale¹⁰. Pour Calvo et Vegh (1992, 1996), la « substitution monétaire » recouvre l'usage d'une monnaie étrangère comme moyen d'échange et constitue un stade avancé de dollarisation, une économie pouvant être fortement « dollarisée », si une grande proportion des dépôts bancaires est libellée en devise étrangère par

8. Il peut en particulier s'agir de l'euro (ou des devises qui l'ont précédé historiquement, surtout le deutschemark) : on rencontre alors de le terme « d'euroisation ».

9. La dollarisation des actifs et des passifs fait référence aux bilans des agents non financiers. Elle se retrouve, inversée, au bilan des banques, dans la mesure où les banques sont les intermédiaires principaux dans les placements et financements.

10. Ponsot (2003) insiste sur la distinction entre ces deux dimensions de la dollarisation. Son analyse est reprise par Minda (2005).

exemple, sans pour autant être sujette à substitution monétaire, si les échanges continuent à être réglés en monnaie nationale. La problématique de la dollarisation de la dette publique est liée à celle de l'endettement souverain sur les marchés financiers internationaux. La dollarisation des passifs privés est devenue un sujet de préoccupation des économistes à la suite de la crise financière qui a frappé l'Asie du Sud-Est en 1997-1998, et dont l'une des causes était la fragilité des systèmes financiers résultant des positions de change des emprunteurs privés.

2.1 *Difficultés de mesure*

La dollarisation est un phénomène délicat à mesurer de manière pleinement satisfaisante. En effet, le plus souvent, les données pertinentes ne sont pas disponibles, soit parce que le système statistique national n'est pas conçu pour les mesurer, soit parce qu'elles sont tout simplement impossibles à prendre en compte systématiquement.

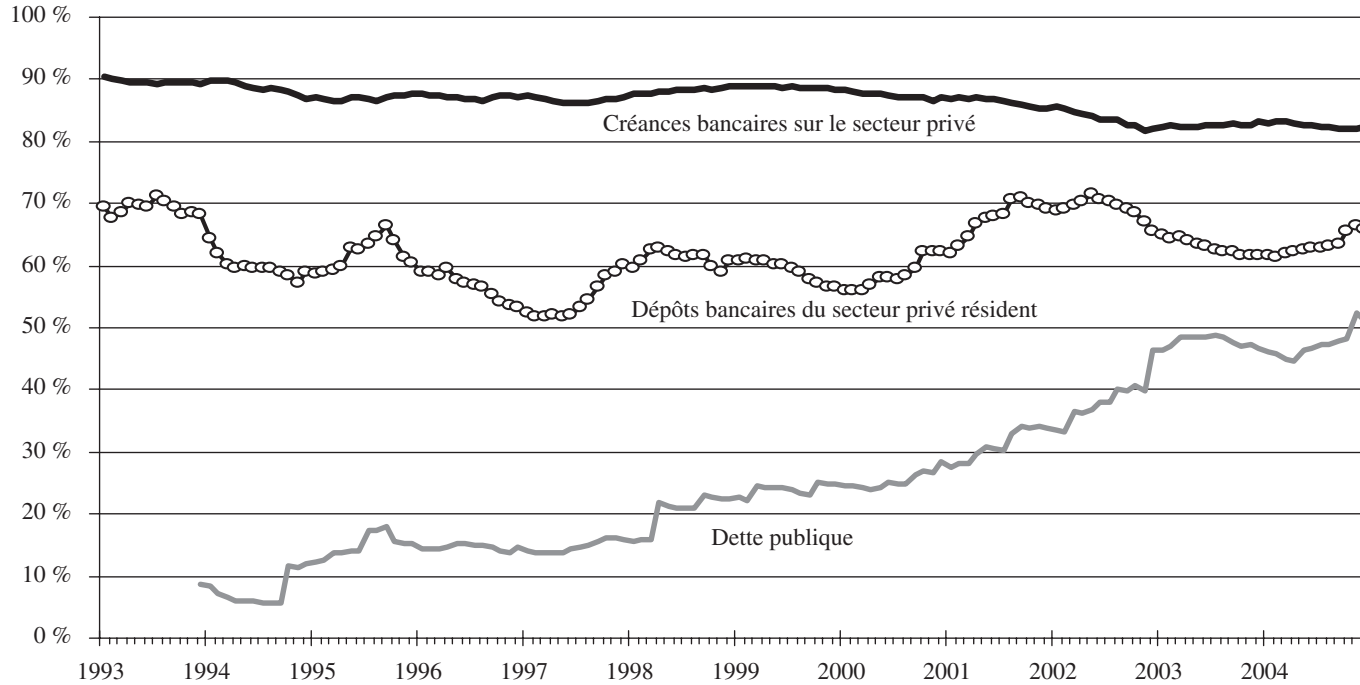
La dollarisation des financements peut relever d'une stratégie de diversification de portefeuille, prenant en compte les risques et rendements espérés. Si chaque catégorie de titre de dette ou de créance est comptabilisée, mesurer la dollarisation ne semble pas poser de problème en principe : si les statistiques sont disponibles, il suffit de rapporter telle catégorie de dépôts bancaires, ou de créances bancaires, libellés en devises étrangères au total des dépôts ou créances de la catégorie. La Banque du Liban par exemple, publie les montants agrégés de quatre types de dépôts¹¹ des résidents et des non-résidents dans les banques commerciales, en livres libanaises et en devises étrangères, permettant de calculer une variété de taux de dollarisation des dépôts. Elle publie également les créances bancaires sur le secteur privé en livres et en devises étrangères, ce qui permet de calculer un taux de dollarisation des dettes bancaires des agents privés non financiers (voir graphique 6). Toutefois, ces données ne permettent pas de distinguer les ménages des entreprises, ni d'estimer réellement la dollarisation des passifs des agents non financiers, puisque les dettes émises sur les marchés financiers ne sont pas prises en compte.

En outre, les dépôts à l'étranger constituent des substituts proches des dépôts en devises dans les banques résidentes si bien que le taux de dollarisation des dépôts des résidents (voir graphique 6) ne constitue qu'une indication imparfaite de leur choix de portefeuille. Or, pour ces dépôts à l'étranger, peu de données sont disponibles. Les titulaires de comptes à l'étranger ne les déclarent généralement pas, et les statistiques bancaires internationales collectées sous l'égide de la Banque des règlements internationaux portant sur les dépôts des non-résidents sont très partielles : seules les banques, dites déclarantes, de 15 pays depuis 1977, puis 36 pays depuis 2003, fournissent des données sur l'origine nationale de leurs activités (BRI, 2003). Dans le passé, le Fonds monétaire international a publié, dans les statistiques financières internationales, le montant des dépôts à l'étranger des résidents libanais,

11. Il s'agit des dépôts en compte courant à vue, comptes d'épargne à vue, dépôts à terme et comptes créditeurs divers.

GRAPHIQUE 6

TAUX DE DOLLARISATION DES CRÉANCES BANCAIRES SUR LE SECTEUR PRIVÉ, DES DÉPÔTS DU SECTEUR PRIVÉ RÉSIDENT ET DE LA DETTE PUBLIQUE
(JANVIER 1993 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

ce qui a permis à Eken *et alii* (1995 : 22) de montrer que les dépôts à l'étranger comptaient pour 100 % à 120 % de M3 (définition de la Banque du Liban) de 1981 à 1985, puis ont culminé à 297 % de M3 en 1987, avant de redescendre à 97 % à la fin de 1993. Ces énormes variations traduisent non seulement les effets d'une fuite de capitaux due au conflit, suivie d'un rapatriement permis par la stabilisation de la situation politique, ou les effets des variations de taux d'intérêt, mais aussi, très vraisemblablement, les effets de l'émigration, qui transforme les dépôts à l'étranger des résidents en dépôts à l'étranger de non-résidents, et les fait ainsi sortir du champ statistique. Toujours est-il qu'aujourd'hui, ces données ne sont plus publiées par le FMI.

La mesure de la dollarisation des paiements pose aussi problème. En effet, si l'Institut d'émission comptabilise les billets et pièces qu'il émet, la valeur des billets étrangers en circulation dans une économie est impossible à quantifier de façon précise et régulière¹². Ne considérer dans les agrégats monétaires que les billets nationaux en circulation conduit à négliger une grande partie de l'encaisse effectivement disponible dans une économie dollarisée. Si le US Treasury Department collecte des données sur les mouvements de billets libellés en dollars américains vers d'autres pays, celles-ci ne sont que très partielles (les flux ne sont enregistrés que pour des montants supérieurs à 10 000 dollars US), et non publiées¹³ (*cf.* Baliño *et alii*, 1999 : 9). Le « comité sur les systèmes de paiement et de règlement » publie périodiquement, sous l'égide de la Banque des règlements internationaux et en coopération avec les banques centrales nationales, des analyses des systèmes de paiements de différents pays, les *livres rouges*. Deux éditions du livre rouge sur le Liban ont paru, en 1998 et en 2003, et sont disponibles en ligne¹⁴. L'utilisation courante du dollar américain dans les paiements en liquide journaliers de petits montants y est mentionnée, sans données précises. On peut au mieux se faire une idée approximative de l'usage relatif du dollar au regard du taux de dollarisation de l'encaisse des banques¹⁵, qui reflète plus ou moins la demande de billet des agents non financiers (voir tableau 1). La dollarisation des paiements autres qu'en espèces est mesurée par la part des compensations bancaires en devises étrangères dans le total, en volume (nombre d'opérations) ou en valeur¹⁶.

12. Des enquêtes ponctuelles sont menées. Par exemple, Stix (2001) fournit les résultats d'un sondage sur la détention de billets étrangers, mené depuis 1997 dans cinq pays d'Europe centrale et orientale, sous l'impulsion de la Banque nationale d'Autriche.

13. La Banque centrale européenne s'intéresse au rôle international de l'euro, en particulier à la détention d'euro dans les pays tiers. Voir la *Review of the International Role of the Euro* et la section consacrée à cette question dans chaque édition (pour l'année 2005 : <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role2005en.pdf>).

14. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), *Payment Systems in Lebanon*, publications n° 58 (CPSS 2003) et n° 28 (CPSS 1998), voir <http://www.bis.org/publ/cps58.htm> et <http://www.bis.org/publ/cps28.htm>.

15. Sur son site, la Banque du Liban ne publie pas la composition de l'encaisse des banques (*vault cash*).

16. Les données mensuelles sont disponibles en ligne sur le site de la Banque du Liban.

TABLEAU 1
DOLLARISATION DE L'ENCAISSE DES BANQUES LIBANAISES

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Part des devises étrangères dans l'encaisse des banques (<i>vault cash</i>)	58,65 %	57,12 %	60,18 %	60,37 %	51,57 %	60,78 %

SOURCE : CPSS (2003), page 10

Les indicateurs de dollarisation le plus souvent retenus sont donc nécessairement approximatifs, car construits à partir des données disponibles, que fournit le système bancaire national. Il s'agit le plus souvent du rapport des dépôts en devises étrangères sur la monnaie au sens large (qui comprend généralement la monnaie fiduciaire, les dépôts en monnaie nationale et en monnaie étrangère). C'est une mesure « plancher », puisqu'elle ne prend pas en compte les billets étrangers en circulation. Elle peut être complétée par des mesures restreintes à certaines catégories précises d'actifs parmi les dépôts, créances bancaires, titres de dette publique. Le graphique 6 présente l'évolution de taux de dollarisation « représentatifs » au Liban depuis 1993 (voir aussi le graphique 7). La dollarisation des prêts bancaires au secteur privé a légèrement diminué, mais reste extrêmement élevée : 82 % de l'encours des prêts est en devises étrangères à la fin décembre 2004. Après avoir reflué au début de la stabilisation, la dollarisation des dépôts bancaires du secteur privé est remontée et oscille entre 60 et 70 % depuis 2001, au gré des bouffées d'optimisme ou de pessimisme des déposants sur la situation politique et économique du pays. La dollarisation de la dette publique augmente presque sans discontinuer depuis 1994, et dépasse 50 % à la fin 2004.

2.2 Causes de la dollarisation

La dollarisation est reconnue comme étant symptomatique du manque de confiance dans la monnaie nationale, en réponse à une instabilité économique et une inflation élevée, éventuellement due à une instabilité politique, voire des conflits armés, comme pour le cas du Liban¹⁷. Ainsi, l'inflation chronique et les crises d'hyperinflation, comme celles qu'ont connu les pays sud-américains dans les années soixante-dix et quatre-vingt, et qui proviennent elles-mêmes de déséquilibres fiscaux persistants, entraînent une perte de confiance dans la monnaie nationale, tandis qu'une devise étrangère peut constituer une valeur refuge. Le phénomène de dollarisation constitue le remplacement de la « mauvaise » monnaie

17. Aux dysfonctionnements économiques engendrant une perte de confiance s'ajoutent la contrebande et les trafics internationaux illicites qui approvisionnent le pays en devises étrangères. Cf. Melvin et Ladman (1991).

par la « bonne », contrairement à la traditionnelle loi de Gresham¹⁸, comme l'ont suggéré Guidotti et Rodriguez (1992). Cette loi s'applique aux monnaies ayant une valeur intrinsèque, en particulier les monnaies d'or et d'argent dans les étalons bimétalliques. Si deux pièces ont la même valeur faciale, mais des valeurs intrinsèques différentes (parce que le prix relatif de l'or et de l'argent a changé, par exemple), les agents ont tendance à thésauriser la « bonne », dont la valeur intrinsèque est la plus élevée, et à se débarrasser de la « mauvaise », qui continue à circuler. C'est la loi inverse qui s'applique aux monnaies fiduciaires : la monnaie nationale qui perd sa valeur à cause de l'inflation est évincée au profit de concurrentes étrangères. Dans le cas du Liban, la dollarisation des dépôts s'est accrue avec la persistance du conflit, l'accélération de l'inflation domestique et la dépréciation de la livre (voir graphique 7).

Toutefois, l'expérience montre que le degré de dollarisation reste élevé même après la stabilisation de l'économie (Guidotti et Rodriguez, 1992; Calvo et Vegh, 1996; Baliño *et alii*, 1999). C'est effectivement le cas du Liban, où le taux de dollarisation des dépôts des résidents reste beaucoup plus élevé après la stabilisation de 1993-1994 qu'avant la guerre civile : de 20-25 % au début des années soixante-dix, il reste compris entre 75 et 80 % depuis le début des années deux mille pour les dépôts en compte courant, tandis qu'il passe de 25-30 % à 60-70 % sur les mêmes périodes pour les dépôts à terme¹⁹ (voir graphique 7).

Les explications usuelles permettent de comprendre cette persistance dans le cas libanais. D'abord, le *manque de crédibilité de la stabilisation* peut expliquer le peu d'empressement des déposants à reconvertir en monnaie nationale leurs avoirs dollarisés. Si les résidents perçoivent qu'il subsiste une probabilité forte de dépréciation de la monnaie nationale, ils préfèrent conserver leurs dépôts en monnaie étrangère. Ce manque de crédibilité se traduit non seulement par les choix de portefeuille, donc le taux de dollarisation, mais aussi par les profils de rémunération des différents actifs. Ainsi, les différences entre les niveaux de taux d'intérêt versés sur les dépôts se justifient, pour une grande part, par les différences de risques perçus par les déposants, en particulier la dépréciation anticipée de la monnaie nationale²⁰. C'est la condition de parité non couverte des taux d'intérêt, bien connue en finances internationales, qui se résume par l'égalité suivante (appliquée au cas libanais) :

$$\begin{array}{l} \text{Taux d'intérêt sur} \\ \text{les placements en} \\ \text{livre} \end{array} = \begin{array}{l} \text{taux d'intérêt sur} \\ \text{les placements} \\ \text{en dollars} \end{array} + \begin{array}{l} \text{taux de dépréciation} \\ \text{anticipé de la livre} \\ \text{par rapport au dollar} \end{array}$$

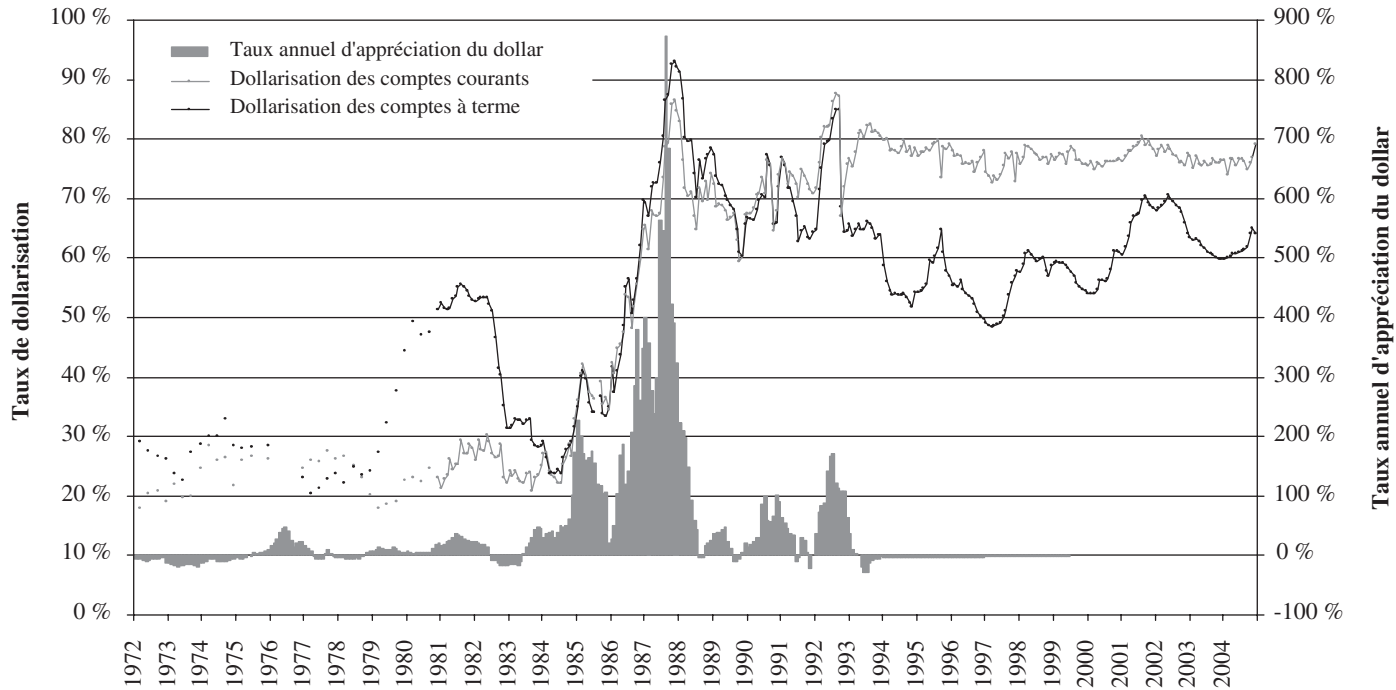
18. Loi monétaire selon laquelle « la mauvaise monnaie chasse la bonne », attribuée à Sir Thomas Gresham, banquier anglais du XVI^e siècle. Voir Mundell (1998) ou Selgin (2003).

19. Les dépôts en compte courant représentaient environ 25 % du total des dépôts des résidents dans les banques commerciales au début des années soixante-dix, contre 8 à 10 % au début des années deux mille. Sur les mêmes périodes, les dépôts à terme sont passés de 35-40 % du total des dépôts des résidents à 87 %.

20. Pour des échéances identiques, pour une banque identique, les risques liés à la liquidité de l'actif ou à la faillite bancaire ne comptent pas.

GRAPHIQUE 7

DOLLARISATION DES DÉPÔTS BANCAIRES ET TAUX D'APPRÉCIATION DU DOLLAR
(JANVIER 1972 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

Le graphique 8 représente l'évolution des écarts de taux d'intérêt sur les dépôts à vue et sur les dépôts à terme dans les banques commerciales libanaises. Le fait que l'écart de taux sur les dépôts à terme est plus élevé que l'écart sur les dépôts à vue signifie que les déposants estiment le risque de dévaluation de la livre plus élevé « à terme », à l'échéance moyenne des dépôts à terme, qu'immédiatement, « à vue ». Depuis 1996, l'écart diminue globalement sur les dépôts à terme, et de manière sensible, passant de 14 points, fin 1995, à moins de 4 en 2004. Les taux sur les dépôts en livre ont baissé plus rapidement que les taux sur les dépôts en dollars²¹, ce qui traduit une amélioration de la crédibilité du taux de change de la livre « à terme » sur l'ensemble de la période. En revanche, l'écart augmente lentement sur les dépôts à vue, la baisse des taux sur les dépôts en dollars n'étant pas accompagnée de celle des taux sur les dépôts en livres : il était passé de 1-2 points en 1995-1996 à moins d'un demi-point à la fin de 1997, pour remonter progressivement à 2-3 points en 2004. Ce mouvement de ciseau semble indiquer que le risque perçu par les déposants d'une dévaluation « à terme » de la livre et le risque d'une dévaluation « immédiate » convergent, de sorte que les déposants considèrent que ce risque s'est stabilisé à plus ou moins brève échéance²².

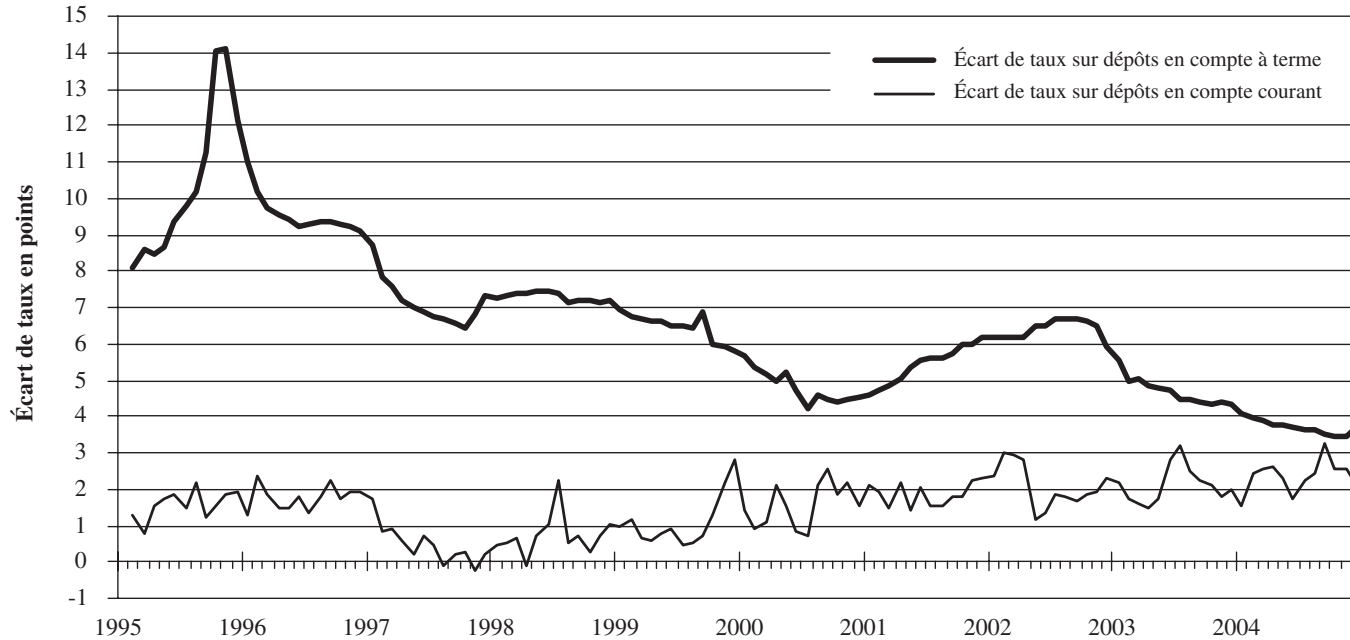
Seconde explication à la persistance du taux de dollarisation de l'économie, de *nouvelles habitudes de paiements*, conjuguées à des effets de réseau, freinent le retour à l'utilisation de la monnaie nationale, phénomène d'adaptation financière. Dans la mesure où les usagers de la devise étrangère sont plus nombreux, il devient relativement aisé de régler ses achats en devise étrangère, le retour à la monnaie nationale ne présente pas d'avantage particulier. Pour des achats en espèces de montant élevé, il peut même être plus pratique d'utiliser des devises étrangères. Si l'inflation et la dépréciation de la monnaie ont renchéri les prix en monnaie nationale, il faut plus de billets pour acheter les mêmes marchandises, tandis que leur prix n'a pas forcément augmenté dans les mêmes proportions en monnaie étrangère, de sorte que le paiement en devises nécessite moins de manipulation. Une mesure permettant de limiter la dollarisation consiste à émettre des billets en monnaie nationale de dénomination plus élevée, comme l'a fait la Banque du Liban à partir de 1994 (CPSS, 2003 : 9).

21. La baisse des taux sur les dépôts en comptes à terme en livres s'est accélérée en 2003, vraisemblablement en raison du succès annoncé de la conférence de Paris II, qui a permis de relâcher la pression sur la livre et d'améliorer les anticipations.

22. Au vu des statistiques reprises dans le graphique 8, on ne peut qu'être très imprécis sur les échéances : le « terme » des dépôts n'est évidemment pas précisé, puisque sous l'appellation « dépôts à terme » sont comptabilisés des dépôts de maturités variables. Pour se donner une idée précise des anticipations de change, il faudrait que le gouvernement émette des bons du Trésor de même échéance dans les deux devises (livre et dollar), ce qui n'est pas le cas à ce jour.

GRAPHIQUE 8

LES ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT COMME INDICATEURS DE LA CONFIANCE DES DÉPOSANTS DANS LE TAUX DE CHANGE DE LA LIVRE EN DOLLAR
(JANVIER 1995 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

NOTE : L'écart de taux est la différence entre le taux sur les dépôts en dollars (données non disponibles avant 1995) et le taux sur les dépôts en livres.

Enfin, le processus de dollarisation est influencé par des *facteurs institutionnels et techniques*. Ainsi, la libéralisation et l'innovation financières permettent de diminuer le coût de détention et d'usage de dépôts en devises étrangères²³, améliorant ainsi les possibilités de diversification de portefeuille, de même qu'elles encouragent le retour des capitaux, le plus souvent sous forme de dépôts en devises étrangères. Elles sont un facteur d'encouragement de la dollarisation, qui apparaît alors comme un effet secondaire d'un regain de confiance dans l'économie nationale. De plus, les modalités de compensation des opérations interbancaires peuvent encourager les banques commerciales à utiliser l'une ou l'autre monnaie et les inciter à collecter des dépôts dans la monnaie la plus commode pour ces opérations. Si le système de règlement en dollar est plus efficace que celui en monnaie nationale, la dollarisation peut être encouragée²⁴. Au Liban, c'est la dollarisation des dépôts, au milieu des années quatre-vingt, qui a rendu nécessaire l'établissement d'un système de compensation en dollars. Celui-ci fut d'abord assuré par la Banque Libano-Française, en 1988, puis par la Société financière du Liban en 1989. Après avoir autorisé en 1993 les banques et autres établissements financiers à ouvrir des comptes en devises auprès d'elle, la Banque du Liban a commencé à assurer la compensation des chèques en devises étrangères à partir de janvier 1994 (CPSS, 2003 : 15).

2.3 La dollarisation comme contrainte sur la politique monétaire

La dollarisation de l'économie constitue un élément déterminant du choix de l'objectif intermédiaire de la politique monétaire. Deux types principaux de stratégies de désinflation étaient prônés dans les années soixante-dix et quatre-vingt (*cf.* Calvo et Vegh, 1993, 1999) : l'une fondée sur la monnaie, l'autre fondée sur le taux de change²⁵. La stabilisation fondée sur la monnaie consiste à appliquer les recommandations monétaristes pour parvenir à juguler l'inflation, à savoir fixer un taux de croissance des agrégats monétaires. Considérant qu'il existe une relation stable entre la quantité de monnaie, le niveau général des prix et le produit intérieur brut (PIB), et que ce dernier est déterminé essentiellement par les caractéristiques structurelles de l'économie (techniques de production, quantités de facteurs disponibles), l'inflation ne peut que provenir de la croissance de la masse monétaire. Même en acceptant ces présupposés, et en y ajoutant que le problème de l'endettement public exposé *supra* ne se pose pas, force est de constater qu'une

23. Il peut s'agir de coûts monétaires (frais et commissions bancaires) ou non monétaires. Ainsi, la libéralisation peut se traduire tout simplement par une autorisation de ces dépôts en devises étrangères, ce qui revient à considérer que leur coût non monétaire pour les résidents passe d'une valeur infinie (interdiction) à une valeur finie.

24. Baliño *et alii* (1999) rapportent (note 33, p. 21) qu'aux Philippines, la dollarisation pourrait avoir été encouragée par le fait que le système électronique de paiements interbancaires en dollar était plus efficace que le système en pesos reposant sur la livraison physique des chèques.

25. Il s'agit de stratégies dites orthodoxes, car elles ne reposent pas sur des contrôles administratifs des prix et des salaires. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, une stratégie de « ciblage de l'inflation » est choisie par un nombre croissant de pays (Voir Stone et Bhundia, 2004).

économie dollarisée présente un inconvénient majeur. En effet, les autorités monétaires ne contrôlent pas la totalité de l'agrégat monétaire pertinent, dont une partie est composée de billets et de dépôts en devises étrangères. Et le contrôle de la masse monétaire est d'autant plus imprécis que le taux de change continue à fluctuer. Dans la mesure où la crédibilité joue un rôle important dans les politiques de stabilisation, une cible d'agrégat monétaire ne constitue donc pas un signal clair permettant de coordonner les anticipations inflationnistes. Aux problèmes de contrôlabilité de la cible intermédiaire s'ajoutent des difficultés opérationnelles, comme des décalages inévitables dans la publication des statistiques monétaires et des controverses dans l'interprétation des résultats.

La stabilisation fondée sur le taux de change consiste à annoncer une trajectoire prédéterminée du taux de change, par un exemple un taux de dévaluation prédéfini, ou un taux de change constant. Dans ce cas, le signal est clair, les données disponibles à tout instant puisque les taux de change sont affichés en permanence dans les banques et bureaux de change. De plus, la cible de politique monétaire est parfaitement contrôlable, au sens où la banque centrale a la possibilité de mettre en œuvre tous ses instruments de façon à assurer l'équilibre du marché des changes au taux annoncé : intervention à l'aide des réserves en devises, taux d'escompte, de refinancement, *etc.* C'est la stratégie que la Banque du Liban a suivie, dans les faits, depuis novembre 1998, fixant le taux de change à l'intérieur d'une fourchette très resserrée (inférieure à $\pm 0,5\%$), autour d'un taux de 1 507,5 livres pour 1 dollar US, après s'être efforcée de maîtriser le taux d'appréciation de la livre par rapport au dollar à partir de 1993 (graphique 9)²⁶.

Une deuxième contrainte qu'impose la dollarisation concerne la stabilité du système bancaire (voir Gulde *et alii*, 2004). Certes, le phénomène comporte un côté positif, il peut être le signe d'une réintermédiation de l'économie, dans la mesure où les capitaux, qui avaient fui l'économie, retournent dans les banques domestiques sous formes de dépôts en devises. De plus, ce retour des capitaux, encouragé par la possibilité de détenir des dépôts en devises, stimule la concurrence bancaire pour capter les dépôts à l'étranger, pousse le système bancaire domestique à développer de nouveaux produits et services, à s'intégrer davantage au système international, entraînant ainsi un « approfondissement » financier.

26. D'après Eken et Hebling (1999 : 1), une politique de stabilisation fondée sur le taux de change a été décidée à la fin de 1992. Nous reviendrons sur le régime de change dans la troisième partie de cet article.

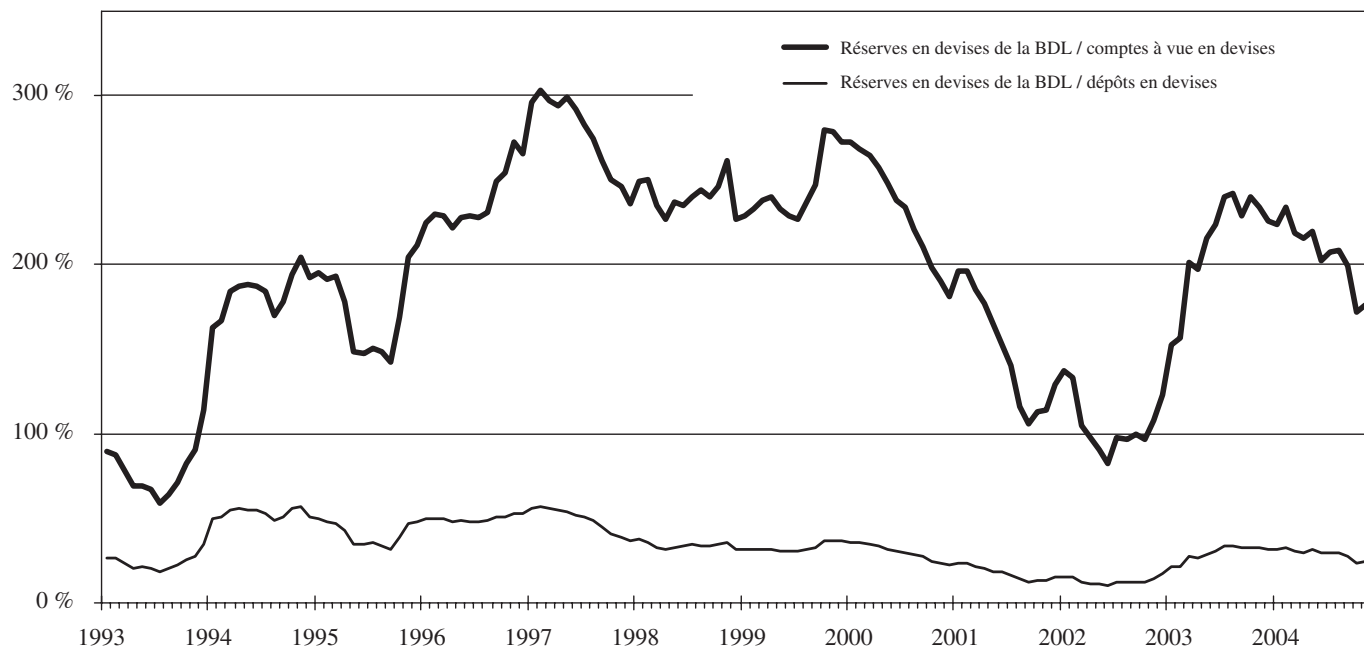
Cependant, la dollarisation accroît la vulnérabilité aux crises bancaires et de change. Le premier risque est lié au besoin de liquidité des agents non financiers, et au rôle des banques, qui consiste en la transformation des échéances. Les banques, en tant qu'intermédiaires, reçoivent des dépôts le plus souvent à court terme et accordent des prêts à long terme. Elles endossent ainsi le risque d'illiquidité, évitant aux ménages et aux entreprises non financières de se trouver incapable de régler une dépense parce que leurs avoirs ne sont pas acceptés en paiement. La gestion de ce risque par les banques consiste à conserver une partie de leur actif en billets, pour faire face au retraits des déposants, ainsi qu'en obligations et bons du Trésor, plus faciles à liquider, sur les marchés financiers. L'organisation du système bancaire comporte aussi des mesures qui ont pour but d'éviter que la faillite d'une banque, provoquant une ruée généralisée des déposants, ne se répercute en crise systémique : assurance des dépôts, intervention de la banque centrale comme « prêteur en dernier ressort ». La dollarisation des bilans bancaires accroît les difficultés dans ce domaine, puisque la capacité d'intervention de la banque centrale à fournir des liquidités en devises étrangères est limitée par ses réserves de change. Une crise de liquidité, due à des retraits brusques de dépôts en devises, risque de créer des tensions sur les réserves de change et peut se développer en crise de change. Le graphique 10 montre l'évolution de la couverture des dépôts en devises par les réserves de change de la banque centrale dans le cas libanais : elle s'est améliorée de 1993 à 1996, pour atteindre un niveau confortable, avant de se dégrader inexorablement depuis 1997, les accords de Paris II de novembre 2002 n'ayant pas réussi à stopper définitivement l'hémorragie²⁷.

Le second risque est le risque d'insolvabilité, qui se manifeste lorsque la valeur de l'actif bancaire ne permet pas de faire face aux engagements envers les déposants. La gestion de ce risque est en quelque sorte le cœur du métier de banquier et passe par le contrôle de la « qualité » des emprunteurs. Des éléments de réglementation prudentielle limitent les risques pris par les banques (ratio de capitalisation, réserves obligatoires). La dollarisation des dépôts pèse sur la solvabilité bancaire, essentiellement en engendrant un risque de change, puisqu'en cas de dépréciation de la monnaie locale, la valeur du passif en devises augmente mécaniquement. Pour se protéger, les banques ont intérêt à accorder des crédits en devises. Mais elles rejettent alors le risque de change sur les emprunteurs, d'autant plus que ces derniers perçoivent des revenus en monnaie nationale. Le risque d'insolvabilité bancaire lié à la position de change devient indirect : en cas de dépréciation de la monnaie nationale, les emprunteurs endettés en devises étrangères percevant des revenus en monnaie nationale deviennent insolubles, la qualité des prêts bancaires se détériore et met en cause la solvabilité des banques. La dollarisation des prêts augmente, tandis que les différences de maturité entre

27. La conférence de Paris II a permis à la Banque du Liban de reconstituer ses réserves de change. Le ratio des réserves de change sur dépôts en devises combine l'évolution heurtée des premières et l'augmentation continue du montant des seconds.

GRAPHIQUE 10

RÉSERVES EN DEVICES DE LA BANQUE DU LIBAN RAPPORTÉES AUX DÉPÔTS BANCAIRES EN DEVICES
(JANVIER 1993 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

NOTE : Les réserves en or de la Banque du Liban ne sont pas prises en compte.

l'actif et le passif des banques en devises accroissent la vulnérabilité du système bancaire face aux mouvements de capitaux, en particulier aux sorties soudaines, et face à une dépréciation de la monnaie nationale²⁸.

Au Liban, la réglementation du secteur bancaire contribue à limiter les risques de liquidité et de solvabilité liés à la dollarisation financière²⁹. En particulier, les banques se voient imposer une limite aux prêts en devises étrangères, qui ne peuvent dépasser 70 % des dépôts en devises. Le graphique 11 montre que ce plafond est loin d'être contraignant, depuis quelques années, à cause du besoin de financement du secteur public qui évince largement les crédits au secteur privé. Par comparaison, le ratio des prêts en livres aux dépôts en livres est beaucoup plus bas, l'éviction par l'endettement public ayant déjà joué depuis longtemps.

Les prêts étant considérés comme illiquides par nature, la contrepartie du ratio des prêts sur dépôts représente la couverture liquide des dépôts bancaires. Selon la Banque Audi (2004 : 68), « les banques libanaises continuent d'être très liquides, atténuant les inquiétudes sur une crise de confiance ». Cependant, le risque de solvabilité indirect reste élevé, étant donné l'exposition de l'actif des banques au secteur public (voir graphique 5) et l'accroissement de l'endettement public en devises étrangères (voir graphique 6).

3. LE RÉGIME DE CHANGE FIXE

La troisième contrainte qui pèse sur la politique monétaire libanaise est le régime de change suivi depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Le statut de cette contrainte est certainement différent des deux précédentes : l'endettement public et la dollarisation sont les phénomènes qui s'imposent à la banque centrale, tandis que le régime de change fixe a été choisi. Toutefois, les économistes savent bien que les choix se font sous contrainte. Au Liban, on peut considérer que la dollarisation de l'économie a contribué à imposer le régime de change fixe parmi les stratégies potentielles de désinflation. Il reste à la Banque du Liban à assumer ce choix.

3.1 Régime officiel, régime effectif

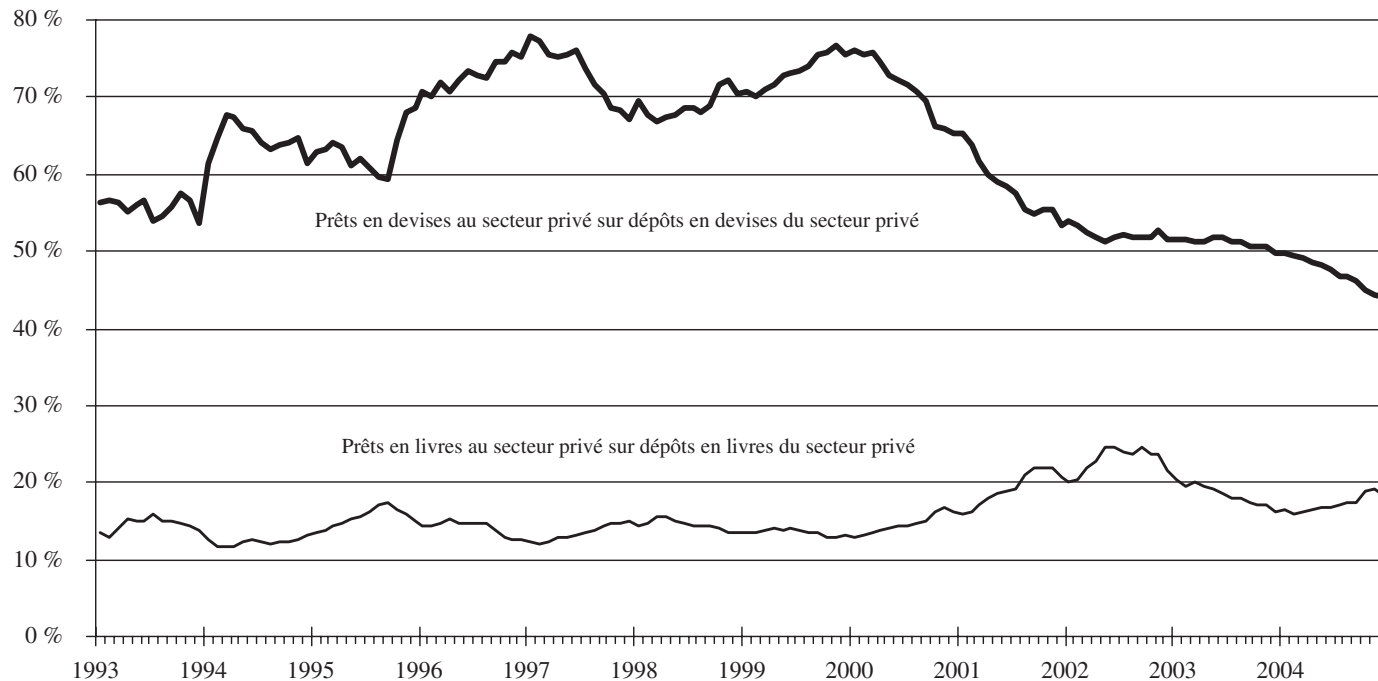
Les gouvernements des pays membres du Fonds monétaire international doivent lui notifier leur choix en matière de régime de change, c'est-à-dire les dispositions prises quant au flottement de la monnaie nationale ou, au contraire, les modalités de son rattachement à une ou plusieurs devises étrangères. Cependant,

28. Les crises financières qui ont frappé les pays d'Asie du Sud-Est en 1997 et 1998 sont en partie au moins dues à ces différences de maturités et de devises dans les bilans bancaires (cf. Cartapanis, 2004).

29. Un résumé des règles prudentielles se trouve sur le site de l'Association des banques du Liban (<http://www.abl.org.lb/>). Voir aussi Banque Audi (2004), chapitre 7. Pour l'ensemble des lois relatives à la profession bancaire, publiées en arabe et rarement en anglais ou en français, voir le site de la Banque du Liban (<http://www.bdl.gov.lb/circ/index.htm>).

GRAPHIQUE 11

RATIO DES PRÊTS SUR DÉPÔTS EN DEVICES DES BANQUES COMMERCIALES LIBANAISES
(JANVIER 1993 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

la notification officielle, ou régime *de jure*, ne correspond pas toujours aux modalités effectivement mises en œuvre, ou régime *de facto*. En 1999, le FMI a adopté une nouvelle classification des régimes de change, en fonction des politiques effectives, et Bubula et Otker-Robe (2002) ont reconstruit l'historique depuis le début des années quatre-vingt-dix³⁰. Trois régimes *de facto* ont été successivement adoptés par le Liban, et sont résumés dans le tableau 2.

TABLEAU 2

LES RÉGIMES DE CHANGE EFFECTIFS DU LIBAN DEPUIS 1990

Période	Régime de change <i>de facto</i>	Définition du FMI
1990-1992	Flottement libre (<i>independently floating</i>)	Taux de change déterminé par le marché, avec d'éventuelles interventions officielles visant à en limiter les fluctuations injustifiées, sans chercher à en fixer le niveau.
1993-1997	Parité glissante prospective (<i>forward looking crawling peg</i>)	Taux de change ajusté périodiquement à un rythme prédéfini ou en fonction d'indicateurs prédéfinis.
1998-	Fixe conventionnel par rapport à une seule monnaie (<i>conventional fixed peg to a single currency</i>)	Taux de change fixé par rapport à une devise étrangère, sans engagement de maintien irrévocable, pouvant fluctuer dans des marges étroites de ± 1 % autour d'un cours central.

SOURCE : Bubula et Otker-Robe (2002) et FMI, <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm>

Le choix d'un régime effectif de change fixe impose évidemment une contrainte très forte sur la politique monétaire, qu'il est commode de représenter à l'aide du fameux « triangle des incompatibilités ». La libre circulation des capitaux implique que les forces du marché déterminent les rendements des différents actifs financiers, de sorte que la condition de parité non couverte des taux d'intérêt est réalisée. Alors, si la banque centrale choisit de fixer le taux de change, elle n'a plus de marge de manœuvre pour modifier le taux d'intérêt domestique. La politique monétaire doit être entièrement dédiée à la stabilisation externe, celle de la balance des paiements et du taux de change, et ne peut être utilisée de manière autonome pour la stabilisation interne, celle de l'activité et de l'inflation domestiques.

30. La classification est maintenant donnée en ligne par le FMI sur : <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/index.asp>. Au 31 décembre 2004, le Liban fait partie d'un groupe d'une vingtaine de pays notés comme opérant sous un régime *de facto* différent du régime *de jure*.

Ayant choisi un régime de change fixe depuis 1998, la Banque du Liban doit renoncer à utiliser ses instruments de politique monétaire à d'autres fins que la stabilisation du marché des changes et au maintien du cours du dollar³¹. En conséquence, l'évolution des taux d'intérêt au Liban doit suivre, de près ou de loin en fonction du risque spécifique que représente le Liban pour les marchés financiers, celle des taux américains. La Banque du Liban doit se tenir prête à relever le taux d'intérêt sur la livre dès que les anticipations des opérateurs financiers deviennent défavorables. Le graphique 12 illustre les mouvements des taux d'intérêt interbancaires aux États-Unis et au Liban depuis 1998. Les taux américains ont évolué de manière globalement plutôt bénéfique pour la livre. À plusieurs reprises, à cause d'événements politiques, ou de la publication de statistiques économiques déplorable, exacerbant la défiance des détenteurs d'avoirs en livres et les anticipations de dévaluation de la livre, le taux libanais a dû être relevé, de façon brutale mais temporaire, en décembre 1998, de février à avril 2001, en août 2001 et dans une moindre mesure en mars 2004. Au moindre signe suspect, les déposants convertissent leurs avoirs en livres contre des dépôts en dollars, ce qui accroît la liquidité en livres des banques commerciales et la demande de dollars : en régime de change flexible, la livre devrait logiquement se déprécier face au dollar. Pour éviter cette dépréciation, la Banque du Liban doit rendre la livre attrayante en augmentant le taux interbancaire sur la livre. De leur côté, les banques commerciales encouragent les déposants à conserver leurs dépôts en livres en augmentant leur rémunération. L'émission de certificats de dépôts libellés en livres joue le même rôle : « absorber le surplus local de liquidité en livres » (voir Banque Audi, 2004, encadré 9.1 : 89) donc protéger le taux de change de la livre.

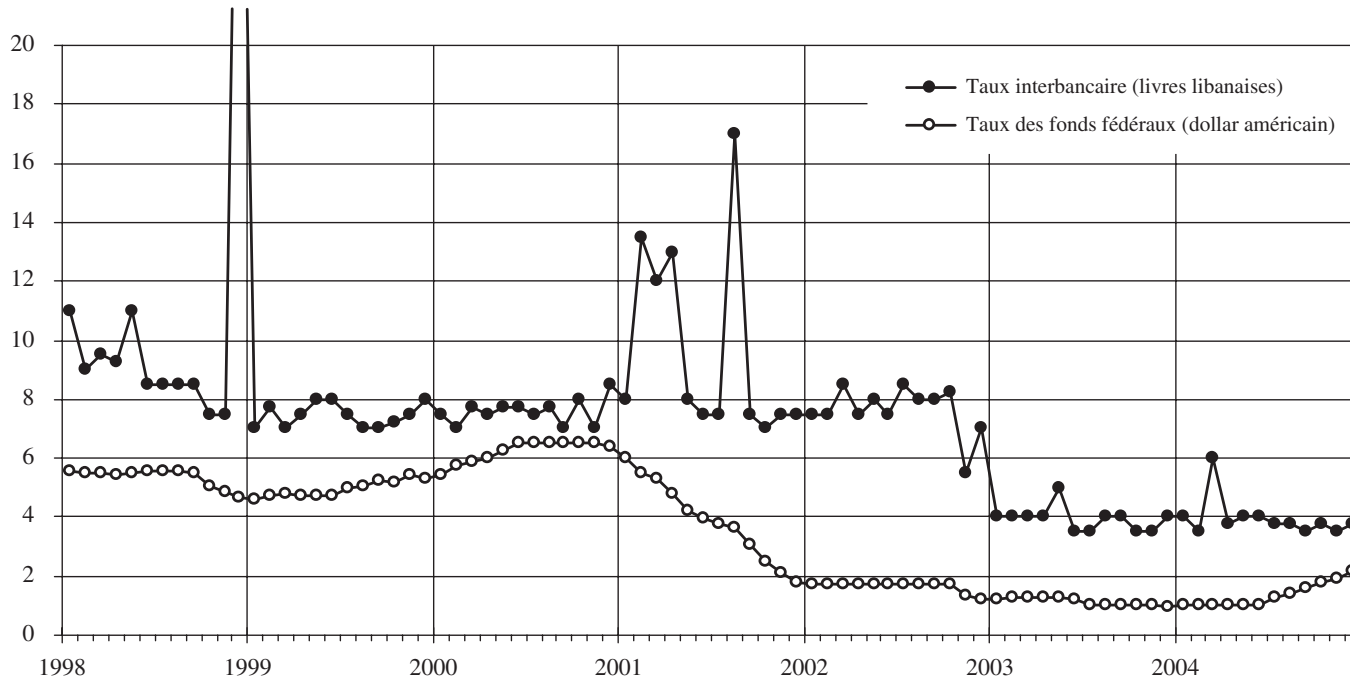
3.2 Lien avec la dollarisation : de la nécessité du change fixe à la peur du flottement

Le choix du régime de change fixe par la Banque du Liban est au cœur de la stratégie de désinflation mise en œuvre à partir de 1993. La dollarisation de l'économie a constitué une condition déterminante dans ce choix et la crédibilité de cette stratégie n'a pas été acquise immédiatement, comme nous l'avons vu *supra*. Mais une économie dollarisée en change fixe se trouve comme prise au piège (voir Gulde *et alii*, 2004 : 10-11).

31. En fixant le taux de change à l'intérieur d'une fourchette de 1 500 à 1 515 livres pour 1 dollar US, inférieure à $\pm 0,5\%$, la Banque du Liban remplit plus que largement les conditions d'un régime de change fixe rappelées dans le tableau 2.

GRAPHIQUE 12

TAUX INTERBANCAIRES AU LIBAN ET AUX ÉTATS-UNIS (JANVIER 1998 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban et Federal Reserve Bank

Le succès de la stabilisation repose sur l'engagement des autorités en faveur du maintien du taux de change. Au fur et à mesure que la crédibilité augmente, l'écart des taux se resserre progressivement. Pendant ce temps, les taux sur les dépôts en monnaie nationale sont supérieurs aux taux sur les dépôts en devises étrangères, ce qui implique que les taux sur les crédits en livres sont aussi plus élevés que les taux sur les crédits en devises³² (voir graphique 13). Dès lors, les emprunteurs ont intérêt à emprunter en devises, ce qui est compatible avec l'intérêt des banques de se couvrir contre le risque de change en prêtant en devises. La dollarisation des passifs privés augmente, encouragée en quelque sorte par celle des actifs. De même, le gouvernement peut avoir avantage à s'endetter en devises étrangères : il bénéficie aussi d'un taux d'intérêt plus faible. En même temps, il marque son engagement en faveur du taux de change fixe, puisqu'il ne parviendrait pas à placer ses titres de dettes en devises sans garantir sa capacité de remboursement et que celle-ci serait mise en doute par une dévaluation. En outre, une fois la dette émise, et dans la mesure où celle-ci est détenue en grande partie par les banques domestiques, toute dévaluation accroîtrait le risque d'insolvabilité des banques.

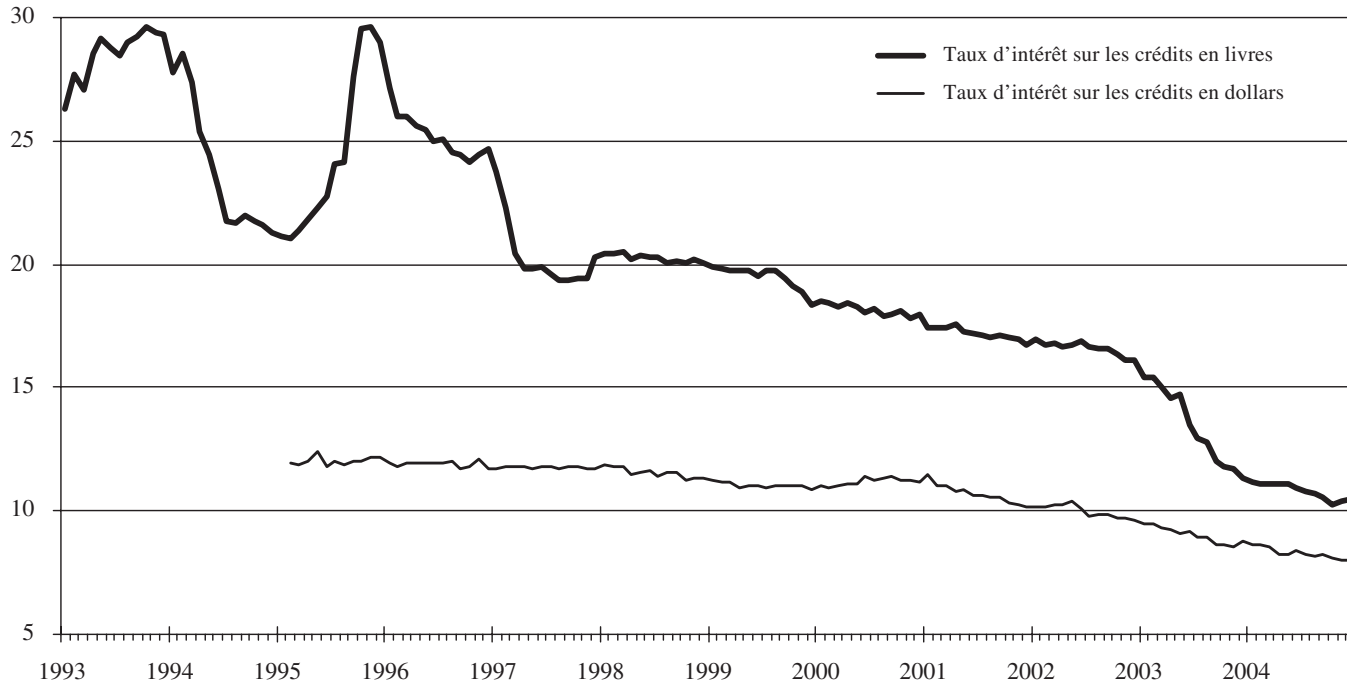
L'analyse macroéconomique traditionnelle met en avant les bénéfices à attendre d'une dévaluation de la monnaie, grâce à l'augmentation de la compétitivité-prix qu'elle permet et à la hausse des exportations nettes et de l'activité qu'elle entraîne. À l'inverse, les études plus récentes qui prennent en compte le phénomène de dollarisation de l'économie mettent en évidence le canal négatif des bilans (voir Cartapanis, 2004 : 28) : la dévaluation détériore la situation nette des entreprises et ménages endettés en devises mais percevant des revenus en monnaie nationale, la faillite des emprunteurs détériore à son tour le bilan des banques, la dégradation des bilans bancaires risque d'entraîner des retraits de déposants et une crise de liquidité, qui aggrave les difficultés bancaires, et cette détérioration de la santé des banques entraîne un rationnement des crédits, et une amplification des difficultés financières des emprunteurs. La mécanique récessive qu'engendre la dévaluation est identique à celle de la « déflation par la dette » que Fisher (1933) proposa comme explication à la *Grande Crise* des années trente.

Ainsi, l'économie dollarisée devient plus vulnérable aux fluctuations du taux de change et plus précisément à une dévaluation brutale. Le piège se referme sur les autorités monétaires, acculées au maintien du taux de change fixe. C'est ce que certains économistes, à la suite de Calvo et Reinhart (2002) qualifient de « peur du flottement ».

32. Les taux sur les dépôts (taux créditeurs) représentent une charge pour les banques, les taux sur les crédits (taux débiteurs) sont un produit, la différence est appelée marge d'intermédiation bancaire : l'activité bancaire est rentable si cette marge est positive.

GRAPHIQUE 13

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES CRÉDITS BANCAIRES AU LIBAN
(JANVIER 1993 – DÉCEMBRE 2004)



SOURCE : Banque du Liban, <http://www.bdl.gov.lb/edata/index.asp>.

3.3 Une situation de crise financière de « première génération »

Le tableau que nous avons brossé des conditions d'exercice de la politique monétaire montre que la Banque du Liban est en quelque sorte coincée entre l'enclume du régime de change fixe et le marteau de l'endettement public. Il s'agit d'une situation critique, typique d'une crise financière dite de « première génération ».

Les soubresauts du système financier international ont amené les analystes à distinguer plusieurs types de crises financières, très bien décrites par Cartapanis (2004). Toutes se manifestent par des déficits de balance des paiements tels que le régime de change fixe doit être abandonné, mais ont des causes distinctes. La crise asiatique de 1997 serait d'un troisième type, caractérisé par des fragilités du système bancaire et financier domestique, la crise du Système monétaire européen de 1992 serait d'un deuxième type, déclenché par des anticipations autoréalisatrices. Ni l'une ni l'autre ne présente de signe avant-coureur typique des crises de première génération, comme celles qui ont frappé les pays d'Amérique latine au début des années quatre-vingt : des politiques budgétaires et des modalités de financement des déficits publics incompatibles avec le choix d'un régime de change fixe.

Le scénario est le suivant. Les autorités monétaires sont contraintes, à cause d'un développement et d'une ouverture insuffisants des marchés financiers, à financer le déficit public par création monétaire. En régime de change flexible, l'inflation provoquée par la croissance de la masse monétaire s'accompagne d'une dépréciation de la monnaie. En régime de change fixe, la banque centrale intervient sur le marché des changes, puise dans ses réserves en devises pour maintenir le taux de change. La situation n'est pas tenable : les réserves finissent par se tarir et le pays doit se résoudre à la dévaluation. Krugman (1979) a montré qu'une attaque spéculative se produit en théorie avant que les réserves officielles ne soient épuisées. En effet, à partir du moment où les autorités cessent de défendre le taux de change, la monnaie nationale se déprécie, mais les détenteurs d'actifs en monnaie nationale n'ont aucun intérêt à attendre de subir une perte en capital, à cause de cette dépréciation : ils tentent de vendre leur derniers avoirs contre des devises avant la date fatidique, ce qui précipite la crise.

CONCLUSION

Une crise au Liban, selon le scénario qui vient d'être décrit, est-elle inéluctable? Pour l'éviter, il faudrait que l'économie parvienne à se libérer d'une des contraintes qui l'entraînent sur cette trajectoire catastrophique.

D'abord, il paraît difficile de revenir sur la dollarisation de l'économie et sur l'intégration financière internationale du Liban. Dédollariser l'économie impliquerait de forcer la conversion des avoirs et des dettes, ce qui serait vécu comme une spoliation par les résidents. Cela risquerait d'encourager l'activité économique souterraine, d'entraîner des fuites de capitaux, de décourager les investissements étrangers. Les expériences des pays latino-américains dans les années quatre-vingt

ne semblent pas avoir été concluantes (*cf.* Calvo et Vegh, 1993). Par ailleurs, le gouvernement peut difficilement convertir sa dette en devises sans que cela n'apparaisse comme un défaut de paiement. Laisser flotter la livre après avoir converti ce qui peut l'être des avoirs financiers domestiques entraînerait vraisemblablement sa dépréciation et rendrait insupportable le poids de la dette publique.

La vraie contrainte à lever est à l'évidence celle que constitue l'endettement public. La situation calamiteuse nécessite un ajustement budgétaire considérable, maintes fois repoussé. Le répit obtenu à la conférence de Paris II en novembre 2002 n'a pas été mis à profit pour assainir la situation, qui continue à se détériorer avec la crise politique de la fin 2004 et du printemps 2005. Le gouvernement issu des élections qui se sont tenues en juin 2005 pourra invoquer la souveraineté nouvellement restaurée pour négocier la tenue d'une conférence de « Paris III » déjà annoncée, mais celle-ci ne saurait suffire³³.

Une autre option, qui mériterait d'être étudiée plus longuement, consiste à abandonner la livre et dollariser officiellement l'économie³⁴. Il s'agirait, à l'évidence, de renoncer définitivement à toute politique monétaire, plutôt que de tenter de lever les contraintes qui l'enserrent. Une telle décision ne résoudrait pas le problème de l'endettement public, mais elle constituerait en quelque sorte l'aboutissement de la « loi de Gresham inversée ».

BIBLIOGRAPHIE

- AYOUB, H. et M. RAFFINOT (2005), « Réforme fiscale et soutenabilité de la dette publique : le cas du Liban », présenté au colloque *Partenariat euro-méditerranéen dix ans après Barcelone*, Le Caire, 19 et 20 avril 2005 (<http://www.eg.ird.fr/activites/Papier.htm>).
- BALIÑO, T., A. BENNETT et E. BORENSZTEIN (1999), « Monetary Policy in Dollarized Economies », *International Monetary Fund Occasional Paper*, 171(March).
- BANQUE AUDI (2004), *Country And Market Update 2004 – Lebanon*, Beyrouth (<http://www.aib.com.lb/economic/fg-3.pdf>).
- BOLBOL, A. (1999), « Seigniorage, Dollarization and Public Debt: The Lebanese Civil War and Recovery Experience, 1982-97 », *World Development*, 27(10) : 1 861-1 873.
- BRI (2003), « Guide to the International Financial Statistics », *BIS Papers*, 14 (<http://www.bis.org/publ/bisap14.pdf>).

33. Une éventuelle conférence de Paris III était évoquée dès la conclusion des accords de Paris II. Elle a finalement eu lieu le 25 janvier 2007. Voir le site du ministère des Finances du Liban : <http://www.finance.gov.lb/Reports+and+publications/reports+related+to+Paris+III+conference/>.

34. La question de la dollarisation officielle a été soulevée surtout pour les pays latino-américains. L'Équateur a dollarisé officiellement son économie en 2000. Pour des revues en français, voir par exemple Quenan (2000), Minda (2005). Une bibliographie complète se trouve sur le site www.dollarization.org.

- BUBULA, A. et I. OTKER-ROBE (2002), « The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies », *IMF Working Paper* (02/155) (<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16014.0>).
- CALVO, G.A. et C.A. VEGH (1992), « Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction », *IMF Working Paper* (92/40).
- CALVO, G.A. et C.A. VEGH (1993), « Substitution de monnaie dans les pays à forte inflation », *Finance et Développement*, 30(1) : 34-37.
- CALVO, G.A. et C.A. VEGH (1996), « From Currency Substitution to Dollarization and Beyond : Analytical and Policy Issues », dans G. CALVO (1996), *Money, Exchange rates and Output*, MIT Press, Cambridge, p. 153-175.
- CALVO, G.A. et C.A. VEGH (1999), « Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries », dans J. TAYLOR et M. WOODFORD (éds), *Handbook of Macroeconomics, volume 1, part 3*, North Holland, Amsterdam, Chapitre 24, p. 1 531-1 614.
- CALVO, G.A. et C. REINHART (2002), « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pages 379-408.
- CARTAPANIS, A. (2004), « Le déclenchement des crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », *Économie internationale*, 97(1^{er} trimestre) (<http://www.cepii.fr/francgraph/publications/eointern/rev97/rev97a.htm>).
- CPSS (1998), « Payment Systems in Lebanon », publication n° 28, Bank for International Settlements (<http://www.bis.org/publ/cpss28.htm>).
- CPSS (2003), « Payment Systems in Lebanon », publication n° 58, Bank for International Settlements (<http://www.bis.org/publ/cpss58.htm>).
- DE NICOLO, G., P. HONOHAN, A. IZE (2003), « Dollarization of the Banking System: Good or Bad? », *IMF Working Paper* (03/146).
- DESQUILBET, J.-B. et P. VILLIEU (1998), « La théorie du Policy Mix : un bilan critique », *Revue d'économie financière*, 45(janvier) : 31-62.
- EKEN, S. et T. HELBLING (1999), « Back to the Future: Postwar Reconstruction and Stabilization in Lebanon », *International Monetary Fund Occasional Paper*, 176.
- EKEN, S., P. CASHIN, S. NURI ERBAS, J. MARTELINO et A. MAZAREI (1995), « Economic Dislocation and Recovery in Lebanon », *International Monetary Fund Occasional Paper*, 120.
- FISHER, I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. » *Econometrica*, (4) : 337-357.
- FRIEDMAN, M. (1959), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.
- FRIEDMAN, M. (1993), *La monnaie et ses pièges*, Dunod, Paris.
- GEMAYEL, J. (1997), « Une première lecture de la politique monétaire au Liban (1993-1997) », *Travaux et Jours*, 60(automne), Université Saint-Joseph, Beyrouth.
- GIOVANNINI, A., B. TURTELBOOM (1994), « Currency Substitution », dans F. VAN DER PLOEG (éd.), *Handbook of International Economics*, Blackwell, p. 390-436.

- GUIDOTTI, P. et C. RODRIGUEZ (1992), « Dollarization in Latin America, Gresham's Law in Reverse? », *IMF Staff Papers*, 39(3) : 518-544.
- GUILLAUMONT-JEANNENEY, S. (1994), « La politique économique en présence de substitution de monnaies : allocution présidentielle », *Revue Économique*; 45(3) : 349-368.
- GULDE, A.-M., D. HOELSCHER, A. IZE, D. MARSTON et G. DE NICOLO, (2004), « Financial Stability in Dollarized Economies », *International Monetary Fund Occasional Paper*, 230.
- KRUGMAN, P. (1979), « A Model of Balance-of-Payments Crises », *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3) : 311-325.
- MELVIN, M. et J. LADMAN (1991), « Coca Dollars and the Dollarization of South America », *Journal of Money, Credit & Banking*, 23(4) : 752-763
- MINDA, A. (2005), « La dollarisation intégrale : une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique latine? », *Mondes en Développement*, 33(130) : 15-40.
- MINISTÈRE DES FINANCES (2003), *One-Year Progress After Paris II*, rapport spécial, décembre 2003 (<http://www.finance.gov.lb/Reports+and+Publications/Reports+Related+to+Paris+II+Conference/>).
- MUNDELL, R. (1998), « Uses and Abuses of Gresham's Law in the History of Money », *Zagreb Journal of Economics*, 2(2) (<http://www.columbia.edu/~ram15/grash.html>).
- PONSOT (2003), « La dollarisation : une interprétation institutionnaliste et macro-économique », Communication au Forum de la Régulation, Paris, 9-10 octobre 2003 (http://web.upmf-grenoble.fr/lepii/regulation/Forum/Forum_2003/Forumpdf/RR_PONSOT.pdf).
- QUENAN, C. (2000), « La dollarisation : avantages et inconvénients », *Techniques Financières et Développement*, 61(décembre-janvier) : 5-16.
- SARGENT, T. et N. WALLACE (1981), « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5 : 1-17.
- SELGIN, G. (2003), « Gresham's Law », dans R. WHAPLES (éd.), *EH.Net Encyclopedia*, June, 10, 2003 (<http://eh.net/encyclopedia/?article=selgin.gresham.law>).
- STIX, H. (2001) « Survey Results about Foreign Currency Holdings in Five Central and Eastern European Countries », *Cesifo Forum* (3) : 41-48 (<http://www.cesifo-group.de/DocCIDL/Forum301-special2.pdf>).
- STONE, M.R. et A.J. BHUNDIA (2004), « A New Taxonomy of Monetary Regimes », *IMF Working Paper*, n° 04/191 (<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=17690.0>).