



# UNIONS MONÉTAIRES, CAISSES D'ÉMISSION ET DOLLARISATION : LES FONDEMENTS ANALYTIQUES DES SYSTÈMES DE CHANGE « ULTRA-FIXES »

ALAIN RAYBAUT \*

DOMINIQUE TORRE \*\*

Le bien-être attendu des régimes de change provient de leurs capacités à garantir la stabilité externe. Celle-ci favorisant les échanges et les mouvements de capitaux contribue à son tour à l'équilibre interne et à l'obtention d'une croissance suffisante. Les années 1980 ont vu la mise en application, singulièrement en Europe, de toutes sortes de solutions intermédiaires entre les changes fixes et les changes flottants s'essayant à cette logique : le serpent monétaire, puis le SME sont représentatifs de l'application de solutions pragmatiques donnant un poids au marché, mais laissant aux États le soin de contrôler les variations de parité à court terme. Sujets à des crises périodiques, trop complexes et imprévisibles pour stabiliser les anticipations, ces formules ont été délaissées dans les pays développés. La défense des « solutions en coins » qui s'en est suivie repose sur l'impossible trinité révélée par le « triangle d'incompatibilité » : un pays ne saurait à la fois assurer la stabilité de son taux de change, son indépendance monétaire et le fonctionnement harmonieux de ses marchés financiers (Frankel, 1999).

Aujourd'hui, les grandes monnaies sont liées par un système de flottement généralisé. L'option est de favoriser les capacités de contrôle interne des politiques monétaires et l'ouverture des marchés des capitaux, au détriment de la stabilité interne. Au niveau des régions, des zones d'influence, c'est au tour des systèmes de change fixe de prendre le dessus, comme si par leur interpénétration mutuelle, les petites économies d'une même région avaient l'objectif essentiel de se préserver

\* LEM.- CNRS.

\*\* LEM. Université de Nice - Sophia Antipolis.



de leurs instabilités réciproques potentielles. Les Unions monétaires, formes coopératives dont le principe remonte aux expériences de la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle, trouvent alors dans les dernières décennies du XX<sup>ème</sup> une justification théorique dans l'approche en termes de zones monétaires optimales. Cette démarche s'infléchit peu à peu. Plus fixes que ces zones, les régimes de Caisses d'émission et les formules de dollarisation illustrent les modalités non coopératives de change ultra-fixe. Elles sont réservées aux pays souffrant du « péché originel » (Eichengreen et Hausmann, 1999) qui leur interdit d'emprunter dans leur propre monnaie. Ces formes ultra-fixes sont représentatives, anciennes dans leurs principes, mais généralement introduites dans l'urgence et la crise. Les débats qui en évaluent l'intérêt souffrent assez longtemps d'une sorte de mépris dont elles sont l'objet, comme des solutions monétaires inabouties, sacrificielles, vouées à l'échec rapide. Puis leur apparition en Europe, associée au processus d'élargissement, les rend plus proches et conduit à envisager leur étude en horizon moins incertain.

La suite de ce texte revient sur ces formes d'arrangements monétaires ultra-fixes - Union monétaire, Caisses d'émission, dollarisation. L'objet est d'en mieux comprendre la logique, les limites de validité, les conditions d'application. La première partie traite des unions monétaires. La deuxième partie aborde les *Currency Boards* et les formes de dollarisation. Elle est suivie d'une conclusion.

### LES UNIONS MONÉTAIRES

Le débat sur les fondements théoriques des avantages procurés par la mise en œuvre d'une union monétaire par rapport à une situation initiale de changes flexibles, renvoie principalement depuis les années 1960 au concept de zone monétaire optimale. Une zone monétaire optimale se définit, en effet, comme une entité géographique dans laquelle il est optimal pour des États souverains de fixer délibérément et irrévocablement leurs taux de change internes et d'adopter une monnaie unique qui ne peut, dès lors, fluctuer que vis-à-vis du reste du monde.

Dans cette optique, on sait que l'optimalité recouvre la satisfaction de différents critères (mobilité des facteurs de production, flexibilité des prix et des salaires, degré d'ouverture, nature des spécialisations internationales, similarité des taux d'inflation, intégration fiscale et politique) envisagés par Mundell (1961), McKinnon (1963) et Kennen (1969). L'idée commune à ces travaux fondateurs est que ces différents critères, à l'origine disjoints en l'absence de modèle unifié, offrent un substitut aux ajustements par le taux de change nominal et réduisent l'impact des chocs négatifs, ce qui justifie la mise en œuvre dans la zone de l'accord



monétaire. Dès la seconde partie des années 1980, sous l'effet conjoint des enjeux liés à la constitution de l'UME et du renouvellement de l'analyse macroéconomique, la question des ZMO a connu un regain d'intérêt empirique et théorique toujours non démenti sur lequel nous reviendrons. Nous considérerons ainsi successivement deux grandes catégories de travaux. La première s'inscrit dans la lignée des contributions classiques : elle fait de l'impact et de la gestion des chocs asymétriques sur les fondamentaux économiques l'élément clé de choix du régime de change (a). La seconde met l'accent sur l'endogénéité des critères et le caractère auto-réalisateur que peuvent revêtir les régimes de change (b).

### *Chocs asymétriques et critères exogènes de coopération monétaire*

Les théories des ZMO classiques retiennent l'idée de chocs asymétriques entre les différents pays potentiellement candidats à la constitution d'une union monétaire. Ces chocs constituent l'élément clé dans le choix du régime de change et réduisent l'attrait d'un accord de change ultra-fixe débouchant sur une monnaie unique, en raison de la perte des éléments de flexibilité que constituent le taux de change et les taux d'intérêt. Inversement, la convergence macroéconomique et la synchronisation des cycles d'affaires plaident en faveur de l'optimalité d'accords monétaires en réduisant la probabilité de réponses asymétriques des pays membres face à des chocs exogènes.

Une des limites des approches traditionnelles réside dans l'absence de modèle unifié permettant d'appréhender simultanément les différents critères d'optimalité et de les discriminer en termes de bien-être social. Cette question est abordée dès le début des années 1980 à travers le renouveau de l'analyse macroéconomique classique qui fournit des théorèmes d'équivalence entre régimes de change. Elle renvoie aussi directement aux débats relatifs à la neutralité, à long terme, de la politique monétaire qui, par définition, réduit les coûts d'abandon de la souveraineté monétaire (Issing, Gaspar, Angeloni et Tristani, 2001 ; Calvo et Reinhart, 2002) et aux analyses en termes de crédibilité et de réputation. L'adoption d'un accord monétaire peut ainsi exercer un effet de discipline qui accroît la crédibilité des participants (Alesina et Barro, 2002).

Diverses sources de non neutralité comme l'existence de rigidités des prix ou des salaires viennent cependant modifier ces conclusions (Tavlas, 1993). Dans cette perspective, plusieurs développements basés sur des modèles d'équilibre général permettent aujourd'hui d'apprécier les thèses fondatrices de Mundell, McKinnon et Kennen<sup>1</sup>. Il ressort de ces modèles d'équilibre général avec rigidités réelles ou nominales que le coût de réalisation d'une union augmente en général avec l'asymétrie



et la variance des chocs qui engendrent des coûts d'ajustement. En revanche, comme dans les théories classiques, la corrélation des chocs réels, le degré d'ajustement procuré par la politique fiscale et la mobilité du travail accroissent le gain de mise en œuvre d'un accord. Les conclusions semblent cependant plus ambiguës en ce qui concerne le degré d'ouverture des économies. Si l'ouverture accrue augmente bien le bénéfice attendu d'une réduction des coûts de transaction, il s'en suit un impact plus important de chocs affectant le commerce.

L'appréciation des conséquences de chocs monétaires sur le choix d'un régime de change optimal dépend aussi de la monnaie dans laquelle sont fixés les prix des firmes. Les changes flexibles demeurent optimaux lorsque les variations de change nominal n'affectent pas les stratégies de prix des firmes. En revanche, lorsque les prix sont fixés en monnaie domestique, le change fixe peut être optimal en présence d'une forte aversion pour le risque (Devereux et Engel, 2001). Se pose alors la question de l'effectivité des variations de change nominal.

Si l'on considère que les variations de change nominal ont bien été effectives en plusieurs circonstances et ont pu contribuer à corriger des déséquilibres (De Grauwe, 2000 ; Mongelli, 2002 mentionnent notamment le cas français de 1982-1983, de la Belgique 1982 ou de l'Italie en 1992), il existe alors un coût non négligeable associé à la perte de cet instrument. Si l'on admet en revanche comme l'enseignent de nombreux travaux (De Grauwe, 2000 ; Krugman, 1993) que les ajustements par le change s'opèrent avec difficulté ou retards, en raison notamment, de comportements de marge, le coût de la perte de souveraineté monétaire s'en trouve d'autant réduit.

Parallèlement, d'autres travaux abordent la question sous l'angle du partage des risques financiers en présence d'incomplétude des marchés.

Dans un modèle d'équilibre général à deux pays et deux périodes, ils soulignent les avantages d'un change variable lorsque les fluctuations de la monnaie reflètent les chocs réels, la flexibilité augmentant les possibilités d'assurance à travers les échanges internationaux d'actifs. Dans un cadre d'analyse similaire, mais prenant aussi en compte les chocs politiques, Neumeyer (1998) nuance ces conclusions. Les unions monétaires sont alors conçues comme des règles monétaires pouvant isoler la politique monétaire des chocs politiques. Lorsque l'élimination de la volatilité monétaire engendre un gain supérieur au coût de réduction de la variété d'instruments financiers, le passage de changes flexibles à l'union engendre un gain en bien-être.

En l'absence de chocs politiques, une conclusion plus radicale en faveur de l'intégration financière et des changes fixes, s'appuie sur la contribution moins connue de Mundell (1973) remise en lumière récemment par McKinnon (2001). La reconnaissance du caractère



« tourné vers l'avant » (*forward looking*) des marchés des changes, conduit l'auteur à remettre à cause son idée initiale (Mundell, 1961) selon laquelle les chocs asymétriques ruinaient les arguments en faveur d'un accord monétaire d'union. En monnaie unique, chacun possédant des créances sur les autres, un pays soumis à choc adverse peut en limiter les effets négatifs par mise en commun des réserves et partage des risques. En conséquence, la similarité des chocs peut ne plus constituer une condition nécessaire à la mise en œuvre d'une union lorsque les participants potentiels sont suffisamment intégrés financièrement.

*L'endogénéisation des critères de coopération  
et régime de change auto-réalisateur*

Le débat théorique et empirique relatif aux zones monétaires s'est aussi récemment recentré sur la nature endogène des critères d'optimalité. En effet, un accord ou union monétaire peut se révéler optimal *ex post*, alors que les pays potentiellement participants ne satisfont pas les critères d'optimalité *ex ante* discutés ci-dessus.

Dans le prolongement des développements relatifs au degré d'ouverture des économies, l'accent porte sur les relations qu'entretiennent régime de change et type de spécialisation internationale.

Dans cette optique, la thèse dite de la spécialisation soutient, en s'appuyant notamment sur les enseignements des nouvelles théories du commerce international, que l'intégration a pour corollaire une intensification des avantages comparatifs conduisant à une plus grande spécialisation de produit (Krugman, 1993-1996). Celle-ci réduit les corrélations de niveaux d'activité et rend les pays membres plus vulnérables aux chocs asymétriques. Dans cette optique, les membres d'une union monétaire devraient voir leurs cycles économiques devenir moins synchrones. Cette argumentation est contestée notamment par Frankel et Rose (1997, 1998) et Rose et Engel (2000), qui défendent l'idée de critères endogènes pour la zone monétaire. Ils soulignent tout d'abord l'instabilité de l'équilibre de spécialisation qui devrait conduire soit à un flottement total avec pures spécialisations, soit à un accroissement continu de la taille de la zone monétaire pour amortir les chocs, deux cas de figure paradoxaux et non conformes aux faits stylisés. Sur la base du modèle dit « de gravité », les auteurs mettent en évidence la montée du commerce réciproque et les corrélations de revenus qui en découlent. Ainsi, Frankel et Rose (1998) ont pu estimer que les membres de l'Union européenne ont vu ce type de commerce s'accroître de plus de 60 %. (Mongelli, 2002). La suppression des fluctuations de change peut aussi favoriser le développement des variétés, le commerce intra branche européen, par exemple, devenant plus horizontalement que verticalement diversifié.



Il en découle la conception selon laquelle l'accord monétaire peut, en lui-même, constituer l'élément catalyseur dans la synchronisation des cycles. Pour 21 pays industrialisés sur la période 1959-1993, Frankel et Rose (1998) régressent les co-variations bilatérales de revenu sur un indicateur d'intégration commerciale pour chaque paire de pays et concluent qu'à l'accroissement des liens commerciaux est associée une plus grande corrélation des fluctuations revenus. En outre, les auteurs montrent que le commerce bilatéral entre deux pays utilisant la même monnaie est supérieur de plus de 200 % au commerce bilatéral entre deux pays utilisant deux monnaies différentes. La réduction ou la suppression des coûts de transaction liés au change favorise l'intégration commerciale. Dans la mesure où cette intégration encourage davantage le développement du commerce intra branche que celui de spécialisation de produit, les cycles nationaux deviennent plus synchrones, les chocs sectoriels de demande et de productivité affectant les pays simultanément. Cette plus grande corrélation des activités réduit donc le besoin d'utiliser le change à des fins de politique de stabilisation des prix ou de l'emploi et minimise donc les pertes en bien-être liées à l'abandon de cet instrument et favorise les engagements de long terme.

L'idée selon laquelle la relation entre intégration commerciale et accord monétaire constitue un argument en faveur de l'endogénéité des critères d'optimalité est discutée et critiquée par Alesina et Barro (2002) et Barro et Tenreyro (2002). Cette conclusion suppose, en effet, des unions monétaires constituées *a priori* sur des bases aléatoires. Or, des caractéristiques généralement non mesurées dans la littérature, par exemple des liens culturels, la compatibilité des systèmes juridiques, la proximité géographique... peuvent, en elles-mêmes, engendrer ces liens observés entre union monétaire et commerce bilatéral. Inversement, l'absence de telles variables qualitatives pourrait déboucher sur une sous-estimation de cette relation. C'est, en particulier, le cas en présence de fortes distorsions de monopole. D'un côté, des taux de marge élevés découragent le commerce ; de l'autre, ils peuvent conduire en augmentant l'inflation à accroître le besoin de s'engager dans une union pour la réduire (Barro et Tenreyro, 2002). Le coût d'abandon de la souveraineté monétaire est alors classiquement réduit pour les pays présentant des co-variations fortes de la production et des prix.

Enfin, le caractère endogène des critères d'optimalité peut être aussi analysé indépendamment du débat sur la nature de la spécialisation internationale. En supposant la spécialisation internationale parfaite et en l'absence de changement structurel, il est en effet possible de montrer dans un cadre d'équilibre général stochastique avec rigidités nominales et concurrence imparfaite sur le marché des biens, que l'adoption d'un accord monétaire entre deux pays peut être auto-réalisateur (Corsetti. et



Persenti, 2002). Lorsque les firmes choisissent des stratégies de prix en union monétaire, ces stratégies privées peuvent rendre optimal du point de vue des autorités publiques nationales, le régime de change d'accord monétaire. Il n'existe alors plus d'incitation pour ces autorités à mener des politiques nationales indépendantes de stabilisation. Plus généralement, ces travaux tendent donc à montrer que l'adoption d'un arrangement institutionnel, l'accord monétaire, peut en lui-même créer les conditions de sa validation dans la mesure où le degré de confiance des firmes dans cet accord est suffisamment élevé.

L'importance et la volatilité des mouvements internationaux de capitaux ainsi que les crises financières récurrentes des pays émergents conduisent aujourd'hui à remettre en question la viabilité des régimes intermédiaires de changes fixes ou quasi fixes. Un constat opposé semble s'appliquer à la forme extrême des régimes de changes fixes, les unions monétaires dont l'UME constitue l'archétype récent. Cette conclusion peut sans doute s'expliquer par la symétrie et l'homogénéité dans le degré de développement et de performances macroéconomiques des participants, favorisant le développement de la confiance interne et externe des agents.

### ANCRAGES ET MONNAIES D'EMPRUNT

7

Quand la banque centrale perd la capacité de conduire la politique monétaire, le choix est entre le *free-banking* et la limitation des prérogatives de l'institution. Même pour ses partisans naturels, la première option ne peut être envisagée sans garanties : comme conditions nécessaires à son succès, on trouve l'existence de banques commerciales pérennes et de taille suffisante (Hanke et Schuler, 1993) ou un système industriel n'engendrant pas d'incertitudes trop fortes sur l'occurrence d'une crise systémique. La limitation des prérogatives monétaires s'impose alors le plus souvent. *Currency Board* ou dollarisation, la différence n'est pas mince, en pratique, bien sûr, mais surtout quand il s'agit d'envisager l'avenir du système dès son introduction. Avec la Caisse d'émission, la sortie peut théoriquement s'effectuer sans bouleversement important dans les usages monétaires antérieurs et au moment souhaité par les autorités politiques et monétaires. En cas de dollarisation, il est nécessaire d'envisager en sortie l'adoption d'une nouvelle monnaie nationale (ou internationale), avec le risque de voir la population se détourner d'emblée du nouvel intermédiaire et transformer un arrangement temporaire en une délégation définitive des prérogatives monétaires nationales. D'où le succès du *Currency Board* quand l'effondrement monétaire n'est pas total ou quand une sortie à terme est déjà prévue. Si l'argument de la sortie possible est toujours présent, il en existe d'autres.

La détention de la contrepartie de la base monétaire en la devise servant d'adossment ou en titres libellés en devises fournit l'argument du seigneurage : celui-ci profite à la Caisse d'émission dans le cas du *Board* et au pays émetteur de la monnaie d'adoption dans le cas de la dollarisation. Le bénéfice n'est pas négligeable pour la Caisse d'émission mais l'argument n'est pas suffisant. Quand, pour les uns, il s'agit implicitement d'opter pour l'arrangement perçu comme le plus flexible, les autres relèvent qu'il présente en potentiel les mécanismes d'ajustement automatiques de l'étalon-or dont il hériterait des capacités à assurer la discipline monétaire et économique.

### *Imposer la discipline*

« Le *Currency Board* intègre des conditions d'émission monétaire très strictes qui se rapprochent, à certains égards, de celles qui régissent le premier département de la Banque d'Angleterre, depuis sa réforme en 1844", (Ponsot, 2000, 2001) ». Tout comme sous l'étalon-or, sous un régime de *Currency Board*, la masse de crédits que les banques peuvent offrir (et donc la masse monétaire globale) est [en effet] limitée par leur capacité d'acquérir et de maintenir des réserves suffisantes » (Hanke et Schuler, 1991, p. 6). Les réserves du *Currency Board* évoluent donc seulement en fonction du solde de la balance des paiements. C'est un mécanisme comparable à celui de l'étalon-or qui engendre une contraction déflationniste quand la balance est déficitaire et un élargissement inflationniste de la base en présence d'un excédent. « Certains analystes l'associent avec le Bank Charter Act britannique de 1844 (Schwartz, 1993, p. 149). Cette forme d'automatisme du *Currency Board* « signifie qu'il y a des chaînes causales dans les deux sens, sans l'intervention discrétionnaire d'une autorité monétaire centrale (ou avec elle, mais en respectant « les règles du jeu ») » (Desquilbet et Nenovsky, 2004). Le *Currency Board* réunit ainsi deux engagements contraignants : un taux de change fixe vis-à-vis de la monnaie d'adossment et un mécanisme de création et de destruction de monnaie purement automatique. Parfois, on y a ajouté un troisième élément, le fait de considérer que la monnaie d'adossment est un moyen de paiement libérateur (Dornbusch et Giavazzi, 1999) qui en fait un « un étalon or sans or ». C'est à ces conditions que la Caisse devrait ses qualités de système de change fixe extrême : la discipline de l'institution garantit l'efficacité des mécanismes du marché (Tsang, 2000).

La discipline, à l'origine monétaire, est aussi budgétaire et fiscale. Le schéma originel exclut autant les avances à l'État que le rachat de titres représentatifs d'émissions publiques par des opérations d'*Open Market*. Une absence équivalente d'engagement vis-à-vis des banques de second rang interdit à la Caisse d'endosser les fonctions de prêteur en dernier



ressort ou de régulateur du système bancaire. Mais ces engagements sont parfois perçus comme trop contraignants : ils ne sont alors plus tous tenus, voire même pris par la Caisse au moment de l'adoption du système. Il en résulte une distinction entre les *Currency Boards* « orthodoxes » qui n'admettent aucun actif domestique en contrepartie de la monnaie en circulation et les autres, qui revêtent une partie des attributs de la banque centrale. Les écarts, ponctuels ou plus nets de la discipline sont nombreux, au point, comme le note Hawkins (2003), que le *Currency Board* de l'île de Saint Héléne est pratiquement le seul exemple remplissant actuellement les conditions de Dornbusch et Giavazzi. D'où le dépit des tenants de l'argument discipline devant l'évolution des modalités de gestion des Caisses d'émission contemporaines, voire devant les textes qui définissent leur fonctionnement respectif : leurs échecs, notamment celui de l'Argentine, seraient alors dus à leur laxisme assumé et leur incapacité à garantir la discipline institutionnelle nécessaire au jeu stabilisant du marché (Hanke, 2002, c).

L'argument de la discipline est cependant contesté : les capacités du *Currency Board* à assurer la viabilité du système ne pourraient se limiter au choix de l'application brutale du mécanisme de Hume. Même la Grande-Bretagne de la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle n'a d'ailleurs jamais clairement vérifié ses vertus régulatrices en éloignant sans cesse les actifs de la Banque d'Angleterre des conditions de couverture compatibles avec une convertibilité effective. Plus encore, si la discipline ou l'indiscipline semble avoir été en cause dans l'échec retentissant de l'Argentine, la dette extérieure doit surtout son accroissement démesuré aux facilités procurées par l'adossement au dollar, sorte d'effet pervers du *Board* masquant aux prêteurs les risques touchant les fondamentaux internes derrière l'acceptabilité de la devise dans laquelle est libellé l'emprunt. La crise de confiance qui a causé la chute du système dans le cas de l'Argentine (voir ici Jonas, 2001) serait alors liée à l'effacement indu du « péché originel » par la Caisse d'émission. La discipline n'est alors ni suffisante, ni à respecter principalement dans le cadre strict des opérations monétaires, pour offrir un bon devenir à l'ancrage. Elle n'offre plus l'argument incontestable pour caractériser les conditions de viabilité de la Caisse d'émission.

### *Importer la crédibilité*

On ne saurait dire que les règles sont sans importance quand par message, le *Currency Board* liste des engagements. Mais ces règles ne sont ni conçues de façon uniforme, ni appliquées avec excessive rigueur. Statistiquement, la réussite ou l'échec des expériences reposant sur un *Currency Board* n'en dépend d'ailleurs pas seulement ; on peut alors conjecturer que « système fondé sur les règles plutôt que sur la



discrétion... sert [tout autant] à instaurer la crédibilité » qu'à appliquer des règles (Baliño et Enoch, 1997, p. 1). L'origine de cet institutionnalisme des anticipations est bien connu. Le principe en est énoncé au début des années 1980 (Barro et Gordon, 1983), puis appliqué peu à peu au comportement de banques centrales indépendantes et transparentes. Il concerne les cas de change flottant pour lesquels la parité extérieure n'est pas un objectif privilégié par la politique monétaire, puisque le marché est justement laissé régulateur des équilibres externes. Mais il s'appliquerait tout autant aux systèmes de change fixe si l'on s'en tient à son principe général : stabiliser les anticipations des agents concernant l'évolution des prix et les objectifs de long terme de la politique monétaire.

Les intentions de la Banque centrale sont en cause, mais aussi l'environnement, susceptible de conduire les autorités monétaires à des décisions qu'elles auraient écartées en régime régulier (Drazen et Masson, 1994). Quand le système de change fixe est adopté par un pays de taille et de réputation modeste, le défaut de crédibilité peut entacher les engagements en matière de politique monétaire : restaurer cette crédibilité peut paradoxalement passer par un abandon de tout pouvoir d'initiative interne, la solution commune offerte par le *Currency Board* et la dollarisation. « Pour réduire l'incertitude concernant les préférences du banquier central, le *Currency Board* écarte toute possibilité de politique discrétionnaire » (Carlson et Valev, 2001) : le résultat devrait en être un meilleur contrôle de l'inflation, au prix d'une instabilité réelle accrue. Mais la crédibilité peut se limiter à l'équilibre externe, d'autant plus pertinent que le pays est petit, dépendant et immergé dans une zone d'échange au sein de laquelle il ne pèse guère. De ce point de vue, « le *Currency Board* peut être considéré comme la forme la plus crédible de régime de change fixe dans la mesure où la monnaie domestique est convertible à un taux de change fixe contre une autre monnaie, ce qui est codifié » (de Haan, Berger et van Fraassen, 2001, p. 219). Laquelle de ces deux formes de crédibilité est la plus pertinente ? Les deux sont en réalité liées dans de nombreux petits pays en mal de stabilité monétaire, au point qu'elles ne sont généralement pas distinguées, y compris par la littérature. Le *Board* distille à sa création d'autant plus de crédibilité que la banque centrale ou l'État avaient initialement des propensions à pratiquer une politique expansionniste : cette condition est très généralement remplie dans les pays en développement ou en rattrapage, ce qui rend peu pertinente la distinction entre les deux formes de crédibilité. « Le *Currency Board* est une pilule de poison ; l'échec à coller aux engagements conduit à un résultat catastrophique. Et parce que c'est une pilule de poison, si les autres prérequis essentiels sont réunis, il permet de garantir la crédibilité, ce qui se traduit par des taux



d'intérêt faibles et des horizons économiques plus longs. Ce n'est pas la panacée, mais c'est radicalement le contraire d'une stabilité provisoire, celle qui caractérise de nombreuses économies de marché émergentes » (Dornbusch et Giavazzi, 1999).

Si la discipline se vérifie assez naturellement et *a posteriori* dans les comptes et les bilans, la crédibilité ne se mesure que par les anticipations des agents. Celles-ci peuvent être observées directement : il faut alors les comparer en Caisse d'émission, d'une part, et avec un système de Banque centrale, d'autre part. On peut aussi les déduire d'indicateurs objectifs tels que la prime de risque. Les deux options ont été envisagées. Dans l'exemple de la Bulgarie, les anticipations d'inflation ont effectivement beaucoup évolué depuis l'introduction de la Caisse (cf. Carlson et Valev, 2001), ce qui témoigne des gains en crédibilité liés au *Board*. Hong-Kong a adopté pour la seconde fois de son histoire une Caisse d'émission en 1983. L'observation des taux d'intérêt de l'enclave montre que la prime « d'agence » relative à la délégation au *Board* de la politique monétaire est inférieure à 1 % en comparaison de celle de la *Federal Reserve* (Craine, 2002). D'autres résultats sont moins probants. Certains nous ramènent aux fondamentaux. Le *Currency Board* constitue une solution d'autant plus satisfaisante qu'il importe sa crédibilité d'un pays dont le cycle est positivement corrélé, ce qui fait, par exemple, du choix initial de l'Estonie pour le *Deutsche mark* une option préférable à celle de la Lituanie en faveur du *dollar* (de Haan, Berger et van Fraassen, 2001) avant que l'euro ne soit retenu en définitive par les deux États baltes. « Le choix de la monnaie d'ancrage importe » (Kydland et Wynne, 2002), la contrepartie la plus crédible internationalement ne doit pas être recherchée systématiquement, il vaut bien mieux expliciter et confirmer dans le choix de l'ancrage les options économiques et commerciales du pays. Spiegel et Valderrama (2003) réalisent des observations complémentaires : le *Currency Board* n'est pas un champion de la gestion des chocs idiosyncrasiques. Quand ces chocs dominent, l'efficacité du *Board* dépend de la part relative des grandeurs réelles et nominales dans l'objectif de la Caisse. On n'attendrait pas autre chose dans des conditions identiques d'un système reposant sur une banque centrale active.

### *Renoncer à la souveraineté*

La façon la plus extrême d'importer de la crédibilité est encore d'abandonner toute prérogative monétaire (Alesina et Barro, 2001). La démonétisation de l'ancienne monnaie, souvent après une dollarisation de fait, est une des démarches observées pour cette forme de délégation monétaire. L'Équateur dollarise officiellement dans ces conditions en 2000, après une crise financière majeure et dans un contexte où la dollarisation financière préalable ôte aux autorités monétaires tout réel



pouvoir d'imposer une solution monétaire nationale (cf. Jâcome, 2003). Conséquences d'erreurs antérieures, de politiques monétaires inappropriées, d'échecs institutionnels (*ibid.*) ou suite logique aux faiblesses structurelles des économies nationales, ces dollarisations peuvent apparaître à un moment de l'histoire (de la crise ?) comme la seule issue praticable (Calvo et Reinhart, 1999). Il peut s'agir, comme l'illustre l'exemple de *Panama*, d'une voie de long terme pour un pays recherchant ses équilibres et sa croissance indépendamment de toute préoccupation monétaire. C'est aussi une solution de court terme, engendrée par des anticipations individuelles d'investisseurs, ou délibérément assumée par les États. Le cas de la Turquie se rapprocherait aujourd'hui de la première figure (Bahmani-Oskooee et Domac, 2003), le souhait exprimé par la Slovénie en 1997 relève de la seconde (cf. Backé et Wójcik, 2002).

Si la dollarisation présente des avantages et des coûts qui n'en font pas une solution toujours discutable, même pour une petite nation (cf. Schoors, 2002), les difficultés d'analyse qu'elle suscite proviennent surtout du fait qu'un tel renoncement à la souveraineté monétaire peut avoir plusieurs causes qui conditionnent elles-mêmes la réussite de l'expérience. La dollarisation des très petits États totalement dépendants est peu sujette à discussion. Celle des autres ne s'impose pas facilement, même quand elle est transitoire ou s'inscrit dans un processus d'adhésion à une union monétaire. L'Union européenne n'a d'ailleurs pas souhaité « l'euroisation consensuelle » des nouveaux membres de 2004, comme s'il importait plus d'assurer sur des bases sûres la crédibilité de l'euro que d'anticiper la taille à venir de sa zone d'influence. Quant aux futurs adhérents, ils ont exprimé des préférences variées, justifiant leurs options respectives par la dimension de leurs économies et leurs degrés d'intégration différenciés dans l'environnement économique européen. Malgré les exhortations des spécialistes (cf. par exemple Buitert et Grafe, 2002), aucun des entrants de la première vague n'a d'ailleurs finalement opté pour une « euroisation unilatérale ». Leur choix était sans doute raisonnable, du moins *a priori*. Les résultats empiriques montrent, en effet, que les facteurs favorables à la dollarisation ne sont ni aisément discernables, ni invariants par rapport au temps et au lieu (cf. Winkler, Mazzaferro, Nerlich et Thimann, 2004), en Europe et hors Europe. Cette observation connaît son symétrique dans l'analyse des différentes solutions de change des pays de la première vague. Une fois écartés les pays baltes, détenteurs de *Currency Boards* ou de systèmes voisins, les degrés de crédibilité s'avèrent encore très variables, témoignant du manque de régularité dans les résultats économiques et monétaires associés aux banques centrales des pays d'Europe Centrale et de l'Est. (Arestis et Mouratidis, 2002).



### *Gagner la confiance*

La formule de Frankel (1999) selon laquelle « aucun régime monétaire n'est bon pour tous les pays ou pour tous les temps » est parfois perçue comme la marque d'un éclectisme mou, d'une perte de substance dans les buts de la politique monétaire. L'existence de systèmes de change régionaux ultra-fixes immergés dans un espace plus large caractérisé par le flottement des grandes monnaies (*dollar, euro, yen...*) permet, au contraire, d'illustrer le principe. La discipline n'est pas, on l'a vu, l'élément susceptible de qualifier le type d'association entre un pays, un contexte d'anticipations et une forme de régulation monétaire. La crédibilité est une notion habile pour caractériser le lien entre des anticipations d'agents et la conduite des régulations monétaires. Il reste cependant que cette crédibilité présente un contenu trop exclusivement fonctionnel pour des formes de régulation institutionnelles. Plus générale, la notion de confiance pourrait fournir une grille appropriée à l'analyse des formes d'arrangements monétaires, en particulier dans le registre des solutions de change fixe (cf. Camilleri et Gilson, 2002). Dans ce cadre, Aglietta et Orléan distinguent la confiance hiérarchique, la confiance méthodique et la confiance éthique (Aglietta et Orléan, 1998). Seule la confiance méthodique recouvrirait partiellement la définition de la crédibilité. Les deux autres formes définiraient la société économique usant de la monnaie, hiérarchique par sa forme institutionnelle et éthique par la permanence de ses valeurs.

Une autre manière, plus strictement économique, de présenter les choses serait de relever que le crédit dont bénéficient les autorités monétaires, Banque centrale nationale, *Board* ou Banque étrangère, n'est pas seulement associée à leur détermination à faire ce qu'ils avaient promis, mais surtout à pouvoir mener dans un délai suffisamment long le type de politique auquel ils se sont engagés. Le *Currency Board* argentin était non orthodoxe (pas beaucoup plus cependant que d'autres Caisses d'émission contemporaines...) : cette absence d'orthodoxie ne l'a pas empêché d'obtenir de bons résultats sur le plan monétaire et pendant les premières années. Puis avec le temps, la surévaluation du peso, la faible croissance et l'accroissement de la dette publique, il devenait hautement improbable que le système se maintienne, même si son comportement n'avait pas réellement montré de failles par rapport à ses engagements. La dégradation de la confiance est passée en Argentine par une faiblesse du taux de croissance, la stagnation du niveau d'activité, la dégradation des termes de l'échange. Dans d'autres pays, c'est au contraire le taux de croissance élevé qui maintient la Caisse d'émission, et non le simple respect des promesses de fixité du change. Les signes de confiance viennent d'abord de l'investissement extérieur et



intérieur ; ce dernier peut aussi conduire à la dollarisation effective comme il mène les Caisses d'émission à la crise quand aucun objectif mobilisateur (adhésion à une union monétaire, attrait de capitaux extérieurs...) ne justifie le maintien d'une parité qui a tendance à s'avérer surévaluée au bout de quelques années.

Les systèmes de change fixes n'ont pas disparu avec l'extension des marchés. Ils ont changé de contenu et concernent désormais les partenaires commerciaux des Unions monétaires, les petits pays en dépendance (Panama, par exemple), en transition (la Bulgarie, par exemple) ou en stratégie de niche (Hong-Kong par exemple). L'approche en termes de zones monétaires optimales a beaucoup évolué depuis les formulations initiales de Mundell et Mc Kinnon. Dans la dernière période, elle est marquée par l'incidence des débats de la macroéconomie contemporaine. L'homogénéisation de la zone monétaire peut alors s'appuyer sur l'accord qui constitue l'Union alors que la logique précédemment à l'œuvre envisageait une causalité inverse.

La Caisse d'émission et la dollarisation se distinguent de l'Union monétaire par leur caractère non coopératif et asymétrique. Dans chacun des deux cas et comme dans les systèmes de change fixes traditionnels, on retrouve une monnaie d'ancrage. Cette monnaie est cependant beaucoup plus contraignante que dans un système de change fixe classique. Dans le cas du *Currency Board*, elle fixe de manière précise la base monétaire ; dans le cas de la dollarisation, elle se substitue à la monnaie en circulation. L'introduction d'une Caisse d'émission résulte généralement d'un épisode de crise monétaire, économique, voire politique, qui compromet la capacité de la Banque centrale de conduire une réelle politique monétaire. La dollarisation est un système de régulation quasi-automatique par une monnaie extérieure. Il n'offre aucun moyen de contrôle par les autorités internes. Certaines marges de manœuvre résiduelles subsistent avec le *Currency Board*. Le débat relatif à la nature des régulations qui le caractérisent débouche sur des formes de contrôle différentes. La transparence du système devrait assurer son bon fonctionnement si la discipline joue principalement. La réputation des équipes et la nature des engagements sont un gage de crédibilité du régime. Pour gagner la confiance, la Caisse doit, de plus, être légitimée par les agents aussi bien au regard de ses performances monétaires que dans sa démarche temporelle (résultats réels immédiats ou attendus, stratégie de sortie). Il lui faut enfin demeurer transitoire puisqu'on ne lui attribuera jamais la capacité de régler une crise financière grave.



## NOTE

1. On se référera en particulier à Bayoumi (1994), Clarida, Gali et Gertler (2001), Canzoneri, Cumby, Diba (2002), Corsetti et Pesenti (2001).

## BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et ORLÉAN A. (1998), *La monnaie souveraine*, Éditions Odile Jacob, Paris.
- ALESINA A. et BARRO R.-J. (2001), « Dollarization », *American Economic Review*, Papers and Proceedings, May, vol. 91, pp. 381-85.
- ALESINA A. et R. BARRO R. (2002), « Currency Unions », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 2, pp. 409-36
- ARESTIS P. ET MOURATIDIS K. (2002), « Credibility of monetary policy in Four accession Countries: A Markov Regime - Switching Approach », Monetary Policy and Currency Substitution in the Emerging Markets, The Eight Dubrovnik Economic Conference ; organized by the Croatian National Bank, Dubrovnik, June 27-29.
- ASCHINGER G. (2002), « Currency boards, Dollarisation or flexible Exchange Rates for emerging Economies? Reflections on Argentina », *Intereconomics*, March/April.
- BACKE P. et WÓJCIK C. (2002), « Unilateral Euroization: A Suitable Road Towards Joining the Euro Area For Central and Eastern European EU Accession Countries? », Interim Report IR-02-069/October, International Institute for Applied Systems Analysis Schlossplatz 1 A-2361 Laxenburg, Austria.
- BAHMANI-OSKOOEE M. et DOMAC I. (2003), « On the Link Between Dollarization and Inflation: Evidence from Turkey », *Comparative Economic Studies*, vol. 45, pp. 306-328.
- BALIÑO J.T. et ENOCH C. (1997), « Currency Boards Arrangements: Issues and Experiences », *International Monetary Fund Occasional Papers*, august, Washington D.C.
- BALIÑO J. T., BENNETT A. et BORENSZTEIN E. (1999), « Monetary Policy in dollarized Economies », *International Monetary Fund Occasional Papers*, Washington D.C.
- BARRO R. et GORDON D. (1983), « A positive theory of monetary policy in a natural rate model », *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 589-610.
- BARRO R. et TENREYRO S. (2003), « Economic effects of currency unions », *NBER*, WP 9435.
- BAYOUMI T. (1994), « A formal model of optimum currency area » *CEPR*, WP 968.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. et CŒURE B. (2000), « Big and Small Currencies: The Regional Connection », *CEPII*, document de travail n° 2000-10.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. et CŒURE B. (2002), « The Survival of Intermediate Exchange Rate Regimes ».
- BOFINGER P. et WOLLMERSHÄUSER T. (2001), « Is there a third way to EMU for the EU accession countries? », *Economic Systems*, vol. 25, pp. 253-274.
- BOURGUINAT H. (2002), « La dollarisation comme solution en dernier ressort », LARE-efi, Université Montesquieu Bordeaux IV, Colloque International Santiago du Chili, 26 - 27 mars.
- BRAGA DE MACENO J. et REISEN H. (2003), « Float in Order to Fix? Lessons from the Emerging market for the EU Accession Countries », *OECD Development Centre*, n° 6.
- CALVO G. A. et REINHART C.-M. (1999), « Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization », *Finance and Development*, September, pp. 13-15.
- CALVO G. et REINHART C. (2002), « Fear floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol., pp.
- CAMILLERI GILSON M.-Th. (2002), Policy pre-commitment and institutional design: a synthetic indicator applied to currency boards, OCDE, ECO/WKP (2002)16.
- CANZONERI M., CUMBY R. et DIDA B. (2002), « The need for international policy coordination what's old, what's new, what's yet to come? », *NBER* WP 8765.

- CARLSON J. A. et VALEV N. T. (2001), « Credibility of a new monetary regime: The currency board in Bulgaria », *Journal of Monetary Economics*, vol. 47, pp. 581-594.
- CECCHETTI R. (2001), « Legal structure, financial structure and the monetary policy transmission mechanism », *The monetary transmission process, recent developments and lessons for Europe*, Deutsche Bank.
- CLARIDA R., GALI J. et GERTLER M. (2001), « Optimal monetary policy in open vs. closed economies: an integrated approach » *American Economic Review*, vol. 1, n° 2 May, pp. 248-52.
- COMBES J. L. et VEYRONE R. (2002), Currency boards: are they as strong as they look?, CERDI-CNRS Working Paper, January 27.
- COOPER R. W. et KEMPF H. (2001), « Dollarization and the conquest of Hyperinflation in Divides Societies », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 25, n° 3, Summer, pp. 3-12.
- CORSETTI G. et PERSENTI P. (2001), *Welfare and macroeconomic interdependencies*.
- CORSETTI G. et PERSENTI P. (2002), *Self-validating optimum currency areas*, WP May.
- CRAINE R. (2002), « Exchange rate regime credibility, the agency cost of capital and devaluation », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 26, pp. 1431- 1456.
- DAL-PONT M., TORRE D. et TOSI E. (2000), « Régimes monétaires et coordination : règles du jeu et institutions », in J. L. Gaffard and M. Glais (eds.), *Monnaie, croissance et marchés*, Economica, Paris, pp. 335-353.
- DAL-PONT M., TORRE D. et TOSI E. (2002), « La Banque centrale européenne, entre crédibilité et confiance », in S. Ngo-Maï, D. Torre et E. Tosi eds., *Intégration européenne et institutions économiques*, De Boeck, Bruxelles.
- DE GRAUWE P. (2000), *Economics of Monetary Unions*, Oxford University Press.
- DE HAAN J., BERGER H. et VAN FRAASSEN E. (2001), « How to reduce inflation: an independent central bank or a currency board? The experience of the Baltic countries », *Emerging Markets Review*, vol. 2, pp. 218-243.
- DESQUILBET J.B. et NENOVSKY N. (2004), « Credibility and adjustment: gold standards versus currency boards », *mimeo*.
- DEVERAUX M. et EENGL C. (2001), « Endogenous currency of price setting in a dynamic open economy model » *NBER WP 8559*.
- DORNBUSCH R. et GIAVAZZI F. (1999), « Hard currency and sound credit: a financial agenda for central Europe », *EIB Papers*, vol. 4, n°2.
- DRAZEN A. et MASSON P. R. (1994), « Credibility of policies versus credibility of policymakers », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, pp. 735-754.
- EDWARDS S. (2002), « The great exchange rate debate after Argentina », *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, pp. 237-252.
- EICHENGREEN B. et HAUSMANN R. (1999), « Exchange Rates and Financial Fragility », *NBER Working Paper* 7418.
- FEIGE E. L. (2002), « The dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarization and Euroization in Transition Countries », The Eight Dubrovnik Economic Conference ; organized by the Croatian National Bank, Dubrovnik, June 27-29
- FISCHER S. (2001), « Exchange rates regimes: Is the bipolar view correct? », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n°2, pp. 3-24.
- FLOOD R. et GARBER P. (1984), « Collapsing exchange rate regimes: some linear examples », *Journal of International Economics*, Vol. 17, pp. 1-13.
- FRANKEL J.A. (1999), « No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times », *NBER Working Paper*, n° 7338, September.
- FRANKEL J. et ROSE A. (1997), « The endogeneity of the optimum currency area criteria », *Swedish Economic Policy Review*, vol. 4, n°2, pp. 487-512.
- FRANKEL J. et ROSE A. (1998), « The endogeneity of the optimum currency area criteria » *Economic Journal*, vol. 108 pp.1009-25.

- FRANKEL J., SCHMUKLER S. et SERVEN L. (2001), « Verifying Exchange Rate Regimes », *Journal of Development Economics*, vol. 66, 2., pp. 351-386.
- GHOSH A. R., GULDE A.-M. et WOLF H. (2000), « Currency Boards: The ultimate Fix? », *Economic Policy*, Vol. 15, n° 31.
- GUIDOTTI P. E. et RODRIGUEZ C. A. (1992), « Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse? » *International Monetary Fund Staff Papers*.
- GHIRONI F. et REBUCCI A. (2001), « Monetary Rules for Emerging Markets Economies », *mimeo*.
- HAAN J. de, BERGER H. et VAN FRAASSEN E. (2001), « How to reduce inflation: an independent central bank or a currency board? The experience of the Baltic countries », *Emerging Markets Review*, 2, pp. 218-243.
- HANKE S. H. (2002, a), « Currency Boards », *Annals, AAPSS*, January, pp. 87-105.
- HANKE S. H. (2002, b), « Argentina: Caveat Lector », paper from the Cato Institute's 20th Annual Monetary Conference cosponsored with *The Economist*, October 17, New York City.
- HANKE S. H. (2002, c), « On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception », *Policy Reform*, vol. 5, n° 4, pp. 203-222.
- HANKE S. H. et SCHULER K. (1991), Réformes monétaires à l'Esst : « *Currency Boards* contre banques centrales », traduit par J. Arfwedson, mimeo, Institut Euro 92, décembre, Paris.
- HANKE S. H. et SCHULER K. (1993), « *Currency Boards* and Currency Convertibility », *Cato Journal*, vol. 12, n°3, Winter, pp. 687-705.
- HAWKINS J. (2003), « Flexibility and currency boards », Paper prepared for Central Bank of Bosnia and Herzegovina's international conference: «The Monetary Policy Role of Currency Boards: History and Practice », Sarajevo, April 11-12.
- JACOME H. L. I. (2003), « The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work », *IMF Working Paper*, WP/04/12.
- JONAS J. (2002), « Argentina: the anatomy of a crisis », *Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Working Paper*, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn.
- ISSING O., GASPAR V., ANGELONI I. et TRISTANI O. (2001), *Monetary policy in the Euro area, strategy and decision-making at the European Central Bank*, CUP.
- KENNEDY D. (1969), « The theory of optimal currency areas: an eclectic view » in R. A. Mundell et A. K. Swoboda eds. *Monetary problems of the international economics*, Chicago University Press.
- KOPCKE R. W. (1999), « Currency Boards: Once and Future Monetary Regimes? », *New England Economic Review*, may-June, pp. 21-37.
- KRUGMAN P. (1993), Lessons of Massachusetts for EMU», in F. Torres et F. Giavazzi eds., *Adjustments and growth in the EMU*, CUP UK.
- KRUGMAN P. (1996), « Integration, specialization and adjustment », *European Economic Review* vol. 40, pp.959-67.
- KWAN Y. et LUI F. (1996), « Hong Kong's Currency Board and changing monetary regimes », *NBER Working Papers*, n° 5723.
- KYDLAND F. E. et WYNNE M. (2002), « Alternative Monetary Constitutions and the Quest for Price Stability », *Federal Reserve Bank of Dallas Economic & Financial Policy Review*, vol. 1, n°1.
- LEBARON B. et MCCULLOCH R. (2000), « Floating, fixed or super-fixed? Dollarization joins the menu of exchange rate options », *The American Economic Review*, vol. 90, pp. 34-37.
- LICHA A. L. (2003), « A Emergência do Mercado Internacional de Dívidas Soberanas e o Pecado Original », IE - UFRJ, Rio de Janeiro.
- MAZZAFERRO F., THIMANN C. et WINKLER A. (2002), « Stabilisation and integration Views of Euroisation/ Dollarisation regimes: A Review of some Specific Features », The Eight Dubrovnik Economic Conference ; organized by the Croatian National Bank, Dubrovnik, June 27-29.
- McKINNON R. (1963), « Optimum currency areas », *American Economic Review* 53, p-717-25.
- McKINNON R. (2001), « Optimum currency areas and the European experience », *Stanford WP*, Oct.
- MILLER V. (2003), « Bank runs and currency peg credibility », *Journal of International Money and Finance*, vol. 22, pp. 385-392.

- MONGELLI F.P. (2002), « New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? » *European Central Bank WP*, 138.
- MULINO M. (2002), « Currency boards, credibility and crises », *Economic Systems*, vol. 26, pp. 381-386
- MUNDELL R.A. (1961), « A theory of optimum currency areas » *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, pp.657-65.
- MUNDELL R.A. (1973), « Uncommon arguments for common currencies », in H.G. Johnson et A.K. Swoboda eds. *The economics of common currencies*, Allen et Unwin pp. 114- 32.
- NENOVSKY N. et HRISTOV K. (2002), « The new Currency Boards and discretion: empirical evidence from Bulgaria », *Economic Systems*, vol.26, pp. 55-72.
- NEUMEYER P.A. (1998), « Currencies and the allocation of risk: the welfare effects of a monetary union », *American Economic Review*, vol. 88, n° 1, pp. 246-59.
- OBSTFELD M. et ROGOFF K. (1995), « The mirage of fixed exchange rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, pp. 73-96.
- OPPERS S. (2000), « Dual currency boards: A proposal for currency stability », *International Monetary Fund Working Paper*, 00/99.
- PONSOT J. F. (2000-2001), « Le Currency Board, le carcan de la convertibilité intégrale au nom de la stabilité et de la crédibilité monétaire », *Techniques Financières et Développement* n°61, pp.39-48.
- ROSE A. et ENGEL C. (2000), « Currency unions and international integration », *NBERWP* 7872.
- ROUBINI N. (2003), *The Case against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards*, mimeo.
- SCHMUKLER S. L. et SERVEN L. (2002), « Pricing currency risk under currency boards », *Journal of Development Economics*, Vol. 69, pp. 367-391.
- SCHOORS K. (2002), « Should the Central and Eastern European accession countries adopt the EURO before or after accession? », Universitéit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde, Hoveniersberg
- SCHULER K. (2002), *Fixing Argentina*, A Cato Institute working paper, April 26.
- SCHULER K. et HANKE S. H. (2002), *How to dollarize in Argentina now?*, mimeo.
- SCHWARTZ A. J. (1993), « Currency Boards: Their past, present and possible future role », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 147-187.
- SPIEGEL M. M. et VALDERRAMA D. (2003), « Currency boards, dollarized liabilities, and monetary policy credibility », *Journal of International Money and Finance*, vol. 22, pp. 1065-1087.
- TAVLAS G. (1993), « The 'New' theory of optimum currency areas », *World Economics*, 16 Nov p-663-85.
- TSANG S. K. (2000), « The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China: Viability and optimality Through the Crisis », [http://www.adb.org/Documents/Books/Rising\\_to\\_the\\_Challenge/Sound\\_Practices/hkcb.pdf](http://www.adb.org/Documents/Books/Rising_to_the_Challenge/Sound_Practices/hkcb.pdf)
- TSANG S. K. et MA M. Y. (2002), « Currency substitution and speculative attacks on a currency board system », *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21, pp. 53-78.
- WILLIAMSON J. (1995), « What Role for Currency Boards? », *Institute for International Economics Policy Analyses in International Economics*, n° 40, September.
- WINKLER A., MAZZAFFERO F., NERLICH C. et THIMANN CH. (2004), « Official dollarisation, euroisation, motives, features and policy », *ECB Occasional Papers Series*, n° 11, February.