

**Table ronde “Quelle route pour la rerielisation ?”**  
**Colloque francophone international *Le Cambodge : un pays, des monnaies,***  
**3-4 mars 2011, URDSE, Phnom Penh.**

**Intervention de Bruno Théret**

**theret@dauphine.fr**

Résumé : L'ensemble des orateurs de la table optent pour une rerielisation très progressive et *market-driven*. Ils sont soutenus dans ce choix par la littérature internationale. Toutefois, cette orientation fait abstraction du nouveau contexte mondial de grande instabilité financière et monétaire que la crise de 2007-2008 aux USA a mis en évidence. On ne peut faire abstraction des risques d'une nouvelle crise financière encore plus profonde concernant cette fois non plus les dettes privées comme celle de 2007-2008, mais les dettes publiques et corrélativement les monnaies. Une crise profonde des devises de référence actuelles, le dollar et l'euro, doit être envisagée sérieusement. Compte tenu de la forte dépendance de l'économie cambodgienne à l'égard de la politique monétaire étatsunienne, une crise du dollar précipiterait la nécessité d'une rerielisation et un plan d'urgence devrait être conçu pour faire face à une telle éventualité. Par ailleurs, même sans crise majeure du système monétaire et financier international, une stratégie à long terme pour la rerielisation devrait prendre en compte la probabilité d'évolutions possibles différentes de ce système et de ce que ces évolutions impliqueraient du point de vue d'une rerielisation.

Dans la mesure où ma connaissance de la situation économique et monétaire du Cambodge est toute fraîche et minime, je ne peux ici que me borner à mobiliser mon propre *background* théorique et empirique pour réagir à ce qui s'est dit avant moi. Mon intervention portera essentiellement sur l'instabilité actuelle et les possibles variations du contexte international dans lequel devra s'opérer la reielisation, dimension qui me paraît ne pas avoir été suffisamment prise en considération dans ce que j'ai entendu jusqu'à maintenant.

Je distinguerai deux conjectures à propos de ce contexte: l'une est celle d'une possible crise du système monétaro-financier international (SMI) à plus ou moins brève échéance qui impliquerait des réponses politiques et institutionnelles dans l'urgence; l'autre est relative à la variété des scénarios d'évolution possible à moyen-long terme de ce même SMI, celle-ci impliquant corrélativement une différenciation des stratégies envisageables pour une reielisation.

### **I. Peut-on faire abstraction du risque d'une nouvelle crise financière internationale encore plus grave que celle de 2007 - 2008 à un horizon relativement court ?**

La reielisation semble, à écouter la plupart des intervenants à cette table, mais aussi certaines communications au colloque, être souhaitée et recherchée pour des motifs essentiellement politiques touchant à la souveraineté nationale, i.e. à l'affirmation par l'Etat cambodgien de la souveraineté des autorités politiques sur la totalité de la monnaie qui circule sur son territoire. Dans cette perspective de reconstruction monétaire de la nation, la reielisation doit être envisagée comme un processus progressif, correspondant au temps qu'il faut pour rétablir une confiance généralisée dans la monnaie nationale. Cette appréciation est en phase avec la littérature internationale, tout au moins celle émanant du FMI (de Zamaróczy et Sa, 2003; Reinhart et alii, 2003; Erasmus et alii, 2005; Ize et Levy Yeyati, 2005; Duma, 2010) qui avertit contre les dangers d'un processus à marche forcée et non *market-driven*<sup>1</sup>. Pour autant, la littérature relative aux avantages et

---

<sup>1</sup> Cf. néanmoins Duchêne et Goujon (2006) qui étudient les cas du Vietnam, de l'Ukraine et de la Roumanie, et pour qui la dollarisation est un processus certes doté d'une certaine inertie mais plus aisément réversible que chez la plupart des autres auteurs : pour eux "Diminuer la dollarisation nécessite que le rendement des dépôts en monnaie nationale soit durablement supérieur à celui des dépôts en dollar. C'est ce qui s'est passé au Vietnam de 1991 à 1997, en Ukraine de février 2000 à 2005 et en Roumanie depuis 2003. Il apparaît alors possible de dé-dollariser, sous réserve de stabiliser le taux de change de façon

aux inconvénients de la dollarisation en général (Théret, 2003) montre qu’il y a aussi des arguments économiques importants qui conduisent à vouloir sortir le plus vite possible d’une dollarisation. Je me bornerai ici à rappeler ses deux inconvénients économiques majeurs dans le cas du Cambodge. Elle rend d’une part l’économie cambodgienne étroitement dépendante de la gestion de la politique monétaire aux Etats-Unis (Duma, 2010; Pum et Vanack, 2010)<sup>2</sup>. Elle est, d’autre part, selon Shinichi (2007), un obstacle au développement financier du pays, ce qui rend paradoxal la volonté d’en sortir précisément par le biais d’un tel développement financier qui plus est *market-driven*. La rerielisation apparaît alors en effet comme le préalable et non un effet attendu du développement d’institutions financières efficaces. Ces deux inconvénients combinés jouent donc plutôt en faveur d’une sortie rapide de la dollarisation.

Mais là n’est pas mon point essentiel. Il est plutôt d’attirer l’attention sur le fait, étrangement mis entre parenthèse dans nos débats, que nous sommes dans un contexte monétaire et financier international entièrement nouveau depuis la crise de 2007-2008 aux USA. Or il s’agit d’un contexte de grande instabilité financière et monétaire à l’échelle mondiale qui peut appeler des décisions à prendre dans l’urgence concernant la rerielisation. Une nouvelle crise financière affectant le dollar pourrait fournir alors une fenêtre d’opportunité pour une rerielisation rapide à moindres coûts économiques, puisqu’évitant ceux associés à la crise du dollar<sup>3</sup>.

---

crédible, ce qui suppose à son tour de limiter l’inflation et d’obtenir un différentiel de taux d’intérêt en faveur des dépôts en monnaie nationale” (p. 160). A ce titre, on peut noter qu’au Cambodge les incitations à l’usage préférentiel du riel par rapport au dollar - soit un *spread* de taux d’intérêt positif et élevé sur les dépôts d’épargne et négatif pour les prêts - sont faibles : les *spreads* étaient en 2008 de 1,3% sur les dépôts d’épargne à un an et 6,6% sur les prêts à un an, soit des *spreads* respectivement plus faible et plus fort qu’en 2002 (3 et 2.8%) (calculé à partir de Pum et Vanak, 2010, tableau 3.2, p. 70).

<sup>2</sup> In Cambodia “financial sector variables (including domestic interest rates) and real economy variables (including trade) respond greatly to changes in the federal funds rate within the first few months” (c’est-à-dire à la variable clé de la politique monétaire étatsunienne) (Duma, 2010, p. 10).

<sup>3</sup> L’argument majeur de la littérature contre une dédollarisation forcée (*politically driven et non market-driven*) est soit qu’elle est la plupart du temps inefficace et aboutit à une redollarisation, soit que dans les cas rares où elle a réussi comme au Mexique, elle a des coûts macroéconomiques élevés comme la fuite de capitaux, la baisse des remises, et une réduction du crédit bancaire au secteur privé (Reinhart et alii, 2003, pp. 44-51) : “We (...) review the historical record of episodes of de-dollarization in the developing world over the last 25 years. We find that this record is not particularly encouraging. We are able to identify only two countries, out of a total of 85, that managed to achieve large and lasting declines in domestic dollarization without having to incur heavy costs in terms of financial intermediation or capital flight – Israel and Poland. If we include countries that paid those costs, we can probably add Mexico to the list. We argue that these few experiences provide the background that is most relevant for a discussion of de-dollarization strategies, including in particular the circumstances and conditions that may contribute to the

Le risque d'une nouvelle crise financière majeure affectant le système monétaire international.

Comme l'a rappelé Pierre Dockès dans sa communication au colloque, les risques d'une nouvelle crise financière profonde, concernant cette fois non plus les dettes privées comme celle de 2007-2008, mais les dettes publiques (souveraines) et donc les monnaies, sont très élevés. Une telle crise concernant les dettes publiques aurait en effet, cette fois, une dimension monétaire directe et évidente concernant les devises de référence que sont actuellement le dollar et l'euro. En Europe et aux Etats-Unis, l'éventualité de cette crise est présente dans tous les esprits. En suivant Robert Mundell (2007), on peut caractériser cette crise à venir comme celle du "dollar standard V" dont il date l'avènement en 1999 avec l'institution de l'euro. Pour Mundell, la montée en puissance de l'euro comme moyen de réserve tend à provoquer un excès de dollar difficile à éliminer, et dont les conséquences sont, d'un côté, une surévaluation de l'euro avec des effets dépressifs sur la croissance et l'emploi en Europe et, de l'autre, un risque inflationniste fort aux Etats-Unis<sup>4</sup>. Avec la crise de 2008 et les "solutions" utilisées pour en sortir, à savoir la prise en charge par les Etats des dettes toxiques des institutions financières privées moyennant une très forte injection de liquidités monétaires (essentiellement aux Etats-Unis) et/ou un accroissement phénoménal des dettes publiques (surtout en Europe), ces risques ont été exacerbés. Désormais les occurrences possibles d'une haute, voire d'une hyperinflation aux USA et/ou d'un éclatement de l'euro en Europe, en raison des effets politiques et

---

*success of those strategies, and the horizon over which it may be reasonable to expect concrete results from their adoption" (Reinhart et alii, 2003, p. 51, repris par Erasmus et alii, 2009). Toutefois la dépendance économique (commerciale et financière) du Mexique à l'égard des Etats-Unis était beaucoup plus considérable que celle du Cambodge, et la crise que connaissait alors le Mexique était une crise endogène et non importée via une dollarisation qui y était par ailleurs plus faible.*

<sup>4</sup> *"If we project ahead for a dozen or more years we can imagine the dollar and euro about equally desired in international reserves. However, current reserve holdings are predominantly in dollars. To the extent that the two areas become equally important in the system, there will be an overhang of dollars that may take years to work out. The prognosis is therefore for the euro to appreciate beyond what is beneficial to the euro-area economy with a depressing effect on growth and employment; and at the same time a larger inflation potential for the U.S. economy. (...) Half a century ago the problem of instability centered on the relations between the dollar and gold, and was referred to as the confidence problem. In the coming years the confidence problem will center on the instability of the dollar-euro exchange rate and the problem that creates for the two biggest economies and the rest of the world." (Mundell, 2007, pp. 689-690).*

sociaux de l'impact récessif de sa surévaluation accrue par rapport au dollar, sont largement évoquées.

Témoigne de la faiblesse de la crédibilité du dollar aux Etats-Unis mêmes, la toute récente décision de l'Etat de Virginie de réfléchir à une stratégie d'émission en urgence d'une monnaie propre au cas où se déclencherait aux USA une crise hyperinflationniste que le *Federal Reserve System* serait incapable de maîtriser<sup>5</sup>. Sans aller jusqu'à envisager un tel cataclysme, il paraît *a minima* sage de considérer que le dollar peut difficilement être encore considéré comme un référent stable sur lequel ancrer d'autres monnaies<sup>6</sup>. En 2011, on ne peut donc plus raisonner sur la dollarisation sans tenir compte de la forte probabilité d'une nouvelle crise financière qui porterait cette fois sur les dettes souveraines des Etats occidentaux. En d'autres termes, une stratégie de rerielisation devrait envisager non seulement les problèmes posés par la reielisation à qualité du dollar supposé constante, mais aussi les problèmes qui peuvent se poser au dollar quant au maintien de sa qualité de devise de référence. La construction de la confiance dans le riel n'est pas indépendante des processus qui fondent une possible défiance dans le dollar,

---

<sup>5</sup> “ (...) *the present monetary and banking systems of the United States, centered around the Federal Reserve System, have come under ever-increasing strain during the last several years, and will be exposed to ever-increasing and predictably debilitating strain in the years to come; (...), many widely recognized experts predict the inevitable destruction of the Federal Reserve System's currency through hyperinflation in the foreseeable future; (...), in the event of hyperinflation, depression, or other economic calamity related to the breakdown of the Federal Reserve System, for which the Commonwealth is not prepared, the Commonwealth's governmental finances and Virginia's private economy will be thrown into chaos, with gravely detrimental effects upon the lives, health, and property of Virginia's citizens, and with consequences fatal to the preservation of good order throughout the Commonwealth; (...), Virginia can avoid or at least mitigate many of the economic, social, and political shocks to be expected to arise from hyperinflation, depression, or other economic calamity related to the breakdown of the Federal Reserve System only through the timely adoption of an alternative sound currency that the Commonwealth's government and citizens may employ without delay in the event of the destruction of the Federal Reserve System's currency*” (HOUSE JOINT RESOLUTION NO. 557, Offered January 12, 2011, Prefiled January 5, 2011 Establishing a joint subcommittee to study whether the Commonwealth should adopt a currency to serve as an alternative to the currency distributed by the Federal Reserve System in the event of a major breakdown of the Federal Reserve System. Report). <http://lis.virginia.gov/cgi-bin/legp604.exe?111+ful+HJ557+pdf>. Je dois à Jérôme Blanc d'avoir attiré mon attention sur ce fait.

<sup>6</sup> Comme nous en avertit précautionneusement Linda Goldberg, vice présidente *in the International Research Function of the Federal Reserve Bank of New York* : “*As the size and structure of the global economy change, international currency use may change as well. Despite evidence of the dollar's vitality, the currency's preeminence could diminish in the future. Indeed, historical precedent exists for the rise and fall of the international status of currencies. In the first half of the twentieth century, for example, the dollar overtook the pound sterling as the dominant reserve currency. Changes to the global economy could have major implications for the international transmission of shocks, the value of the dollar, and welfare across economies. Accordingly, it seems important for policymakers to monitor use of the dollar in international economic activity and to understand the potential causes and consequences of the dollar's changing international role.*” (Goldberg, 2010, p. 7).

celle-ci pouvant ouvrir une fenêtre d'opportunité pour une rielisation plus rapide puisque la confiance dans le riel pourrait bénéficier de la défiance vis-à-vis du dollar.

Pour le moins, sans que cela remette en cause l'accord actuel sur la nécessité d'une rielisation très progressive, un plan d'urgence devrait être prévu pour faire face à une telle éventualité afin que l'économie cambodgienne puisse s'isoler des effets délétères de la crise monétaire aux Etats-Unis<sup>7</sup>. Compte tenu de la forte dépendance de l'économie cambodgienne, via sa dollarisation, à l'égard de la politique monétaire étatsunienne, une crise du dollar précipiterait en effet la nécessité d'une dédollarisation rapide du pays avec abandon de la politique monétaire actuelle passant par la stabilisation d'un taux de change quasi-fixe avec le dollar. Car si la politique de change et de rielisation n'était pas modifiée, le Cambodge serait condamné à importer la récession hyperinflationniste étatsunienne.

En cas de crise impromptue, il s'agirait alors, pour éviter une profonde récession, d'initier une nouvelle politique monétaire de stabilisation du pouvoir d'achat du riel et des prix en riel dans le secteur rural, tout en émettant les riels nécessaires pour compenser la perte du pouvoir d'achat des dollars et éviter une contraction massive de la masse monétaire. Une réforme du riel en tant qu'unité de compte - par suppression d'un zéro ou deux au maximum pour éviter toute inflation dans la sphère des biens de subsistance - pourrait également être mobilisée à cette occasion pour donner confiance dans la force de la nouvelle monnaie<sup>8</sup>.

Une telle situation ne nécessiterait pas en revanche de changement du régime de flottement administré prévalent, lequel, comme tendent à le montrer les expériences latino-américaines (Frenkel et Rapetti, 2010), semble bien être le meilleur régime de change pour les pays de la périphérie<sup>9</sup>. Elle nécessiterait seulement d'instaurer une

---

<sup>7</sup> On trouve une trace d'une telle préoccupation chez Pum et Vanak (2010) : *“With the present conditions of sudden movements in the currency markets, faster-than-expected dollar depreciation may evenly affect East Asian currencies and seriously undermine the regional economic and financial stability that has been achieved in the years after the crisis. Hence, there is a pressing need for East Asian countries to strengthen their capacity to monitor exchange rate movements and provide a collective response to regional challenges through increased information exchange and policy coordination”* (Pum et Vanak, 2010, p. 94).

<sup>8</sup> Il serait intéressant à ce titre de suivre l'état des réflexions monétaires dans l'Etat de Virginie qui se situent dans la même perspective de crise grave du dollar (cf. supra).

<sup>9</sup> Cela tend aussi désormais à être la position du FMI, cf. Ghosh et Ostry, 2009.

politique monétaire qui ne se réduise plus à ce régime de change, comme c'est actuellement le cas avec la dollarisation massive (Naron 2011; Pum et Vanak, 2010).

### La remise en cause de l'efficience des marchés

Par ailleurs, la crise de 2007-2008 a également remis en cause la doxa de l'efficience des marchés financiers dérégulés qui est au fondement de la globalisation financière actuelle, ceux-ci y ayant fait la preuve, par leur "exubérance", qu'ils n'étaient pas nécessairement des formes optimales d'allocation du capital. Le Cambodge, à l'évidence, doit se doter d'institutions financières efficaces pour financer son développement. Mais les crises financières récurrentes enseignent qu'il n'est pas nécessairement optimum de le faire en privilégiant une intermédiation de marché - la construction de marchés financiers sophistiqués - qui priverait alors le pays de la protection dont il a bénéficié lors des crises asiatique de 1997-1998 et étatsunienne de 2007-2008<sup>10</sup>. Plus sûre apparaît pour les pays de la périphérie la voie suivie par les capitalismes dits "d'économies de marché coordonnées" et non libérales (Hall et Soskice, 2002; Boyer, 2002 et 2005; Gourevitch and Hawes, 2002) d'une financiarisation par intermédiation bancaire.

En effet, l'expérience d'ouverture financière en Argentine, au Brésil et au Mexique "suggère l'importance pour les pays en développement de posséder un système bancaire mixte, dans lequel des banques publiques bien gérées peuvent cohabiter avec des banques privées nationales et étrangères, et prêtent assistance à la politique gouvernementale dans la poursuite de ses objectifs" (de Freitas et Prates, 2000, p. 68). Surtout dans les pays de la périphérie comme le Cambodge – mais c'est aussi le cas du Brésil - où la stabilité monétaire dépend de l'entrée de capitaux extérieurs et doivent, pour cela, maintenir des *spreads* très élevés de taux d'intérêt pour les attirer (ce qui les rend d'autant plus vulnérables en cas de crise financière où une "fuite vers la qualité" peut se déclencher), des banques publiques d'investissement (comme le BNDES au Brésil) et/ou des banques

---

<sup>10</sup> C'est en effet moins la dollarisation – comme l'affirment Pum et Vanak (2010, pp. 76-77) - que son régime de change flottant administré et sa faible intermédiation par des marchés financiers qui ont protégé le Cambodge de la contagion lors de ces crises, comme le montrent a contrario les grandes crises latino-américaines du Mexique en 1994, du Brésil en 1999 et de l'Argentine en 2002, pays qui étaient dollarisés et financiarisés sur un mode libéral et qui se sont dédollarisés à cette occasion en passant à des régimes de change flottants administrés (Frenkel et Rapetti, 2010).

privées orientées en finalité vers le crédit aux entreprises, remplacent avantageusement les marchés financiers pour l'allocation du capital à l'intérieur de l'espace national.

On peut ainsi se demander si une réforme financière permettant une entrée encore plus libre et massive de capitaux étrangers ne serait pas un obstacle plutôt qu'une aide à la rerielisation de l'économie cambodgienne.

## **II. A long terme aussi, il n'est pas sûr qu'il faille privilégier une stratégie univoque de rerielisation, compte tenu de possibles restructurations du système monétaire international.**

Supposons maintenant que, grâce à une coopération-coordination entre Etats qui arrive à stabiliser le système monétaire et financier international, la crise du dollar que nous venons d'évoquer ne se produise pas. Pour autant, une stratégie à long terme pour la rerielisation ne pourrait prendre comme donnée de base un dollar de qualité constante; elle devrait prendre en compte la probabilité d'évolutions possibles différentes du SMI et les conséquences diverses que celles-ci impliqueraient quant à une rerielisation.

### Quatre scénarios d'évolution du SMI

La plupart des analystes s'accordent sur la plausibilité de trois ou quatre scénarios d'évolution des relations internationales et du système monétaire international.

1/ Le premier qu'on peut qualifier de type « étatsunien » ou « hayekien »<sup>11</sup>, correspond au maintien de la mondialisation dans sa forme actuelle avec la dépendance extrême vis-à-vis des Etats-Unis et de sa politique monétaire qu'elle organise (liberté totale des mouvements de capitaux, concurrence entre les monnaies nationales organisée par les marchés financiers, hégémonie maintenue du dollar comme monnaie internationale de compte et de paiement) avec seulement des corrections des « excès » des « intermédiaires financiers » (Théret, 2008b). Il faut alors s'attendre à une nouvelle crise encore plus grave que celle de 2007-2008 du type de celle évoquée précédemment.

---

<sup>11</sup> Cf. Endres, 2009.



2/ Le second scénario peut être dit « des émergents » ou keynésien<sup>12</sup>, en considérant que les pays considérés comme « émergents » dont actuellement les réserves monétaires sont dollarisées ont tout intérêt à un tel scénario<sup>13</sup>. Il correspond à un changement important du mode de mondialisation avec notamment la création d'une monnaie véritablement internationale (supranationale) de compte et/ou de réserve, stable et rendant inutile une bonne partie des marchés à terme et de dérivés financiers (qui pour l'essentiel jouent des variations entre pays et dans le temps des taux de change et des taux d'intérêt). La coopération tempérerait alors la concurrence, l'autodéveloppement des marchés intérieurs redeviendrait possible, et une monnaie de référence ne dépendant de la politique d'aucun Etat particulier pourrait alors servir d'ancrage aux monnaies nationales les plus fragiles. Ce scénario qui se veut une réponse aux problèmes que pose le dollar en tant que monnaie de réserve, est actuellement considéré avec attention par le FMI. Depuis peu, en effet, le FMI reconnaît une certaine inefficience des marchés financiers<sup>14</sup> et, dans

---

<sup>12</sup> On pourrait aussi bien référer ce scénario à Ronald McKinnon qui défend la nécessité d'une monnaie supranationale sur la base d'une critique de l'efficacité des marchés à terme pour assurer la protection des investissements productifs internationaux contre les risques de taux de change : *“After glancing at the dazzling array of financial instruments for taking forward exchange positions, most economists might rest assured that most international currency risk associated with trade and investment could effectively be hedged. Nevertheless, firms investing in physical plant or human capital find they have substantial exchange risk which cannot be hedged as long as exchange rates are free to fluctuate. (...) The problem lies not so much with any inadequacies in the forward markets for foreign exchange, but rather is rooted in the incompleteness of forward contracting in markets for goods and services. (...) Arrow and Debreu have taught us the critical importance of forward commodity markets to hedge against price risk, coupled with insurance markets to offset production risk. However a dilemma arises because the transactions costs and moral hazard associated with contract enforcement of such contingent futures are generally prohibitive. Usually, producers cannot feasibly protect themselves with outside insurance policies against their inability to deliver, nor against unexpected changes in cost (...) Because of these incomplete forward markets for commodities, therefore, fixed investments for producing internationally tradable goods and services cannot be hedged effectively against most foreign exchange risk. (...) In effect incomplete forward commodity markets expose industrialists, with long-term fixed investments, to foreign exchange risk they cannot avoid. Thus, random variance in exchange rates introduces new net risk into the world economy”* (McKinnon, 1988, pp. 89-90).

<sup>13</sup> C'est notamment le cas de la Chine qui l'a exprimé par la voie du gouverneur de sa Banque Centrale : *“The outbreak of the crisis and its spillover to the entire world reflect the inherent vulnerabilities and systemic risks in the existing international monetary system. (...) The desirable goal of reforming the international monetary system, therefore, is to create an international reserve currency that is disconnected from individual nations and is able to remain stable in the long run, thus removing the inherent deficiencies caused by using credit-based national currencies.”* (Zhou Xiaochuan, 2009).

<sup>14</sup> **“Systemic imperfections.** *Potential vulnerabilities and market failures in the international monetary and financial system have been important drivers of reserve accumulation, beyond the traditional motives for holding reserves (such as smoothing out the impact on consumption of shocks or ensuring inter-generational equity—e.g., for oil producers). These imperfections include uncertainty about the availability of international liquidity in a financial crisis; large and volatile capital flows; absence of automatic*

une certaine mesure, la nécessité de contrôler (“*managing*”, “*closer monitoring*”) les mouvements de capitaux dans un cadre multilatéral de coopération<sup>15</sup>. Il s’agirait alors de faire monter en régime l’usage des Droits de Tirage Spéciaux (DTS), voire d’envisager la mise en circulation d’une monnaie supranationale appelée non sans ironie “bancor” en l’honneur de John Maynard Keynes<sup>16</sup>.

3/ Un troisième scénario, jugé par nombre de chercheurs comme le plus probable en l’état actuel et qu’on peut dire de type « européen » et baptiser “mundellien », correspond au fractionnement et à une rehiérarchisation de l’espace mondial sur la base consolidée de blocs politico-économiques régionaux constituant des espaces monétaires propres. Ce scénario est celui qui correspond aux arrangements institutionnels les plus avancés sur les divers continents, notamment en matière d’accords commerciaux (ALENA, MERCOSUR, ASEAN, UEM). Il implique une limitation des mouvements de capitaux

---

*adjustment of global imbalances; and absence of good substitutes to the U.S. dollar as a reserve asset, which also reflects the fact that currency tends to be a natural monopoly.” (FMI, 2010, p. 5).*

<sup>15</sup> *“A key conclusion is that, if the economy is operating near potential, if the level of reserves is adequate, if the exchange rate is not undervalued, and if the flows are likely to be transitory, **then use of capital controls**—in addition to both prudential and macroeconomic policy—is **justified as part of the policy toolkit to manage inflows**. Such controls, moreover, can retain potency even if investors devise strategies to bypass them, provided such strategies are more costly than the expected return from the transaction: the cost of circumvention strategies acts as “sand in the wheels.” A key issue of course is whether capital controls have worked in practice. (...) Controls seem to be quite effective in countries that maintain extensive systems of restrictions on most categories of flows, but the present context relates mainly to the reimposition of controls by countries that already have largely open capital accounts. The evidence appears to be stronger for capital controls to have an effect on the composition of inflows than on the aggregate volume (though empirical models linking aggregate inflows to controls are frequently subject to a host of objections, most obviously, simultaneity bias). For example, in the case of Chile and Colombia, controls do appear to have had some success in tilting the composition of inflows toward less vulnerable liability structures (...). Looking at the current crisis, our own empirical results suggest that controls aimed at achieving a less risky external liability structure paid dividends as far as reducing financial fragility. An interesting twist is that some foreign direct investment (FDI) flows may be less safe than usually thought. In particular, some items recorded as financial sector FDI may be disguising a buildup in intragroup debt in the financial sector and will thus be more akin to debt in terms of riskiness. This point resonates well with the experience of emerging Europe during the recent crisis.” (Ostry & alii, 2010, p.5).*

<sup>16</sup> **“From SDR to bancor. A limitation of the SDR as discussed previously is that it is not a currency. Both the SDR and SDR-denominated instruments need to be converted eventually to a national currency for most payments or interventions in foreign exchange markets, which adds to cumbersome use in transactions. And though an SDR-based system would move away from a dominant national currency, the SDR’s value remains heavily linked to the conditions and performance of the major component countries. A more ambitious reform option would be to build on the previous ideas and develop, over time, a global currency. Called, for example, bancor in honor of Keynes, such a currency could be used as a medium of exchange—an “outside money” in contrast to the SDR which remains an “inside money” (FMI, 2010, p. 26-27).** Cela dit, tel qu’envisagé par le FMI actuellement, ce bancor n’a pas grand chose à voir avec le projet que Keynes avait défendu à la conférence de Bretton Woods et qui incluait des procédures de redistribution entre pays structurellement excédentaires et déficitaires.

entre blocs régionaux, des monnaies communes (et non pas nécessairement uniques) au sein de ces ensembles, et un certain degré de fédéralisme notamment fiscal entre Etats.

4/ Un quatrième scénario qu'on peut qualifier de « protectionniste » ou “à la Tobin”<sup>17</sup> correspond à un degré de fermeture plus important de leurs frontières de la part des Etats

---

<sup>17</sup> James Tobin développe en effet, pour les pays en développement, des arguments en faveur d'un protectionnisme destiné à assurer leur souveraineté monétaire. “ *First, for most countries, fixed exchange rates in their usual form, adjustable pegs, are a bad idea. Developing countries should be well advised to follow the example of the major capitalist countries and let their currencies float like the dollar, the yen, and deutsche mark. (...) Second, while globalization of financial markets – the liberalization and deregulation of international financial transactions – has made important contributions to the economic progress of developing and emerging economies and can continue to do so, these trends also threaten the monetary sovereignty of those countries. (...) Third, once the central bank cannot make monetary policy, a logical next step is “dollarization” (...). Fourth, to preserve a local currency with residual monetary sovereignty, some friction in international institutions and markets needs to be retained. This is also true in a regime of floating rates, though floating itself is some protection. The new global financial system should be able to contribute to development without rendering central banks impotent or whole currencies obsolete. The governments, banks, and businesses of developing countries should eschew short-term demand debt or short-term debt in hard currencies. Flows of capital to developing countries should preferably take the form of direct fixed investment or equity. Fifth, developing countries need to build institutions of financial reform and regulation supportive of their financial systems and of independent currencies. The IMF should concentrate on its intended function as a principal source of liquidity for its members. The resources of the IMF and of its members are pitifully small and should be augmented*”. “*Countries should not peg their exchange rates. (...) Dirty floating is alright. Interventions are sometimes called for and need not be transparent. For occasional dirty floating, hard currency reserves are needed. The central bank must husband them in the national interest, whether the exchange rate is fixed or floating. In either case the government needs to limit private external financial transactions that may force the country to lose reserves or to suffer unwelcome currency depreciation*”. “*The central bank (...) cannot be indifferent to the claims on those reserves negotiate by private parties, domestic and foreign, who ignore social risks. An obvious precaution is to limit even to zero the net indebtedness (particularly the short-term debt) in hard currency permitted any private bank. The device used in Chile and Colombia, an extra reserve requirement, is evidently successful. It is more important to slow down incoming funds than outgoing money and to install such hurdles permanently rather than just in emergencies. These grains of sand in the wheels are, to be sure, departures from the goal of complete integration, with universally free asset markets blind to currency denominations, geographic locations, political jurisdictions, and nationalities of transactors. But it is hard to see how governments outside the major industrial capitalist democracies can maintain monetary sovereignty without some regulations to protect their international reserves. It is worth considering why China is evidently immune to the “Asian Flu”. It is because China restricts the convertibility of its currency. (...) Free capital account convertibility, the essence of financial globalization, does not exist. As a result, China has ample monetary sovereignty. Restricted convertibility has not deprived China of massive infusions of foreign capital and technology. “We economists should be cautious in applying “invisible hand” propositions – the theorems of optimality of competitive equilibrium that we love so much – to money and finance, especially international money and finance. Those theorems apply strictly to a single closed real economy, without money, presumably one where incredibly efficient multilateral barter determines relative prices and allocates resources over future times and states of nature. Fiat money does not figure in production or utility functions, so why it has a particular value or any value at all is one of those puzzles that economic theorists pose for themselves. Even more mysterious are the relative values (exchange rates) of various fiat moneys, none of which has intrinsic value. Since they are creatures of governments, it is not surprising that some government regulations are necessary to make them work. I certainly am not saying that we can dispense with governments or money. Quite the opposite. We do not in fact have moneyless efficient multilateral barter. I am simply saying against relying on a priori ideological shortcuts instead of pragmatic architecture” (Tobin, 1999, p. 66-67, p. 72, p. 73, p. 74).*

désireux de conserver leur souveraineté monétaire, dès lors qu'ils sont défavorisés par le processus de mondialisation sans pour autant que s'exerce une solidarité entre pays. Une telle rupture avec le libre-échange, pour être viable, exige une forte légitimité de l'Etat susceptible de fonder une monnaie nationale de cours légal purement autoréférentielle, c'est-à-dire renvoyant à une confiance éthique dans les valeurs de la communauté politique<sup>18</sup>. Ce scénario est rarement évoqué dans la littérature internationale, non pas parce qu'il est totalement improbable, mais parce qu'il n'est guère bienséant tant il paraît contraire aux tendances de la mondialisation associées au progrès. Pourtant il pourrait apparaître comme de plus en plus pertinent, au moins dans certains pays, en cas de crises financières majeures débouchant sur des crises sociales profondes, ou si les scénarios 2 et 3 précédents ne s'avéraient pas actualisables ou étaient mal gérés et accentuaient les inégalités entre gagnants et perdants de la mondialisation.

Je pense ici aux rigidités introduites par des politiques d'unification monétaire régionale administrées sans légitimité politique large et non accompagnées de mesures fisco-financières destinées à compenser les effets inégalitaires de ce type de politiques sur des territoires aux économies hétérogènes (cas de l'euro dans sa phase actuelle). Mais le scénario 1 pourrait aussi conduire à ce dernier scénario dans certaines parties du monde où une méga-dépréciation du dollar pourrait conduire à une pénurie monétaire massive.

En dehors du premier, ces scénarios sont des scénarios de sortie du mode néo-libéral de mondialisation; ils sont des points d'aboutissement plus ou moins probables, en fonction des contingences politiques, des crises financières et monétaires à répétition qui sont caractéristiques de la mondialisation néolibérale. Ils impliquent et devraient permettre à la fois de sortir du jeu à somme négative qu'est l'universalisation d'un modèle de croissance néomercantiliste tiré essentiellement par les exportations (surtout si les Etats-Unis ne peuvent plus tirer la demande mondiale), de sortir également du modèle de restriction salariale faisant reposer la dynamique de la consommation intérieure sur le seul endettement des ménages, ainsi que de la « répression monétaire » (suppression du pouvoir monétaire de la puissance publique) et des spirales de l'endettement public qu'elle entraîne (avec régulation et non plus suppression de la monnaie d'Etat et un ancrage hors marché des monnaies nationales).

---

<sup>18</sup> Sur cette notion de confiance éthique, cf. Aglietta & Orléan eds (1998) et Théret (2008a).

### Unicité ou dualité monétaire

Comment envisager alors la reielisation selon ces diverses configurations ?

A vrai dire, on peut considérer d'abord que quel que soit le scénario international, une stratégie de long terme devrait tendre à élargir progressivement la sphère de circulation du riel à partir de ses bases de départ qui sont aussi au fondement de la confiance déposée en lui. Deux premiers élargissements susceptibles de s'entretenir l'un l'autre viennent immédiatement à l'esprit :

- élargissement du pouvoir d'achat en riel des zones rurales où le riel domine (Khou et Paul, 2011), via notamment, puisque celles-ci représentent 75 % de la population avec des indices de pauvreté très élevés (Pum et Vanak, 2010), des programmes sociaux de revenu minimum universel tels que ceux développés avec succès dans les années 2000 en Amérique latine ("bolsa familia" au Brésil, "Plan jefes de hogar" en Argentine, "Progressa" au Mexique, etc.);
- élargissement du secteur public et de la fiscalité où le riel est de cours légal, s'agissant alors de mobiliser le circuit du trésor public en tant que réseau monétaire relativement autonome, comme ont pu le faire les pays européens dans leur phase de reconstruction après la seconde guerre mondiale.

A ce premier niveau, la reielisation se confondrait donc en quelque sorte avec un projet de développement endogène du marché et du territoire intérieur du pays allant de pair avec un Etat à l'efficience croissante<sup>19</sup>.

Passé ce niveau fondamental pour assurer une véritable confiance dans le riel en tant que monnaie nationale aux yeux de la population dans son ensemble, il est évident que la stratégie de reielisation se verra contrainte différemment selon les divers scénarios

---

<sup>19</sup> Pour un observateur extérieur, le Cambodge semble avoir beaucoup de marges de manœuvre dans ce domaine du fait qu'il apparaît très peu développé du point de vue fiscal. Avec un peu plus de 10 % de ressources budgétaires dans lequel il faudrait faire la part des revenus proprement fiscaux (Pum et Vanak, 2010, p. 58), on est sans doute en présence d'un des taux de pression fiscale et de ressources budgétaires totales rapportées au PIB parmi les plus faibles du monde. C'est aussi un taux caractérisant des pays où les Etats détiennent par ailleurs des ressources rentières très importantes, associées à des monopoles étatiques sur des ressources naturelles comme le pétrole au Mexique ou le cuivre au Chili. Or cela n'est pas le cas pour l'Etat cambodgien qui a jusque là privilégié un "modèle concessionnaire" gaspilleur de ressources (Hibou, 2004). L'exploitation touristique rationnelle du patrimoine culturel d'Angkor pourrait pourtant être une source de rente publique importante et régulière.

d'évolution du SMI évoqués ci-dessus. Concernant le scénario 1, j'ai déjà souligné qu'il implique de prévoir un plan de déconnexion en urgence du riel vis-à-vis du dollar

Les scénarios 2 et 3 conduisent quant à eux à envisager des stratégies qui ne rompraient pas nécessairement avec la dualité monétaire existante, mais viseraient plutôt à substituer l'ancrage du riel dans le dollar par un ancrage soit dans la monnaie internationale (scénario 2), soit dans une monnaie régionale ou subrégionale (scénario 3). Ce choix paraît judicieux pour une stratégie évolutionnaire de long terme puisqu'il peut être vu comme s'inscrivant dans la stricte continuité institutionnelle de la dollarisation, laquelle, au Cambodge, semble bien avoir une histoire tout à fait particulière. Celle-ci ne s'est pas faite, si j'ai bien compris, aux dépens du développement du riel, mais a plutôt permis une remonétarisation de la société dont le riel a lui aussi profité. On serait donc moins en présence d'une substitution de monnaie que d'une complémentarité entre une monnaie urbaine et une monnaie rurale, une monnaie à larges dénominations et une monnaie de petites dénominations, la dualité monétaire résolvant le *big problem with small change* (selon les termes de Sargent et Velde).

De fait, à structures productive et sociale inchangées, les scénarios 2 et 3 autorisent une dé-dollarisation qui ne conduit pas nécessairement à une complète rerielisation, laquelle peut par ailleurs ne pas paraître souhaitable dans un contexte de mondialisation ou d'intégration régionale avancée. La dualité monétaire, régulée par un régime de change flottant administré, semble en effet relativement fonctionnelle à la structure économique et sociale du pays où l'espace rural-agricole et l'espace urbain-capitaliste apparaissent comme des sphères d'échanges séparées quoiqu'interdépendantes.

Dans une perspective de long terme, une rerielisation passant d'abord par une étape de dé-dollarisation dans un cadre de dualité monétaire maintenue ne paraît pertinente néanmoins que si elle n'empêche pas un réaménagement des rapports qualitatifs et quantitatifs entre les deux sphères tendant à les rapprocher, à les articuler et à réduire les écarts de niveaux de vie entre elles. La stratégie consisterait donc à conserver la dualité monétaire vue comme adaptée à la structure économique et sociale actuelle du pays, mais en la réaménageant progressivement pour ne plus subir les désavantages de la dollarisation et donc en remplaçant le dollar par une autre monnaie de confiance consistant, soit en une unité de compte de référence plus stable que le dollar, compte tenu

des fluctuations considérables de sa valeur vis-à-vis des autres devises, soit en une monnaie qui soit aussi un instrument de paiement, mais de cours progressivement de plus en plus restreint dans la circulation intérieure et strictement destiné à favoriser l'insertion internationale du pays et le développement de l'épargne interne.

A cet égard le scénario 2 n'est pas simplement un scénario 3 valant à une échelle géographique plus large, surtout s'il ne se concrétisait que par une simple montée en puissance des DTS comme monnaie de compte et de réserve, et donc sans qu'une monnaie internationale ne circule véritablement. Le riel pourrait alors être ancré dans le DTS selon un régime de change flottant administré de façon à stabiliser son taux de change réel vis-à-vis du DTS; par là il s'avérerait mieux à même que le dollar de fonctionner comme étalon stable de réserve de valeur aux yeux des agents économiques domestiques, voire étrangers, ce qui faciliterait l'éviction progressive du dollar de la circulation intérieure. En ce cas, la rerielisation finirait par conduire à une monnaie unique.

Le scénario 3 implique une stratégie de rerielisation différente, même si les scénarios 2 et 3 ne sont pas nécessairement contradictoires entre eux, sauf si les monnaies supranationales étaient destinées à être des monnaies uniques et non des monnaies communes. Une première différence a trait au fait que le Cambodge est appelé à y jouer un rôle dynamique propre en participant activement à la mise en place d'une monnaie commune à l'échelle de l'ASEAN ou même à celle plus locale de l'initiative de Chiang Mai (Huot Pum et Hang Chuaon Naron ont développé ce point lors de leurs interventions à ce colloque et dans leurs écrits). Une seconde différence est que son débouché logique est un régime durable de dualité monétaire qui peut rester respectueux de la souveraineté monétaire nationale. Encore faut-il, pour qu'un tel régime puisse être envisagé, que soit promue une monnaie commune qui autorise l'existence d'une monnaie nationale complémentaire, et non une monnaie unique qui l'interdit.

Tant les expériences globalement réussies d'émission de monnaies provinciales en Argentine en complément de la monnaie nationale dans la période 1984-2003<sup>20</sup>, que les crises actuelles des Etats membres de l'Union européenne et de la zone euro qui ont du s'endetter sur les marchés financiers après s'être dépouillés totalement de leur pouvoir

---

<sup>20</sup> Cf. Théret et Zanabria (2007) et Théret (2010).

monétaire, montrent qu'une monnaie et une politique monétaire uniques ne sont pas soutenables sur un ensemble de territoires hétérogènes économiquement et politiquement. En effet, elles ne conduisent pas par elles-mêmes à une quelconque convergence économique mais plutôt à son contraire, sauf à être accompagnées par un système compensatoire généreux de transferts fiscaux entre ces territoires. Or il est beaucoup moins coûteux, au moins au départ d'une union régionale, quand les solidarités sont encore minimales, de mobiliser un système de monnaies complémentaires (nationale - provinciales ou régionale - nationales) dont les espaces de circulation ne se superposent qu'à la marge et dont l'échange à la parité dans cet espace peut être assez aisément réglé à l'échelle de l'union.

Dans le cas du Cambodge, une telle stratégie signifierait 1/ substituer au dollar la monnaie régionale, 2/ utiliser cette monnaie régionale comme monnaie (unité de compte) d'ancrage du riel et réserve de valeur, 3/ restreindre sa circulation aux échanges interétatiques et interrégionaux. La question du régime de change externe serait alors non plus internalisée comme actuellement mais externalisée à l'échelle de la région, échelle à laquelle il serait alors possible de viser un *Stable and Competitive Real Exchange Rate* (SCRER), dont depuis 2002, l'Argentine nous a montré l'efficacité économique<sup>21</sup>. La politique monétaire quant à elle, gérée conjointement par les deux niveaux - national et régional - de gouvernement, consisterait alors à réguler la complémentarité entre les monnaies nationales et la monnaie régionale, afin de maintenir les parités entre elles et dans l'unité de compte régionale (tout comme le fait une banque centrale en tant que banque des banques commerciales).

---

<sup>21</sup> Roberto Frenkel et Martin Rapetti ont montré récemment, dans une étude concernant l'Amérique latine, *“the importance of using exchange rate policy to manage the behavior of the real exchange rate (RER). Our historical narrative suggests that Latin American economies tended to perform better when the exchange rate policy managed –with different degrees of intensity- the RER. In particular, some successful experiences of growth acceleration in the region have coincided with periods in which the exchange rate policy was purposely oriented towards preserving a SCRER. For instance, the arguably two most successful experiences in Latin America during the post World War II period have occurred in parallel with the implementation of exchange rate regimes targeting a SCRER. These experiences are the Brazilian miracle starting in the late 1960s simultaneous with the implementation of the crawling peg, and Chile’s experience with the crawling bands between the mid-1980s and mid-1990s. There are also other important cases in which this correlation between the exchange rate policy and economic performance is observed. These are the crawling pegs in Argentina and Colombia between the mid-1960s and mid-1970s and the managed floating in Argentina since 2002.”* (Frenkel et Rapetti, 2010, p. 6).



On serait donc avec le scénario 3 dans un cadre de dualité monétaire mais avec parité et donc unicité des unités de compte. Une autre stratégie de reielisation est toutefois concevable qui consisterait, à l'inverse, à rechercher une unicité monétaire (soit un seul type de moyens de paiement) avec dualité (voir pluralité) des unités de compte, stratégie qui serait alors idoine à un scénario de type 4. Le modèle théorique en est le *compensated dollar plan* d'Irving Fisher (Hall, 1997 et 2002), et l'idéal-type historique en est le Chili qui fonctionne depuis plus de 40 ans avec un système monétaire de ce type<sup>22</sup>. Dans ce pays en effet, une unité de compte stabilisée en pouvoir d'achat par indexation sur l'indice du coût de la vie, la *unidad de fomento*, cohabite avec le *peso*, monnaie nationale servant d'unité de compte pour les affaires courantes et de moyen de paiement (Shiller, 1998 et 2002)<sup>23</sup>.

Dans un tel système, la logique de la circulation monétaire est déconnectée de celle de la conservation de la valeur, ce qui, dans des contextes inflationnistes, permet sans pour autant faire appel à une monnaie extérieure pour porter cette dernière, d'abord de rétablir

---

<sup>22</sup> Ceci est passé largement inaperçu, ce qui montre le peu d'attention que portent les économistes aux innovations monétaires qui sortent des schémas standards de pensée. "Interestingly, the success of the UF has remained unknown, or at least unremarked upon, among economists in every country of the world outside Latin America. A notable exception is the recent work of Robert Shiller" (Hall, 2002, p. 8). Plus intéressant encore, en dépit de l'exception que fait à leur égard Robert Hall, rares sont les économistes latino-américains, en dehors peut-être de ceux travaillant dans les banques centrales, qui sont au courant de l'existence de ce trait central du système monétaire chilien.

<sup>23</sup> Robert Shiller décrit le dispositif de la manière suivante : « *The Unidad de Fomento (UF) was introduced in Chile in January 1967 by the Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a government regulatory agency. (...) the UF is the world's first successful indexed unit of account. That is, it is the first time that indexation was achieved by quoting prices in a money-like unit, rather than relying on an indexation formula. (...) The UF was and is an amount of currency related to the Índice de Precios al Consumidor (IPC), the consumer price index for Chile. Originally, the UF was calculated three times a year, and was calculated monthly between 1975 and 1977, but daily adjustments in the UF have been made since 1977. The UF is now a lagged daily interpolation of the monthly consumer price index. (...) The use of the UFs by the public did not become habitual until the early 1980s, about fifteen years after their introduction, though only a few years after the values were produced on a daily basis (Levin, 1995). Now (1997), the UF is widely used in Chile. Most bank deposits in Chile are 30-day non indexed deposits or 90-day indexed deposits whose rates are expressed in terms of the UFs. Interest rates on the indexed deposits are expressed as a premium over the UFs. On maturity, the deposits are converted back to pesos at the current UF rate. Because indexed and unindexed bank deposits coexist, one might say that the Chilean banking system is partially indexed using the UFs. (...) The UF is used in Chile for nearly all mortgages, car loans, and long-term government securities. All taxes are expressed in UFs. Pension payments are automatically tied to the UF. Executive stock options sometimes have strike prices denominated in UFs. The UF is widely used for rent payments. Alimony and child support payments are often denominated in UFs. Office properties for sale are usually quoted in UFs. Houses for sale are often quoted in UFs, though pesos are also used. However, the UF is not so commonly used for selling prices of automobiles, nor is it used commonly directly as way of setting salaries. Wages and salaries are denominated in pesos and only indirectly influenced by the UF, in that the change in the peso value of the UF is taken into account in wage and salary deliberations.* » (Shiller, 2002, pp. 3-4).

puis de maintenir la confiance dans le système monétaire national. Les contrats à terme ainsi que ceux engageant de gros paiements sont exprimés dans l'unité de compte stabilisée en pouvoir d'achat (qui correspond en fait à l'unité de compte des comptes "en volume" de la comptabilité nationale) et les paiements sont effectués en monnaie courante après conversion en unité de compte nominale (qui est aussi l'unité servant à établir les comptes dits "en valeur" de la comptabilité nationale) des prix libellés en unité indexée.

La confiance dans le dollar étant actuellement fondée sur le fait qu'il apparaît non seulement comme un moyen de paiement universellement accepté, mais aussi et surtout comme réserve de valeur, on peut penser qu'au moins à titre temporaire, un dispositif de cette sorte permettrait d'étendre la confiance dans le riel dans les secteurs urbains en y légitimant l'imposition de son usage exclusif dans la circulation interne en tant que seule monnaie de cours légal. En effet, en instituant un moyen alternatif au dollar de conserver le pouvoir d'achat et de mener à bien en monnaie nationale des contrats à long terme sans risque de perte de valeur, les autorités monétaires feraient du riel un moyen de circulation aussi bon, voire meilleur (compte tenu de moindres coûts de transaction et risques de change) que le dollar.

Ajoutons pour terminer qu'une telle stratégie « à la chilienne » de rielisation ne dépend *a priori* d'aucune variable extérieure, et qu'elle peut être mise en place sans délais par les autorités monétaires, quels que soient les degrés de développement des autres scénarios concernant le SMI. Elle semble néanmoins possiblement contradictoire avec l'idée d'une monnaie régionale commune dans la mesure où la stabilisation endogène du système monétaire national ne rendrait plus aussi nécessaire et intéressant la construction d'une monnaie commune régionale. On le constate dans le cas du Chili qui a gardé une position d'extériorité vis-à-vis des différents accords multilatéraux régionaux. Le Chili a également longtemps contrôlé les entrées et sorties de capitaux à court terme, ce qui n'a pas pour autant nui à sa forte insertion internationale. On peut ainsi considérer que le Chili s'est inscrit avec succès dans un scénario d'intégration internationale de type 4 "à la Tobin", et non de type 1 "à la Hayek", comme on le pense le plus souvent. Ce faisant, il a rendu crédible une stratégie de rielisation indépendante des évolutions à terme du SMI et pouvant donc déboucher plus rapidement.

### Références bibliographiques :

- Aglietta Michel & Orléan André (eds) (1998), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob.
- Boyer, Robert (2002), “Variété du capitalisme et Théorie de la régulation”, *L’Année de la régulation n° 6*, Paris, Presses de Sciences-Po, pp. 125-194.
- Boyer, Robert (2005), “How and why capitalisms differ”, *Economy and Society*, 34(4), pp. 509-537.
- de Freitas Maria Cristina & Prates Daniela (2000), “La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y Mexico”, *Revista de la CEPAL*, 70, abril, pp. 53-69.
- de Zamaróczy Mario, and Sa Sopenha (2003), “Economic policy in a highly dollarized economy: the case of Cambodia”, *IMF Occasional Paper* 219.
- Dockès Pierre (2011), “Les politiques monétaires et financières et la soutenabilité de la croissance retrouvée”, contribution au Colloque “Le Cambodge: un pays, des monnaies”, URDSE, Phnom Penh.
- Duchêne Gérard & Goujon Michaël (2006), “La dé-dollarisation : Les expériences du VietNam, de l’Ukraine et de la Roumanie”, *Revue d’Etudes Comparatives Est-Ouest*, 37(1), pp. 127-163.
- Duma Nombulelo (2010), “Dollarization in Cambodia: Causes and Policy Implications”, *IMF Working Paper* 11/49.
- Endres Anthony (2009), “Currency Competition: A Hayekian Perspective on International Monetary Integration”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(6), pp. 1251-1263.
- Erasmus Lodewyck, Leichter Jules, & Menkulasi Jeta (2009), “Dedollarization in Liberia – Lessons from Cross-Country Experience”, *IMF Working Paper* 09/37.
- FMI (2010), *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, Prepared by the Strategy, Policy and Review Department In collaboration with the Finance, Legal, Monetary and Capital Markets, Research and Statistics Departments, and consultation with the Area Departments, April 13.
- Frenkel Roberto & Rapetti Martin (2010), « A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America », *CEPR Working Paper*, avril.

- Goldberg Linda S. (2010), “Is the International Role of the Dollar Changing?”, *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, 16(1), pp. 1-7.
- Ghosh Atish & Ostry Jonathan (2009), “ Le choix du régime de change. Nouveaux regards sur une vieille question: faut-il choisir un régime fixe ou flottant ou une solution intermédiaire”, *Finances et Développement*, Décembre, pp. 38-40.
- Gourevitch, Peter & Hawes Michael (2002), “The Politics of Choice among National Production Systems”, *L'Année de la régulation* n° 6, Paris, Presses de Sciences-Po, pp. 241-270.
- Hall Peter & Soskice David (2002), “Les variétés du capitalisme”, *L'Année de la régulation* n° 6, Paris, Presses de Sciences-Po, pp. 47-124.
- Hall Robert E., 1997, “Irving Fisher’s Self-Stabilizing Money”, *American Economic Review*, 87(2), p. 436-438.
- Hall Robert E., 2002, “Controlling the Price Level”, *Contribution to Macroeconomics*, 2(1), p. 1-17.
- Hibou Béatrice (2004), « Cambodge : quel modèle concessionnaire ? », Rapport AFD-FASOPO, Paris, [http://www.fasopo.org/publications/cambodge\\_bh\\_1204.pdf](http://www.fasopo.org/publications/cambodge_bh_1204.pdf)
- Ize Alain & Levy Yeyati Eduardo (2005), “Financial De-Dollarization: Is it for Real?”, *IMF Working Paper* 05/187.
- Khou Vouthy & Paul Jean-Jacques (2011), “La circulation monétaire au Cambodge”, contribution au Colloque “Le Cambodge: un pays, des monnaies”, URDSE, Phnom Penh.
- Naron Hang Chuon (2011), “Politique monétaire et politique économique”, contribution au Colloque “Le Cambodge: un pays, des monnaies”, URDSE, Phnom Penh.
- McKinnon Ronald (1988), “ Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal”, *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), pp. 83-103.
- Mundell Robert (2007), “Dollar standards in the dollar era”, *Journal of Policy Modeling*, 29, pp. 677-690.
- Ostry Jonathan, Habermeier Karl, Chamon Marcos, Qureshi Mahvash, & Reinhart Dennis (2010), “Capital Inflows: The role of Controls”, *IMF Staff Position Note*, February 19, SPN/10/04tal Inflows: The Role of Controls

- Praso Sheridan T. (2001), "The Riel Value of Money: How the World's Only Attempt to Abolish Money Has Hindered Cambodia's Economic Development", *Asia Pacific Issues. Analysis from the East-West Center*, n° 49, january.
- Pum Huot & Vanak Khan (2010), "Cambodia: Coping with Dollarization", in Capanelli Giovanni & Menon Jayant (eds), *Dealing with Multiple Currencies in Transitional Economies*, Asia Development Bank, pp. 51-97.
- Reinhart Carmen, Rogoff Kenneth, & Savastano Miguel (2003), "Addicted to dollars", *NBER Working Paper* 10015.
- Shiller Robert (1998), "Designing Indexed Units of Account", *Cowles Foundation Discussion Paper n° 1179*, Yale University.
- Shiller Robert (2002), "Indexed Units of Account: Theory and Assessment of Historical Experience", I, Lefort F. & Schmidt-Hebbel K. (eds), *Indexation, Inflation, and Monetary Policy*, Santiago: Central Bank of Chile.
- Shinichi Watanabe (2007), "De facto Dollarization and its Effect on Financial Development and Economic Growth of Cambodia, Lao PDR and Viet Nam", Paper presented at the Conference *Policy Options and Challenges for Developing Asia – Perspective from the IMF and Asia*, IMF and JBIC, april 1-9-20.
- Tal Nay Im & Dabadie Michel (2007), « Dollarization in Cambodia », National Bank of Cambodia Note, consultable à [http://www.nbc.org.kh/ftp/other\\_publications/NoteMD117-14%20article%20dollarization.pdf](http://www.nbc.org.kh/ftp/other_publications/NoteMD117-14%20article%20dollarization.pdf)
- Théret Bruno (2003), "La dollarisation : polysémie et enflure d'une notion", *Critique Internationale*, n° 19, pp. 62-83.
- Théret Bruno (2008a), "Les trois états de la monnaie. Approche interdisciplinaire du fait monétaire", *Revue Economique*, 59(4), pp. 813-841.
- Théret Bruno (2008b), "L'argent de la mondialisation : en quoi pose-t'il des problèmes éthiques? Un point de vue régulationniste commonsien", *Sociétés Politiques Comparées. Revue européenne d'analyse des sociétés politiques*, n° 10, décembre.
- Théret Bruno (2010), "The BOCADE, the currency of the argentinian province of Tucuman between 1985 and 2003 : a preliminary assessment of a case of monetary complementarity", International Workshop *De-teleologising history of money and its theory*, University of Tokyo and université Paris – Ouest, 6<sup>th</sup>-7<sup>th</sup> December, 2010, Paris, École Normale Supérieure.

Théret Bruno & Zanabria Miguel (2007), “Sur la pluralité des monnaies publiques dans les fédérations. Une approche de ses conditions de viabilité à partir de l’expérience argentine récente », *Economie et Institutions*, n° 10-11, pp. 9-66.

Tobin James (1999), “Financial Globalization: Can National Currencies Survive?”, Keynote Address to the *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 1998, Cowles Foundation Papers n° 985, Yale University.

Zhou Xiaochuan, *Reform the International Monetary System*, 23 March 2009.