Relations monétaires internationales

Cours de Mr Christian Bordes

Correction du TD12

La dollarisation

La dollarisation de l'Equateur à la loupe

Le Monde, 13 janvier 2003

En élisant, le 24 novembre dernier, l'ex-colonel Edwin Lucio Gutierrez au poste de président de la République, les Equatoriens ont redonné à cette fonction la caution du suffrage universel après le renversement, en janvier 2000, de Jamil Mahuad par une coalition dont l'un des instigateurs était justement Edwin Lucio Gutierrez. Ce coup d'Etat, qui permit à Gustavo Noboa, à l'époque vice-président, d'accéder pour un temps à la présidence, était notamment motivé par l'abandon de la monnaie nationale, le sucre, au profit du dollar américain. Il apparaissait alors comme un sursaut national face à l'influence extérieure. Il reste que la dollarisation fut acceptée quelques mois plus tard et qu'aujourd'hui Edwin Lucio Gutierrez ne semble plus vouloir remettre en cause ce système monétaire. Pourquoi un ex-militaire nationaliste a-t-il modifié, du moins en apparence, son jugement sur la dollarisation jugée initialement impérialiste d'un point de vue politique et libérale d'un point de vue économique ?

En dollarisant, l'Equateur a voulu donner un coup d'arrêt à une crise économique historique et a abandonné, du même coup, sa souveraineté monétaire et un symbole politique et national puissant. L'influence grandissante de l'oligarchie de la Costa (la région côtière), dont les intérêts l'ont poussée depuis le XIXe siècle à réduire tous les obstacles à une ouverture du pays, explique politiquement cette dollarisation. A plus court terme, la dollarisation apparaît comme l'aboutissement de deux décennies de crise économique plus ou moins larvée, de l'échec de l'ajustement structurel néolibéral et de la gestion prédatrice de l'oligarchie. De plus, la crise politique récente a vu s'exacerber les intérêts contradictoires des élites de la Costa et de la Sierra (l'intérieur du pays), fragilisant d'autant la cohésion nationale. Ce contexte a favorisé une crise de confiance envers l'Etat qui s'est notamment traduite par une défiance envers la monnaie nationale au profit du dollar.

La dollarisation officielle fut, en effet, décidée dans un contexte de dollarisation informelle croissante. Depuis le début des années 1990, l'usage du dollar dans les opérations économiques était en augmentation constante. A partir de 1998, l'effondrement du sucre vis-à-vis du dollar et une très forte hausse de l'inflation ont conduit à une défiance généralisée envers la monnaie nationale. La dollarisation officielle de 2000, soutenue depuis plusieurs années par l'oligarchie de la Costa, a validé en quelque sorte la perte de crédibilité des autorités monétaires équatoriennes. Elle constitue la stratégie de stabilisation la plus radicale pour rétablir la confiance des agents nationaux et internationaux envers la monnaie nationale (désormais le dollar). L'économiste Henri Bourguinat parle de "contrat d'emprunt de crédibilité".

Actuellement, l'Equateur est la première économie de taille significative à avoir franchi le pas de la dollarisation. Il fait figure de "laboratoire mondial de la dollarisation". Quels sont les avantages

associés à l'instauration de cette nouvelle confiance envers la monnaie ? En premier lieu, la dollarisation supprime le risque de change de manière automatique. Le pays dollarisé se met donc à l'abri de la possibilité d'attaques spéculatives, sauf à imaginer une attaque contre le dollar. En particulier, l'Equateur met un terme aux conséquences désastreuses de la forte dépréciation du taux de change sur la solvabilité des entreprises endettées en dollar et sur la solidité du système bancaire. En deuxième lieu, il est attendu de la dollarisation un contexte macro-économique stable caractérisé par des taux d'intérêt et d'inflation proches de ceux en vigueur aux Etats-Unis.

FRACTURE SOCIALE

Jusqu'à présent, le principal bénéfice de la dollarisation est la mise en place d'un environnement monétaire stable : depuis 2000, l'inflation est en baisse constante et s'élèverait un peu au-dessus de 10 % en 2002. Il reste à savoir si la croissance économique suivra. Le pari est loin d'être gagné : en dollarisant, les autorités se privent de la politique monétaire comme instrument contracyclique. En outre, la banque centrale d'Equateur ne peut plus jouer son rôle de prêteur en dernier ressort pour venir en aide au secteur financier et l'Etat se prive des recettes du seigneuriage - c'est-à-dire des intérêts qu'il perçoit sur les réserves de change qu'il détient, NDLR -.

Le défi de la croissance est d'autant plus important que la dollarisation porte en germe des facteurs de fracture sociale entre des catégories professionnelles ouvertes sur l'extérieur bénéficiant d'un accès aux marchés internationaux (l'oligarchie et sa clientèle) et celles orientées vers le marché intérieur.

Depuis l'adoption de la dollarisation, la croissance économique est au rendez-vous : plus de 5 % en 2001 et 2002. La hausse du prix du pétrole et la construction d'un deuxième oléoduc ont contribué à la reprise. Si ces deux éléments sont indépendants du nouveau système monétaire, il n'en reste pas moins que la dollarisation en stabilisant le contexte macroéconomique a jusqu'à présent favorisé la croissance. Dans ces conditions, il était difficile pour Gutierrez de remettre en cause la dollarisation. Qu'en sera-t-il si le contexte macroéconomique se détériore ?

Il est probable que l'Equateur, économie relativement vulnérable, subisse dans l'avenir des chocs négatifs (catastrophes naturelles, baisse du prix du pétrole, dévaluation de la monnaie d'un partenaire commercial...) pour lesquels la politique monétaire nord-américaine ne sera pas forcément adaptée, aggravant ainsi le cycle récessif en Equateur. Si de tels épisodes venaient à se répéter, certains pourraient être tentés d'abandonner la dollarisation officielle afin de disposer à nouveau d'une souveraineté monétaire adaptée aux exigences nationales. Cette disposition est d'autant plus crédible que les alliés du nouveau président au Congrès, issus pour l'essentiel de la Sierra et soutenus par la communauté indigène, sont depuis toujours opposés à la dollarisation officielle.

L'abandon de la dollarisation officielle est toujours possible. Il suffirait pour cela que l'Equateur introduise une nouvelle monnaie. Le pays se retrouverait avec une monnaie souveraine dans un contexte de dollarisation informelle élevée. On reviendrait au système monétaire prévalant avant la dollarisation officielle dont l'une des caractéristiques est que l'efficacité de la politique monétaire est réduite. L'intérêt d'une nouvelle monnaie serait alors de reconstituer un symbole politique et de promotion d'une identité nationale, valeurs auxquelles le nouveau président est particulièrement sensible.

Axel Gastambide et Alexis Sierra

Axel Gastambide est doctorant en économie au centre d'études et de recherches sur le développement international (Cerdi) de l'université d'Auvergne. Alexis Sierra est géo-politologue à l'institut de recherche pour le développement (IRD) de Bondy.

Ouestions

Répondez aux questions ci-dessous sur la base des informations contenues dans les articles sur la dollarisation données en références et du texte ci-dessus :

- 1. Quels sont les différents régimes de change en vigueur dans les pays d'Amérique latine et quelles sont les caractéristiques structurelles communes à ces pays ?
- 2. En quoi consiste la dollarisation?
- 3. Expliquez pourquoi la dollarisation peut être considérée comme un "contrat d'emprunt de crédibilité".
- 4. Quels sont les avantages et les inconvénients d'un tel régime monétaire ?
- 5. Après avoir consulté les travaux disponibles en fin de ce document, pensez vous que la dollarisation est un régime monétaire adapté aux caractéristiques de l'Équateur ?

Eléments de réponse Question 1

D'après Berg A., Borensztein E. et P. Mauro (2003) : « Quel régime monétaire pour l'Amérique latine. Faut-il opter pour une devise commune ou laisser les taux de change flotter ? », Finances & Développement, (disponible en fin de ce document).

Tableau	1
Plus	dynamique?

Les pays latino-américains sont toujours plus nombreux à choisir des régimes de change flottants.

			Cible
	1985	2002	en 2002
Amerique du Sud			
Argentine	Intermediaire	Flottant	-
Bolivie	Flottant	intermediaire	Taux de change
Bresi	Intermediaire	Flottant	Taux of inflation
Chili	Intermediaire	Flottant	Taux of inflation
Colombie	Intermediaire	Flottant	Taux d'inflation
Equateur	Intermediaire	Parite fixe	Taux de change
Paraguay	Intermediaire	Flottant	
Perou	Intermediaire	Flottant	Agregat monetaire
Uruguay	Flottant	Flottant	Agregat monetaire
Venezuela	Intermediaire	Flottant	-
Mexique et Ameriq	ue centrale		
Costa Rica	Intermediaire	Intermediaire	Taux de change
El Salvador	Intermediaire	Parite fixe	Taux de change
Guatemala	Intermediaire	Flottant	
Honduras	Flottant	intermediaire	Taux de change
Medque	Intermediaire	Flottant	Taux d'inflation
Nicaragua	Intermediaire	intermediaire	Taux de change
Panama	Parite fixe	Parite fixe	Taux de change

Source: FMI, Rapport annual sur les régimes et les restrictions de change, 1985-2002.

Note: La classification officielle du FMI se fonde sur le point de vue de ses services dans les cas où le régime effectivement en vigueur diffère du régime de jure annoncé par les pays. Les systèmes à parité fixe revêtent plusieurs formes: parité fixe sans monnaie officielle distincte, unions monétaires, celsses d'émission. Les régimes intermédiaires comprennent les systèmes de rattachement à l'intérieur d'une bande horizontale, de parité fixe classique, de parité ajustable et les bandes de fluctuation mobiles. Les régimes de flottement peuvent être contrôlés ou indépendants.

Trois types de systèmes :

- Régimes flottants : changes flottants (Brésil, Chili, Mexique, Venezuela) ;
- Régimes intermédiaires : arrimage souple, parité ou bande de fluctuation «glissante» ;
- Régimes rigides : caisses d'émission (Argentine de 1991 à 2002, dollarisation (Equateur et Salvador).

La plupart des pays ont désormais un système de changes flottants.

Eléments de réponse Question 2

Très bonne définition dans le texte Heysen, S. (2005) : « Dollarisation : le tout est de maîtriser les risques », Finances & Développement, mars 2005 :

« La dollarisation peut prendre des formes multiples. Dans une dollarisation totale ou officielle, une monnaie étrangère — dans ce cas, le dollar — est adoptée par un pays comme monnaie légale principale ou exclusive. Dans une dollarisation partielle ou de fait, un pays garde sa monnaie nationale en circulation, mais permet aussi d'effectuer librement des paiements et des transactions en dollars. Il est utile de distinguer trois types de dollarisation :

- La dollarisation des paiements : le dollar est utilisé essentiellement comme moyen de paiement;
- La dollarisation financière : les résidents détiennent des actifs financiers en dollars;
- La dollarisation réelle : les prix et/ou salaires intérieurs sont fixés en dollars.

Il n'existe qu'une poignée d'économies totalement dollarisées (El Salvador, Équateur et Panama), mais la dollarisation partielle est très répandue. Le ratio dépôts en monnaies étrangères/ total des dépôts a augmenté ces dernières années en Amérique latine, en Asie, en Afrique et dans les pays en transition d'Europe. »

Eléments de réponse Ouestion 3

On peut parler d'emprunt de crédibilité car le pays dollarisé s'arrime totalement (puisqu'elle l'adopte!) au dollar. Elle en subit toutes les contraintes, et espère bénéficier de ses avantages, dont la crédibilité et la faible inflation. Il semble en effet moins risqué de détenir des dollars que du sucre équatorien (à l'époque où il existait) entre autres en raison du taux de dépréciation de la valeur de la monnaie (le taux d'inflation) qui est sans commune mesure. Il semble cependant quelque peu abusif de parler de contrat car cela s'est fait unilatéralement, sans contrat avec les Etats-Unis.

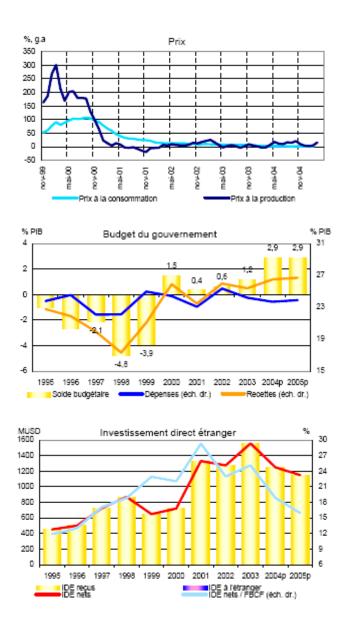
Eléments de réponse Question 4

Voir ci-avant.

Eléments de réponse Question 5

L'inflation était très élevée (supérieure à 50% pour les prix à la consommation) et le déficit budgétaire était élevé (ce qui pouvait pousser les pouvoirs publics à faire pression sur la banque centrale pour empêcher la banque centrale d'opter pour une politique monétaire non inflationniste). La dollarisation a permis une augmentation des Investissements Directs Etrangers en Equateur (probablement grâce à la confiance supérieure dans le dollar que dans le sucre)

La dollarisation s'avère plutôt adaptée étant donné que le pays était en proie à une forte inflation et à des déficits publics récurrents (aggravant le problème de cohérence temporelle, réduisant davantage la confiance des investisseurs dans la Banque Centrale).



Comment sortir d'un régime d'ancrage du taux de change ?

L'année où le yuan devint une vraie monnaie

Les Échos, 29 décembre 2005

La mesure était réclamée depuis longtemps. C'était devenu l'une des obsessions les mieux partagées à Washington, du Congrès à la Maison-Blanche en passant par les organisations financières internationales. Elle a été infime. Et pourtant, elle a surpris tout le monde ou presque. Le 21 juillet dernier, la Banque populaire de Chine annonçait la réévaluation du yuan chinois, alors qu'il était chevillé au dollar américain depuis le 1er janvier 1994. Elle a ainsi clos plus d'une décennie sans changement. Autant dire une éternité en finance, d'autant plus que l'économie du pays le plus peuplé du monde a plus que doublé de taille pendant ce temps.

Sur le papier, la mesure est à peine visible. Avant, il fallait 8,28 yuans pour acheter un dollar. Le 21 juillet au soir, il ne fallait plus que 8,11 yuans. Autrement dit, la monnaie de Pékin a été réévaluée d'à peine 2,1 %. Les experts ont beau jeu d'affirmer que rien n'a vraiment bougé. En réalité, c'est le premier indice d'un changement majeur. D'éventuelles réévaluations seront plus faciles à décider après la première. Le yuan passe d'un régime de changes fixes à un système flottant. Et surtout, il commence à s'émanciper du billet vert. Sa valeur est désormais fixée par rapport à un panier de monnaies (à la composition pour l'instant secrète). Ce mouvement minuscule est l'amorce d'un gigantesque basculement de la finance mondiale. Comment en est-on arrivé là ? La Chine est tout simplement devenue une grande puissance. Au début des années 1990, elle était un acteur mineur de la scène mondiale. En 1993, juste avant la dévaluation du yen, les Etats-Unis avaient un déficit commercial de 23 milliards de dollars avec la Chine, à peine le tiers du déficit vis-à-vis du Japon. La dette extérieure de Pékin inquiétait davantage que ses réserves de change. Et seule une poignée de spécialistes s'étaient intéressés à la dévaluation du yuan en 1994, qui marquait en réalité la première étape de la marche à la convertibilité de la monnaie chinoise.

En une décennie, tout a changé. En 2005, l'Amérique a enregistré un trou de plus de 200 milliards de dollars dans ses échanges avec la Chine, de loin son plus gros déficit bilatéral. La fin des quotas textiles, au début de l'année, a entraîné instantanément une envolée des exportations chinoises de chemises, chaussettes et autres pantalons. Pékin avait 767 milliards de dollars de réserves de change en septembre dernier. Si l'on additionne les réserves de Hong Kong (122 milliards fin novembre), les réserves de la Chine sont devenues les premières mondiales au printemps, dépassant celles du Japon. Et la force ne se cantonne pas aux coffres de la banque centrale. Dans les statistiques du FMI, l'empire du Milieu a une production nationale de 1.677 milliards de dollars, un dixième de moins que la France (chiffres 2004). Mais, en décembre dernier, le bureau chinois des statistiques a revu son chiffre 2004 à la hausse, le portant à près de 2.000 milliards. Et les données corrigées des déviations monétaires (en « parité de pouvoir d'achat », comme disent les experts) indiquent un PIB de 7.170 milliards : quatre fois la France, deux fois le Japon et à peine un tiers de moins que les Etats-Unis.

Cette montée en puissance vient surtout de l'exportation, et donc de la croissance du marché mondial. Elle s'est aussi produite aux dépens d'entreprises établies dans les pays riches et dans nombre de nations émergentes. Les économistes ont commencé à sortir leurs calculettes : le yuan était, selon eux, sous-évalué de 15 % à 40 %. Antoine Brunet, chef stratégiste de la banque HSBC à Paris, estime que la sous-appréciation est beaucoup plus forte. Un salarié chinois est payé vingt fois moins qu'un salarié occidental. Mais il travaille deux fois plus dans l'année. Et il n'a pas de protection sociale, cette couverture qui fait doubler le coût du travail en France. L'écart serait donc de 1 à 80...

Ces dernières années, les partenaires occidentaux de la Chine ont multiplié les pressions pour que l'empire communiste réévalue sa monnaie. Les Américains ont été les plus vigoureux. Le Congrès a ouvertement pratiqué le chantage, envisageant la création d'un droit de douane de 27,5 % sur les produits chinois si Pékin refusait de bouger. Les dirigeants chinois ont longtemps résisté, au nom d'arguments sérieux. Sans protection sociale, les Chinois épargnent massivement, ce qui empêche la consommation de soutenir la croissance. Une forte réévaluation risquerait d'étouffer l'export, qui a pris le relais. Et une hausse du yuan attirerait les capitaux dans le pays, alors que le système financier reste trop vermoulu pour faire circuler efficacement un afflux de liquidités, malgré les dizaines de milliards de dollars injectés dans les banques depuis deux ans afin de solidifier le système.

Mais la pression était trop forte. Voilà pourquoi Pékin la rouge a annoncé le 21 juillet un changement « en vue d'établir et d'améliorer le système d'économie socialiste de marché en Chine et de permettre au marché de jouer pleinement son rôle dans l'allocation des ressources ». Si elles ont plié, les autorités n'ont pas rompu. Elles ont fait le minimum, avec une dévaluation riquiqui et la poursuite d'interventions majeures pour arrimer le yuan au dollar. Et pourtant... La décision du 21 juillet est un pas de plus vers l'immersion de la Chine dans le jeu financier mondial. Le pas suivant est inscrit dans les engagements pris auprès de l'OMC, prévoyant l'ouverture du marché bancaire chinois à la concurrence début 2007. Si la Chine accepte d'entrer dans ce jeu, ce n'est pas pour y faire de la figuration. Le 12 décembre dernier, la simple rumeur d'une diversification des réserves de change chinoises a suffi à faire dévisser le dollar. Les réserves colossales de change peuvent devenir un instrument redoutable de pouvoir.

Pékin a déjà les moyens de créer un krach obligataire aux Etats-Unis en vendant une fraction des obligations publiques américaines stockées par sa banque centrale. Tokyo a eu cette possibilité, mais n'a jamais osé s'en servir. La Chine n'est pas dans la même posture. Géographiquement, elle est au cœur de l'Asie et non à sa périphérie. Economiquement, elle a compté sur ses propres forces pour se développer et non sur l'aide américaine. Militairement, elle est autonome. Dans un siècle, les historiens retiendront peut-être la date du 21 juillet 2005 comme le point de départ de la « Longue Marche » qui a amené la Chine au sommet de la finance mondiale.

JEAN-MARC VITTORI est éditorialiste aux « Echos ».

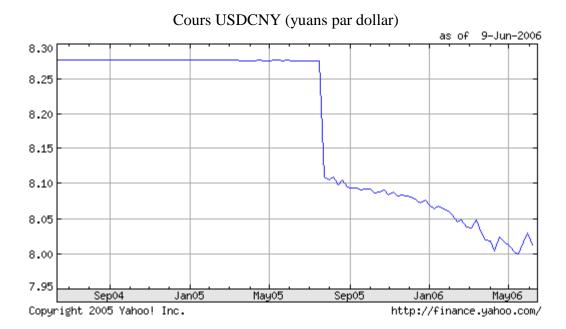
Questions

Allez sur le site de la People's Bank of China à l'adresse suivante http://www.pbc.gov.cn/english/. Collectez des statistiques sur le taux de change du yuan et les réserves de change de la banque centrale que vous utiliserez pour répondre aux questions suivantes.

- 1. Quel a été le régime monétaire de la Chine à partir du 1er janvier 1994 ? Quelle a été l'évolution du taux de change USD/Yuan entre cette date et le mois de juillet 2005 ?
- 2. Quels étaient les arguments avancés par les autorités chinoises avant le mois de juillet 2005 pour ne pas réévaluer le yuan ? Avaient-ils des fondements économiques solides ?
- 3. Quelle a été la décision annoncée le 21 juillet 2005 ? Est-ce que « rien n'a vraiment bougé » comme le disent un grand nombre d'experts ? Ou bien est-ce «le premier indice d'un changement majeur » ?
- 4. Quelle a été l'évolution du taux de change USD/yuan depuis le 21 juillet 2005 ? Le yuan est-il passé d'un régime de changes fixes à un système flottant ?

Eléments de réponse Question 1

Depuis le 1er janvier 1994, le yuan était arrimé au dollar au taux fixe de 8,28 yuans par dollar américain. Le 21 juillet 2005, une dose de flexibilité a été annoncée. Entre ces 2 dates, le taux de change USDCNY est donc resté à 8,28.



Eléments de réponse Question 3

Le 21 juillet la Chine annonce une inflexion dans sa politique monétaire : celle-ci prendra en compte un panier de monnaies, sans préciser lesquelles, et ne sera donc plus arrimée au seul dollar au sacro-saint taux de 8,28 yuan/dollar. Rien n'a vraiment changé dans le sens où cette réévaluation (+2,1% le 21 juillet au soir) est minime par rapport aux estimations de sous-évaluation du yuan (15 à 40%), mais c'est un premier pas vers plus de flexibilité. On le voit, le cours du yuan flotte légèrement, il n'est pas exactement égal à 1/8,11 dollars. Il faut cependant voir comment cette situation va évoluer et si la Chine continue sur cette voie.

Eléments de réponse Question 4

Le yuan s'est apprécié par rapport au dollar (autour de 8,02 yuans par dollar en juin 2006, soit une appréciation de 3% sur un an). Les légères fluctuations laissent penser que le yuan flotte légèrement (par rapport au système de change fixe. Cependant, cette appréciation est trop faible pour laisser croire que le yuan flotte librement. Il s'agit plus d'un change fixe assoupli qu'un taux de change flottant.

Refaites ce même travail pour la période actuelle.

FICHE DE SYNTHÈSE



Les échanges commerciaux entre la France et l'Equateur en 2005

Actualisation au 27 avril 2006

© MINEFI - DGTPE

Prestation réalisée sous système de management de la qualité certifié AFAQ ISO 9001

Introduction

En forte reprise depuis le lendemain de la crise de 1999, les échanges extérieurs de l'Equateur continuent de croître en 2005, avec un excédent commercial de 911,9 MUSD, doublant celui atteint en 2004 (444,9 MUSD). Cet excédent et le résultat combiné d'une croissance des exportations (+26,72%) et des importations (+21,96%).

Les Etats-Unis sont traditionnellement le principal partenaire de l'Equateur, totalisant en 2005 50,38% des exportations et 19,18% des importations. L'Union Européenne représente respectivement 12,38% et 10,54% de ces flux. Quant à la CAN, elle a absorbé, en 2005, 14,76% des exportations et 22,91% des importations.

Les performances de la France dans ce contexte sont généralement modestes puisqu'elle occupe en moyenne la 7^{ème} place parmi les pays de l'Union Européenne (derrière l'Italie, l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas et l'UEBL).

		Impor MUSI				Expor MUSI	tations D FOB	
	2004	%	2005	%	2004	%	2005	%
TOTAL	7 872,5		9 608,7		7 752,9		9 824,7	
UEBL	89,0	1,13%	104,8	1,09%	75,7	0,98%	75,4	0,77%
France	49,6	0,63%	63,6	0,66%	61,6	0,79%	87,1	0,89%
Hollande	128,7	1,63%	161,8	1,68%	130,3	1,68%	190,9	1,94%
Italie	96,9	1,23%	115,9	1,21%	356,0	4,59%	377,1	3,84%
Royaume Uni	53,6	0,68%	69,8	0,73%	76,1	0,98%	67,2	0,68%
Allemagne	206,6	2,62%	232,2	2,42%	198,2	2,56%	196,5	2,00%
Espagne	123,4	1,57%	139,9	1,46%	114,7	1,48%	205,3	2,09%

 $Source: Banque\ Centrale\ de\ l'Equateur-IEM \# 1847-Janvier\ 2006$

Selon les statistiques locales, en 2005 la France intervenait pour 0,66% dans les importations équatoriennes et absorbait 0,89% de ses ventes. Selon les données françaises, nos performances sont généralement meilleures car certains embarquements via Anvers, Rotterdam ou Hambourg sont probablement mal enregistrées par les douanes équatoriennes.

Les échanges commerciaux entre la France et l'Equateur en 2005 – 27/04/2006 © MINEFI - DGTPE

La France représente environ 1 pour cent des échanges commerciaux de l'Equateur.

Exportations

Selon les douanes françaises en 2005, le montant des exportations françaises vers l'Equateur (hors construction aéronautique), a été de 64 Meuro contre 48 Meuro en 2004.

Les ventes françaises en 2005 étaient constituées de produits intermédiaires ou d'équipement (appareils d'émission et de transmission, produits chimiques et métalliques, équipements mécaniques et électriques) et de biens de consommation (pharmacie, automobiles, parfums et cosmétiques).

Il convient enfin de rappeler que nombre de produits français présents sur le marché équatorien n'apparaissent pas dans les statistiques, car ils entrent indirectement via Panama ou la Floride, officiellement ou en contrebande. Par ailleurs, la plupart des véhicules importés en Equateur ont été assemblés en Colombie, obérant d'autant nos statistiques bilatérales avec l'Equateur, au bénéfice de celles avec la Colombie.

Importations

Les importations françaises en provenance d'Equateur poursuivent leur reprise et enregistrent en 2005 une augmentation de 38,24% des exportations équatoriennes vers la France (passant de 102 à 141 Meuro). Elles sont constituées en majeure partie de produits agroalimentaires (poisson et aquaculture, cœurs de palmiers, cacao, fruits en jus ou concentrés, suivies par les fleurs).

Conclusion

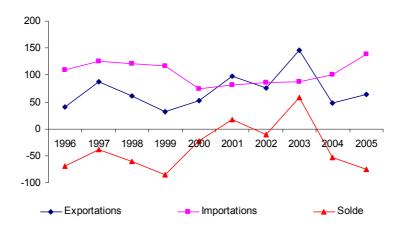
En conclusion, il n'existe actuellement aucune raison particulière permettant d'envisager une évolution fondamentale dans les courants d'échange entre ces deux pays. Ce commerce devrait évoluer proportionnellement aux échanges globaux de l'Equateur, dont les relations avec la France restent modestes. Le pôle d'attraction reste les Etats-Unis, d'autant que l'Equateur bénéficie du traitement ATPDEA, équivalent nord-américain du SPG-drogue, accordé par l'Union Européenne.

ECHANGES DE LA FRANCE AVEC L'EQUATEUR (En millions d'Euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Exportations	117	40	88	61	32	52	98	75	146	48	64
Importations	112	109	126	121	117	74	81	86	89	102	141
Solde	5	-69	-38	-61	-85	-22	17	-11	57	-54	-77

Les échanges commerciaux entre la France et l'Equateur en 2005 - 27/04/2006 © MINEFI - DGTPE

Echanges France - Equateur



Source: DGTPE - Douanes Françaises

Copyright

Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse de la Mission Economique de QUITO (adresser les demandes à <u>quito@missioneco.org</u>).

Clause de non-responsabilité

La ME s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication qui ne vise pas à délivrer des conseils personnalisés qui supposent l'étude et l'analyse de cas particuliers.





Auteur:

Mission Économique

Adresse : Av. Colón 1133 y Amazonas, Edif. Arista 5è étage

Casilla 17-07-8918

QUITO ÉQUATEUR

Rédigée par : María de Lourdes PROCEL

Revue par : Frédéric METTETAL

Version originelle du 31/03/2004

Version du 27/04/2006

MISSIONS ÉCONOMIQUES

FICHE DE SYNTHÈSE



Les Contrats Commerciaux en Equateur

Actualisation: 21 mai 2006

© MINEFI – DGTPE

Cadre juridique

Les contrats commerciaux sont régis par le Code du Commerce et, à défaut de disposition particulière dans celui-ci, par le Code Civil à titre de norme supplétoire, les parties ayant la liberté contractuelle. Ces contrats ne sont soumis au règlement d'aucun droit ni à aucun enregistrement, sauf lorsqu'ils impliquent une hypothèque ou un nantissement.

Selon le Code du Commerce précité, toute personne physique ayant capacité civile, c'est à dire ayant la faculté d'acquérir des droits et de contracter des obligations par elle-même, à la possibilité d'exécuter des actes de commerce sans qu'il soit nécessaire de créer une société.

Pour exercer des actes de commerce, la personne physique doit obtenir le RUC (*Registro Unico de Contribuyentes*) équivalent au SIREN français, s'inscrire au Registre de Commerce et s'affilier moyennant un tarif mensuel à la Chambre de Commerce de la juridiction correspondante ou le juge lui attribuera une immatriculation commerciale lui permettant d'exercer.

Les actes de commerce sont clairement définis par le Code et représentent toute activité économique incluant: l'achat, la revente ou le troc de biens mobiliers, l'achat et la vente d'un fonds de commerce, l'achat ou la vente d'actions d'une société commerciale, la commission ou mandat commercial, les établissements commerciaux, les transports de marchandises ou de personnes, les assurances, les opérations relatives aux effets de commerce, les opérations bancaires, de courtage, de bourse, de construction et vente de navires, entre autres.

S'agissant des sociétés étrangères souhaitant pénétrer le marché équatorien, plusieurs possibilités sont offertes : la création d'une succursale (statuts égaux à la maison mère étrangère), être actionnaire d'une nouvelle entreprise Equatorienne, être actionnaire d'une entreprise Equatorienne existante, la constitution d'une société locale (cf. fiche de synthèse « Droit des sociétés »), la passation d'un contrat de représentation, la participation à un appel d'offre entre autres.



Les contrats de représentation

Pendant 20 ans, les contrats de représentation ont été régis en Equateur par la Loi de protection des représentants, agents ou distributeurs de sociétés étrangères. Cette loi, leur offrait une protection excessive, quels que soient les termes établis dans leurs contrats, ne laissant pratiquement aucune possibilité aux fournisseurs étrangers de faire valoir leurs droits en cas de litige pour

LES CONTRATS COMMERCIAUX EN EQUATEUR – actualisation : Mai 2006

© MINEFI – DGTPE

résiliation, à leur initiative, du contrat de représentation.

En effet, cette loi a donné lieu à plusieurs procès intentés par des représentants de sociétés étrangères et gagnés contre ces dernières, les condamnant au règlement d'indemnisations exorbitantes. Début 1999, le nombre de sociétés poursuivies pour avoir résilié leurs contrats de représentation se montait à 11 (10 américaines et 1 française). Les sommes exigées à titre de dommages-intérêts dépassaient pour l'ensemble 300 millions de dollars.

Grâce à l'abrogation en septembre 1997 de la loi de protection des représentants, agents ou distributeurs de sociétés étrangères, les exportateurs étrangers peuvent désormais signer des contrats de représentation sans courir le risque d'être condamnés au règlement d'indemnisations abusives pour résiliation unilatérale de

leurs contrats.

Promulguée le 28 décembre 1976 par décret suprême n° 1038-A, cette loi fut réformée - « adoucie » - par la loi n° 125 du 5 juillet 1996, et ces deux textes ont finalement été abrogés et remplacés par la loi n° 22 votée par le Congrès en septembre 1997, le législateur ayant reconnu que les dispositions antérieures étaient contraires non seulement aux principes d'égalité devant la loi entre étrangers et Equatoriens figurant dans la Constitution de la République elle-même, mais également aux dispositions de l'O.M.C.

Cette loi dite « abrogatoire », qui est entrée en vigueur le jour de sa publication au Journal Officiel, le 19 septembre 1997, stipule que les relations contractuelles entre Equatoriens et étrangers seront régies désormais par les conditions établies par les parties contractantes. Il appartient donc à ces dernières de déterminer les causes de résiliation de leurs contrats ainsi que les éventuelles indemnisations à régler.

En cas de litige, les juges et magistrats compétents se soumettent aux clauses du contrat, et si il y a absence de clauses concernant les litiges, à des actions judiciaires ordinaires et à la législation applicable en la matière. Les parties peuvent également soumettre leurs controverses à la décision des tribunaux arbitraux, conformément à la Loi d'Arbitrage et de Médiation promulguée elle aussi en septembre 1997.

Cependant, cette nouvelle loi n'éteint pas les droits et obligations établis dans les contrats anciens, ni ne modifie les situations juridiques qui en découlent, ni n'affecte les controverses judiciaires survenues avant sa promulgation.

C'est pourquoi il est très important que les exportateurs étrangers qui ont encore des contrats de représentation signés avant le 19/09/1997 engagent les services d'un bon conseil juridique équatorien avant de prendre l'initiative de résilier leur contrat.

Les Appels d'Offres

La passation des marchés publics est réglementée, d'une part par la loi équatorienne sur les marchés publics *Ley de Contratación Pública*, promulguée en août 1990 et réformée en mars 2000 et d'autre part, par la *Ley de Modernización del Estado* chacune avec ses conditions. La première étant plus stricte que la deuxième. La première est utilisé pour les contrats de type achatvente, locations, consultant et la deuxième concerne les concessions publiques : routes, électricités, aéroports, etc.

Selon ces réformes, la procédure pour la passation des marchés publics concernant l'acquisition de biens mobiliers, l'exécution de travaux, la prestation de services ou la location avec option d'achat, a été simplifiée. Les quatre modalités précédentes ayant été ramenées à deux, selon le montant du budget de référence prévu pour chaque projet. La référence au salaire minimum pour l'établissement des montants a également été éliminée, à la suite du décret de dollarisation de l'économie équatorienne et d'unification partielle du salaire minimum avec certaines des bonifications annexes. Ces deux modalités sont :

LES CONTRATS COMMERCIAUX EN EQUATEUR – actualisation : Mai 2006

© MINEFI – DGTPE

- a) la *Licitación* (appel d'offre), lorsque la valeur du projet est supérieure au résultat de la multiplication du coefficient 0,00004 par le montant du budget initial de l'Etat de l'exercice économique correspondant.
- b) le *Concurso público de ofertas* (concours d'offre public), lorsque la valeur est inférieure au montant du résultat signalé ci-dessus, mais supérieur au résultat de la multiplication du coefficient 0,00002 par le montant du budget initial de l'Etat de l'exercice économique correspondant.

Les projets d'une valeur inférieure au résultat de la multiplication du coefficient 0,00002 visé à l'alinéa b) ci-dessus sont exemptés de la procédure pré-contractuelle prévue par cette loi, mais sont régis par les normes réglementaires internes de chaque organisme acheteur. S'agissant des contrats de location avec option d'achat, c'est la valeur du prix du marché de ces biens qui sera considérée.

Conditions pour participer à un appel d'offres

Les entreprises étrangères ont les mêmes droits que les équatoriennes, dans certains cas on leur demande de former une société avec des entreprises nationales (contrats de consultants).

Pour l'<u>achat</u> d'un cahier des charges, il n'est pas nécessaire que la société étrangère intéressée ait un représentant légal local et le prix d'achat n'est pas différent d'une entreprise équatorienne. Les documents peuvent donc être retirés par n'importe qui, au nom de la société étrangère, contre paiement du prix correspondant. Il suffit d'indiquer une adresse en Equateur pour des notifications éventuelles.

En revanche, pour la <u>soumission</u> des offres, la société étrangère (selon les appels d'offres) doit prouver sa capacité économique, son expérience et son existence légale. Elle doit avoir un représentant légal ou mandataire, nommé au moyen d'une procuration par-devant notaire. Cette procuration doit être limitée, à ce stade, à l'appel d'offre concerné. Le texte doit être rédigé par un avocat en Equateur. Ce représentant légal ou mandataire peut être une personne physique de confiance ou un cabinet juridique. Ultérieurement, le soumissionnaire sélectionné devra établir une procuration étendue ou générale en faveur du représentant légal ou fondé de pouvoir.

Pour <u>la signature des contrats</u> attribués il est demandé aux entreprises étrangères : une domiciliation en Equateur et/ou la constitution d'une société (dans le cas des concessions publiques par exemple), l'association avec une entreprise nationale (consultant), la résolution des conflits grâce à un arbitrage national ou international, et dans la plupart des cas renoncé à son domicile légal en cas de réclamation ou de conflits avec l'état équatorien.



Autres contrats



Les contrats de franchise sont régis par les normes commerciales et civiles équatorienne générales que sont le code du commerce, la loi civile, la propriété intellectuelle et les normes Andines (dans ces cas la il y a des licences d'utilisation des marques, brevets, secrets industriels et autres). Les franchises qui utilisent des marques sont soumises à la loi n° 83 sur la propriété intellectuelle et aux normes Andines (Décision 486), promulguée et publiée au Journal Officiel équatorien n° 320 du 19 mai 1998.

Dans le cas d'un transfert de technologies, il existe différentes réglementations qui se trouvent dans la loi des investissements et capitaux étrangers et également dans la décision Andine 391.

MISSIONS FICHE DE SYNTHÈSE **ECONOMIQUES**

LES CONTRATS COMMERCIAUX EN EQUATEUR - actualisation : Mai 2006 © MINEFI – DGTPE

Copyright

Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse de la Mission Economique de QUITO (adresser les demandes à quito@missioneco.org).

Clause de non-responsabilité

La ME s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication qui ne vise pas à délivrer des conseils personnalisés qui supposent l'étude et l'analyse de cas particuliers.





Auteur :

Mission Economique de Quito

Adresse: Av. Colón 1133 y Amazonas, Edif. Arista 5è

Casilla 17-07-8918

QUITO **EQUATEUR**

Rédigée par : Damien GUINEMENT Revue par : Laurence FOURNEY Date de parution : 23 septembre 2002 Version originelle du 25 juin 2002 Version n°1 du 20 août 2002 Version n° 2 de mai 2006



Faut-il opter pour une devise commune ou laisser les taux de change flotter?

Andrew Berg, Eduardo Borensztein et Paolo Mauro

A QUESTION de savoir quel système de change et quel régime monétaire choisir se pose constamment à de nombreux gouvernements, tout particulièrement en Amérique latine, où bien des solutions précédemment essayées ne sont plus en vogue. Les années 80 ont privilégié les régimes intermédiaires : arrimage souple, parité ou bande de fluctuation «glissante». Ils sont aujourd'hui en voie d'abandon, surtout dans les pays émergents dotés de marchés financiers ouverts, où ils se sont révélés susceptibles aux crises. Les innovations qui ont suivi comptent parmi les expériences les plus enrichissantes en termes de taux de change et de régimes monétaires.

La baisse de popularité des régimes intermédiaires tient aussi au recul général de l'inflation. Les systèmes à parité (caisses d'émission comprises) ont souvent permis de juguler l'inflation, en particulier l'hyperinflation. Dans les pays désireux de préserver une certaine souplesse, les régimes intermédiaires devaient contenir la dévaluation et les anticipations inflationnistes au moyen de bandes de fluctuation et de parités fixes et empêcher l'érosion de la compétitivité en lais-

sant le taux «glisser». L'inflation étant globalement maîtrisée dans la région, les régimes intermédiaires semblent désormais moins utiles.

Au cours de la décennie écoulée, la plupart des pays latino-américains ont délaissé les régimes intermédiaires et opté soit pour des taux flottants, soit, à l'inverse, pour des systèmes rigides (caisses d'émission ou dollarisation) (tableau 1). L'Équateur et El Salvador ont adopté le dollar EU pour monnaie officielle. Le Chili est passé de façon progressive et ordonnée d'un régime intermédiaire à un système de flottement. D'autres pays ont changé de régime alors qu'ils frôlaient ou traversaient une crise. Le Brésil, le Mexique et le Venezuela ont opté pour le flottement après des attaques spéculatives massives contre leurs monnaies. Au début de 2002, le système de caisse d'émission argentin, en place depuis onze ans, s'est effondré au cours d'une grave crise financière. Après avoir chuté dans un premier temps, le taux de change a affiché une stabilité raisonnable. La banque centrale argentine a d'ailleurs récemment annoncé son intention de maintenir un taux flottant tout

Tableau 1

Plus dynamique?

Les pays latino-américains sont toujours plus nombreux à choisir des régimes de change flottants.

			Cible
	1985	2002	en 2002
Amérique du Suc			
Argentine .	Intermédiaire	Flottant	_
Bolivie	Flottant	Intermédiaire	Taux de change
Brésil	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Chili	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Colombie	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Équateur	Intermédiaire	Parité fixe	Taux de change
Paraguay	Intermédiaire	Flottant	_
Pérou	Intermédiaire	Flottant	Agrégat monétaire
Uruguay	Flottant	Flottant	Agrégat monétaire
Venezuela	Intermédiaire	Flottant	_
Mexique et Améi	rique centrale		
Costa Rica	Intermédiaire	Intermédiaire	Taux de change
El Salvador	Intermédiaire	Parité fixe	Taux de change
Guatemala	Intermédiaire	Flottant	_
Honduras	Flottant	Intermédiaire	Taux de change
Mexique	Intermédiaire	Flottant	Taux d'inflation
Nicaragua	Intermédiaire	Intermédiaire	Taux de change
Panama	Parité fixe	Parité fixe	Taux de change

Source: FMI, Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change, 1985–2002.

en ciblant l'inflation. Cet abandon des régimes intermédiaires amène à se demander si les pays latino-américains doivent opter pour un taux de change flottant, ou envisager d'autres possibilités — dollarisation ou monnaie commune à la région, par exemple?

La monnaie commune : une solution judicieuse?

Une monnaie supranationale peut avoir pour intérêt d'accroître la crédibilité monétaire, la stabilité financière et l'intégration économique. Les pays latino-américains peuvent créer une union monétaire indépendante inspirée de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne. Ils peuvent également tous adopter le dollar EU. La pertinence de ces choix est fonction de la structure des échanges, de la similarité des cycles conjoncturels dans les différents pays, de facteurs financiers et de considérations d'ordre politique et institutionnel.

Structure des échanges. Les pays qui commercent activement entre eux sont ceux qui bénéficieraient le plus de la diminution de l'incertitude et des coûts de transaction qu'amènerait une monnaie commune. Les pays latino-américains sont moins ouverts au commerce international que d'autres pays au niveau de développement économique comparable, et les échanges intrarégionaux sont moins élevés que dans d'autres régions, l'UEM par exemple. La situation varie beaucoup d'un pays à l'autre, et il n'y a pas de partenaire commercial dominant : la part des échanges avec les États-Unis est souvent égale ou légèrement supérieure à celle avec l'Europe, à l'exception notable du Mexique, où le commerce avec les États-Unis représente 80 % des échanges.

Corrélations de la croissance économique. Les pays qui ont souvent une situation économique similaire ont en général aussi besoin d'avoir une politique monétaire analogue, auquel cas les contraintes d'une monnaie commune ne sont pas trop lourdes. Ce n'est pas le cas des pays latino-américains. Les corrélations de la croissance économique entre différents couples de pays latino-américains sont généralement inférieures à celles observées en Europe occidentale, mais légèrement supérieures à celles de l'Asie de l'Est. En Amérique latine, les corrélations avec la croissance américaine sont généralement positives et souvent substantielles. Il en va cependant de même des pays d'Asie de l'Est et encore plus des pays d'Europe occidentale.

Considérations financières. L'idée que les marchés financiers sont enclins à traiter les pays latino-américains comme un bloc est largement répandue. Si ces pays étaient régulièrement en butte à des crises financières graves et communes (telle une perte d'intérêt brutale pour les actifs financiers latino-américains, indépendamment des données économiques fondamentales), la mise en place d'une politique monétaire commune conviendrait à tous. Pour mesurer l'importance de ce problème, nous avons analysé les corrélations entre pays des variables suivantes : marges des taux d'intérêt des obligations émises en dollars EU par les pays émergents par rapport à ceux des bons du Trésor américains; taux de change à terme; probabilité d'une crise estimée d'après un système d'alerte avancée conçu pour prédire les crises cambiaires (une façon de résumer les pressions des marchés sur le taux de change). Nous avons constaté que la covariation des variables financières n'est pas plus forte entre les pays latino-américains qu'entre les pays émergents en général. Autrement dit, les opérateurs mettent peut-être tous les pays émergents dans le même panier, mais ne semblent pas distinguer les marchés latinoaméricains des autres.

Considérations politiques et institutionnelles. L'expérience européenne montre que la création d'une monnaie commune exige une volonté politique, et que la mise en place d'institutions communes pour faciliter l'ajustement aux pressions économiques et politiques qui en découlent peut prendre du temps. Les pays latino-américains n'ont pas encore investi de manière comparable dans ce type d'institutions. Qui plus est, les pays de l'UEM ont un niveau de développement économique et financier similaire, ce qui a favorisé l'établissement de l'union sans susciter de transferts budgétaires massifs, ni provoquer de migration d'une ampleur inacceptable pour la société. Les disparités de développement au sein de l'Amérique latine sont substantielles, ce qui permet de penser que la mise en place d'une monnaie commune serait longue et complexe. Le fait qu'une réforme institutionnelle s'imposerait présente toutefois divers avantages. Il est, par exemple, difficile d'imaginer une monnaie commune sans garanties durables quant à l'indépendance de la banque centrale.

Globalement, dans les circonstances actuelles, l'instauration d'une monnaie commune indépendante en Amérique latine n'est guère indiquée. Cette situation peut évoluer. Ainsi, des projets visant à développer l'intégration du commerce entre les pays latino-américains renforceraient l'attrait d'une telle démarche. Il y a toutefois peu de chances qu'une monnaie unique voie le jour avant dix ans.

Note: La classification officielle du FMI se fonde sur le point de vue de ses services dans les cas où le régime effectivement en vigueur diffère du régime de jure annoncé par les pays. Les systèmes à parité fixe revêtent plusieurs formes: parité fixe sans monnaie officielle distincte, unions monétaires, caisses d'émission. Les régimes intermédiaires comprennent les systèmes de rattachement à l'intérieur d'une bande horizontale, de parité fixe classique, de parité ajus table et les bandes de fluctuation mobiles. Les régimes de flottement peuvent être contrôlés ou indépendants.

Tableau 2

Dollarisation spontanée

Beaucoup de pays latino-américains ont des dépôts élevés en monnaie étrangère.

(en pourcentage du total des dépôts, 2000)

Amérique du Sud		
Argentine	64,7	
Bolivie	92,5	
Chili	12,5	
Équateur	39,9	
Paraguay	63,6	
Pérou	78,2	
Uruguay	84,2	
Mexique et Amérique centrale		
Costa Rica	45,7	
El Salvador	8,2	
Honduras	23,2	
Mexique	4,9	
Nicaragua	72,8	

Sources : rapports sur les États membres et estimations des services du FMI. Note : Les données se rapportent à 2000 ou aux dernières observations disponibles . Le Brésil et le Guatemala ne sont pas mentionnés, car ces pays n'autorisent pas les dépôts en monnaie étrangère. Ceux de la Colombie et du Venezuela sont insignifiants. Le Panama est dollarisé depuis de nombreuses années. Les données concernant l'Équateur et El Salvador sont antérieures à leur pleine dollarisation.

Dollarisation unilatérale

Une autre méthode susceptible d'«importer» la stabilité et la crédibilité monétaires consiste à adopter le dollar EU pour monnaie nationale officielle. C'est ce qu'ont fait l'Équateur et El Salvador récemment. Le Panama utilise le dollar EU depuis 1904. Dans ce contexte, le terme «dollarisation» signifie l'adoption officielle d'une devise étrangère comme monnaie légale, non pas une dollarisation informelle ou *de facto* dans le cadre de laquelle une monnaie étrangère circule parallèlement à la monnaie nationale et sert parfois à libeller des comptes bancaires ou d'autres actifs financiers.

La dollarisation étant unilatérale, le long processus nécessaire à l'établissement d'institutions communes et d'un consensus est inutile. Elle interdit toutefois aux pays latino-américains dollarisés d'avoir leur mot à dire sur la politique monétaire américaine ou, plus important, de bénéficier pour leur système financier national de la supervision — et du soutien — du Système fédéral de réserve américain. Bien entendu, un pays qui décide d'adopter le dollar EU renonce à la possibilité de définir sa propre politique monétaire en fonction de son économie nationale, et sa banque centrale abandonne à la banque centrale étrangère les profits de la frappe des monnaies («seigneuriage»).

Pour nombre de pays, la dollarisation aurait pour avantage principal de neutraliser la faible crédibilité des institutions monétaires nationales, due à leurs antécédents (non-respect de la parité fixe, financement monétaire du déficit budgétaire ou du système bancaire et inflation élevée). Le manque de crédibilité monétaire gêne le fonctionnement de tous les systèmes de taux de change. Les régimes fixes ou intermédiaires engendrent des taux d'intérêt élevés, qui nuisent aux investissements et à la viabilité des finances publiques; les taux flottants sont sujets à une forte volatilité et à des phénomènes de surajustement.

L'Amérique latine a nettement amélioré sa gestion monétaire, mais il faut souvent plusieurs années pour asseoir la crédibilité. L'absence de crédibilité monétaire est patente quand les citoyens préfèrent détenir leur épargne en dollars EU, et non dans la monnaie nationale. Cela peut se traduire par une fuite des capitaux, ou par la détention d'une part élevée des actifs monétaires nationaux (dépôts bancaires et espèces) en une devise étrangère — une sorte de dollarisation «spontanée». À cet égard, les dépôts bancaires en monnaies étrangères sont élevés dans beaucoup de pays latino-américains, notamment en Bolivie, au Pérou et en Uruguay (tableau 2). Une dollarisation spontanée massive peut être lourde de conséquences : de fortes variations du taux de change risquent de provoquer une crise financière et d'entraîner des faillites en série parmi les entreprises ayant des dettes en monnaies étrangères.

Les pays latino-américains qui optent unilatéralement pour la dollarisation pourraient en retirer des avantages secondaires importants, notamment une intensification des relations avec les États-Unis sur le plan des échanges, de l'investissement direct étranger et de l'intégration des marchés financiers. Mais, dans l'ensemble, la dollarisation n'intéresse peut-être que les petits pays où la dollarisation spontanée atteint un niveau substantiel, où la crédibilité de la banque centrale est faible, et qui entretiennent des relations étroites avec les États-Unis. Les meilleurs candidats se trouvent en général en Amérique centrale.

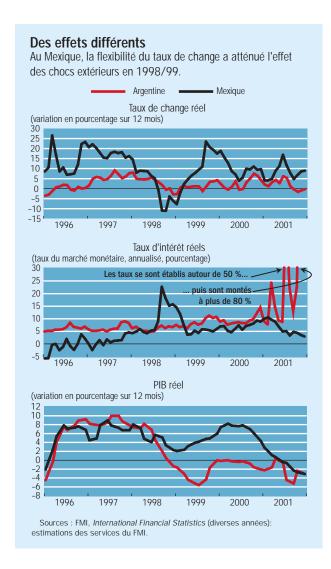
Faut-il laisser flotter les taux de change?

Le flottement offre-t-il une solution viable à l'Amérique latine? Serait-il possible, grâce à la flexibilité des taux et à une politique monétaire indépendante, d'atteindre des objectifs nationaux utiles, par exemple une stabilisation de la production? Ou bien ce régime cumulerait-il tous les inconvénients, à savoir une faible crédibilité et une marge de manœuvre restreinte?

Les faits observés récemment en Amérique latine et ailleurs indiquent que les régimes flottants permettent aux taux de change de bien réagir aux crises, mais que l'ajustement des taux d'intérêt est parfois marqué. La flexibilité des taux de change a, semble-t-il, permis d'amortir les variations de la production face aux effets de chocs défavorables, et les répercussions sur l'inflation ont été assez modérées. Il apparaît en outre que les régimes flottants se perfectionnent progressivement.

Comparons, à titre d'exemple, la réaction du Mexique et de l'Argentine face à la tourmente déclenchée par les crises des années 1998/99: Russie, faillite de la LTCM et Brésil (voir graphique). En Argentine, encore dotée d'une caisse d'émission crédible, le taux de change et les taux d'intérêt sont restés stables, mais l'économie a plongé dans une dépression durable. Au Mexique, en revanche, les taux d'intérêt sont montés en flèche, mais le taux de change a sensiblement baissé, atténuant ainsi les effets négatifs de la conjoncture extérieure sur la croissance. La croissance réelle du PIB a brièvement fléchi, mais s'est rétablie en 1999, et le taux de change s'est rapidement redressé. Les taux d'intérêt ont depuis régulièrement baissé, amortissant en partie l'effet du ralentissement de l'économie américaine.

L'examen de l'évolution récente des régimes de change flottants en vigueur au Chili, au Mexique et au Pérou montre qu'ils gagnent parfois en efficacité à mesure que la crédibilité



augmente et que le système se consolide. Le Chili a connu deux crises de change, fin 1998 et fin 2000. La première fois, les taux d'intérêt ont brusquement augmenté dans le cadre d'une politique monétaire ciblant à la fois l'inflation et le taux de change (bande de fluctuation explicite), et l'économie est brutalement entrée en récession. En septembre 2000, les autorités ont abandonné ce système en faveur d'un flottement libre, et la dépréciation soudaine qui a suivi ne s'est pas accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt. Il n'y a pas eu de récession, et l'inflation n'a que légèrement progressé. On peut éventuellement en conclure que le Chili a renforcé sa crédibilité en 1998 et l'a mise à profit en 2000 pour «flotter sans crainte».

Des éléments plus systématiques viennent également justifier la popularité croissante des régimes flottants. Des estimations économétriques des fonctions de réaction des autorités monétaires (comment la banque centrale ajuste les taux d'intérêt en fonction de la conjoncture économique) ont permis de définir si les pays dotés d'un taux de change flottant peuvent relever et abaisser leurs taux d'intérêt selon l'évolution de la situation nationale. Les pays diminuent-ils les taux quand l'inflation n'atteint pas l'objectif prévu ou quand le chômage est trop élevé, ou bien les pressions exercées par les marchés

financiers les en empêchent-elles? À en juger par les rares pays (comme le Chili et la Colombie) où les taux flottants sont en vigueur depuis assez longtemps, il semblerait qu'ils ont su moduler les taux d'intérêt de manière à neutraliser les fluctuations de la conjoncture économique nationale.

Par ailleurs, un taux de change flottant efficace réagit bien aux pressions extérieures. Ainsi, quand les termes de l'échange se détériorent, il est logique que le taux de change nominal du pays diminue, ce qui facilite l'ajustement nécessaire des prix relatifs. En fait, les pays émergents avant opté pour le flottement réagissent ainsi aux dégradations des termes de l'échange. Sur un vaste échantillon de pays en développement observé ces trente dernières années, on constate que, dans les pays dotés de régimes de parité fixe et confrontés à une détérioration des termes de l'échange, la dépréciation du taux de change réel intervient seulement avec un retard de deux ans, tandis que le PIB réel chute sensiblement. À l'inverse, les pays ayant choisi le flottement voient leur taux de change se déprécier immédiatement, en termes nominaux et réels, et subissent ultérieurement quelques poussées inflationnistes, mais enregistrent des pertes de production nettement inférieures.

Les régimes flottants facilitent l'ajustement

Il ne semble pas qu'une monnaie commune indépendante convienne à l'Amérique latine, car son intégration politique et économique n'est pas assez avancée. La dollarisation pourrait intéresser quelques petits pays, mais beaucoup, malgré des problèmes de crédibilité substantiels, tireraient profit de la souplesse qu'offre un régime de change flottant, notamment parce qu'il s'agit de pays plutôt vastes et fermés qui n'ont pas de partenaire économique dominant. Dans la pratique, les régimes flottants des pays émergents sont rarement «purs» : les autorités interviennent souvent sur le marché des changes et conduisent leur politique monétaire en surveillant de près les pressions des marchés financiers internationaux. Ils semblent par ailleurs faciliter les ajustements en cas de crise et autorisent une politique monétaire autonome. Globalement, l'adoption de ce régime pourrait être utile et bénéfique à plusieurs pays de la région, qui n'auraient pas à souffrir trop d'une perte de crédibilité et d'un surcroît de volatilité.

La bonne performance d'un régime donné accroît parfois sa viabilité au fil du temps. La dollarisation peut stimuler les échanges et l'intégration financière avec les États-Unis. Les régimes flottants, s'ils parviennent à faire reculer l'inflation et à renforcer la crédibilité, peuvent entraîner une diminution de l'indexation et des anticipations plus prospectives. Les entreprises pourront réduire leur vulnérabilité aux fluctuations des taux de change en modifiant leur structure financière de manière à réduire au minimum les effets sur leur bilan. Les répercussions sur l'inflation pourraient en outre s'atténuer.

Andrew Berg est Chef de division adjoint, Eduardo Borensztein est Chef de division, et Paolo Mauro Chef de division adjoint au Département des études du FMI. Le présent article s'inspire de leur document de travail 02/211, intitulé «An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America», qui peut être consulté à l'adresse suivante : http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02211.pdf.

Séminaire Institutions et Développement – MATISSE Paris – 22 avril 2005

Dollarisation et Banque centrale en Equateur

Jean-François Ponsot*

Résumé:

Cette recherche s'intéresse aux implications d'un régime de dollarisation officielle et intégrale en matière de *Central Banking*, en se concentrant sur le cas de l'Equateur. Elle montre comment la dollarisation a introduit une stabilisation monétaire artificielle et instauré deux niveaux de fragilisation: (1) une insécurité macroéconomique, en raison d'une dynamique des taux d'intérêt et du crédit défavorable aux petites et moyennes entreprises; (2) une insécurité financière liée à l'absence théorique de marges de manœuvre sur la gestion de la liquidité et le prêt en dernier ressort. L'évolution des prérogatives de la Banque centrale est soulignée, notamment sur la question des mécanismes imaginés par les autorités équatoriennes pour limiter l'influence de l'insécurité macroéconomique et financière. L'impact de ces deux niveaux de fragilisation sur la croissance demeure néanmoins modeste, compte tenu d'un environnement favorable à l'accumulation de pétrodollars. Tant que les recettes d'exportation de pétrole demeureront élevées, les tendances déflationnistes du régime de dollarisation seront écartées.

Mots-clés : dollarisation, Banque centrale, prêt en dernier ressort, légitimité de la monnaie

Caisse des Dépots et Consignations.

^{*} Département de Science Economique, Université Laurentienne, 935 chemin du Lac Ramsey, Sudbury, Ontario, Canada P3E 2C6. Courriel : jfponsot@laurentian.ca. Ce travail reprend certaines conclusions de la première partie du rapport de recherche post-doctorale effectuée en Equateur en 2004, et financée par l'Institut pour la Recherche de la

La dollarisation officielle désigne le régime monétaire d'une économie autre que les Etats-Unis dans lequel le dollar américain constitue la monnaie reconnue légalement par les autorités. Il convient de distinguer la dollarisation officielle de la dollarisation officieuse ou *de facto*, situation qui caractérise de nombreuses économies émergentes et en développement où le dollar américain est utilisée de manière spontanée par les agents économiques sans pour autant avoir cours légal. Historiquement, le Panama constitue la première économie officiellement dollarisée (1904). Par la suite, la dollarisation a été l'apanage uniquement de micro-territoires, souvent de type insulaires et plus ou moins rattachés politiquement aux Etats-Unis. L'Equateur (13 millions d'habitants) a été la première économie de taille relativement importante à renoncer à sa monnaie nationale – le sucre – pour prononcer la dollarisation intégrale de son économie, en 2000. Très rapidement, le Salvador et le Guatemala emboîtèrent le pas à l'Equateur — en conservant toutefois leurs monnaies nationales.

Au-delà de la simple nouveauté, l'intérêt suscité par l'expérience de dollarisation équatorienne réside dans les interrogations qu'elle entraîne tant sur le plan institutionnel qu'en matière de politique économique et de théorie monétaire. Pour étudier cette question, nous décrirons tout d'abord, dans la section 1, comment et pourquoi la dollarisation officielle et intégrale s'est imposée comme une solution à la crise bancaire, financière et politique de grande ampleur qu'a connu l'Equateur à la fin des années 1990.

La section 2 a une dimension plus analytique. Elle part du constat suivant : le principal changement lié à la dollarisation en Equateur est la disparition de la monnaie nationale – le sucre - et des prérogatives traditionnelles de *Central Banking*. Nous focaliserons donc notre attention initiale sur la Banque Centrale de l'Equateur. Quelle évolution institutionnelle implique la dollarisation ? Quelles sont les nouvelles responsabilités de la Banque centrale ? Quelles sont ses marges de manœuvre en matière de régulation monétaire ? A travers cette dernière interrogation, c'est en réalité la question de la relation entretenue entre la Banque centrale et les banques commerciales équatoriennes qui est posée. Une attention particulière sera accordée au comportement d'offre de crédit des banques et au niveau élevé des taux d'intérêt. Plus généralement, il s'agira d'étudier dans quelle mesure la dollarisation a eu un impact négatif sur la dynamique et la structure du crédit domestique.

La section 3 souligne l'insécurité financière résiduelle de la dollarisation en s'interrogeant sur modalités de refinancement et de prêt en dernier ressort. Elle met en lumière les mécanismes qui ont été échafaudés en vue de compenser l'absence de prêteur en dernier ressort domestique et évalue leur efficacité sur la stabilité du système financier.

I. JUSTIFICATIONS DU PASSAGE A LA DOLLARISATION

1. Consensus autour de la crédibilité et de la bonne gouvernance

La dollarisation officielle et intégrale trouve des justifications à la fois à l'extérieur et à l'intérieur de l'Equateur. Concernant les facteurs externes, il convient de prendre toute la mesure du contexte idéologique qui a influencé la mise en œuvre des nouvelles stratégies monétaires et

de change adoptées par les économies émergentes au cours des années 1990. Cette décennie a, en effet, été marquée par un double consensus, sur les plans politique et théorique. Le premier consensus – le fameux « Consensus de Washington », décrit dès 1989 par J. Williamson s'appuie sur les prescriptions relatives aux politiques économiques et à la « bonne gouvernance » des économies en développement, défendues par les institutions financières internationales, le Trésor américain et les milieux financiers¹. Fondées sur la mise en application de réformes d'inspiration libérale, le « Consensus de Washington » ne préconisait cependant pas la dollarisation. Il constitue néanmoins un facteur déterminant dans l'apparition de solutions radicales telles que la caisse d'émission argentine en 1991 ou le passage à la dollarisation en Equateur, dans la mesure où ces solutions répondent parfaitement aux impératifs du Consensus de Washington. Ainsi l'adoption partielle (Argentine) ou intégrale (Equateur) de la principale monnaie internationale (le dollar américain) permettent-elles d'accélérer la dynamique d'insertion internationale des économies latinoaméricaines. De même, les régimes de caisse d'émission ou de dollarisation, en affaiblissant le rôle de la Banque centrale, empêchent-ils cette institution de se mettre au service du gouvernement (renflouement des caisses de l'Etat, refinancement laxiste des banques publiques, soutien d'entreprises publiques insolvables) et renforcent-ils les politiques de « bonne gouvernance monétaire », c'est-à-dire des politiques restrictives et anti-inflationnistes.

Le second consensus, lié au premier, est de nature plus théorique. Les solutions de type caisse d'émission ou dollarisation ont connu une popularité croissante dans les cercles académiques au cours de la décennie précédente. Beaucoup d'économistes les considéraient alors comme des solutions radicales pour juguler l'instabilité monétaire et financière de certaines économies émergentes. Cette tendance faisait écho au débat sur les solutions dites en coin (« corner solutions ») qui agitait la communauté scientifique, selon lequel seuls les régimes de change extrêmes (ultra-fixité ou ultra-flexibilité) étaient viables dans les économies émergentes. C'est ainsi que la caisse d'émission (« Currency Board »), régime monétaire hérité de l'ère coloniale et reposant, d'une part, sur un ancrage nominal rigide à une devise de référence et, d'autre part, sur une couverture intégrale de la base monétaire par des réserves de change, a-t-il refait surface en Argentine, Estonie, Lituanie, Bulgarie et Bosnie-Herzégovine, entre 1991 et 1997. Les résultats décevants de la caisse d'émission en terme de crédibilité ont alors amené les partisans des solutions en coin à proposer un régime monétaire encore plus radical et « irréversible » : la dollarisation officielle et intégrale. Après avoir éliminé la gestion active du taux de change et la définition des conditions monétaires domestiques avec le Currency Board, la nouvelle solution miracle consistait à éliminer purement et simplement la monnaie nationale et à lui substituer une xénomonnaie (monnaie étrangère). La dollarisation de l'Equateur, au cours de l'année 2000, c'est-à-dire au moment même où la crise argentine débutait, s'inscrit pleinement dans cette logique de fuite en avant vers la recherche de la crédibilité ultime.

2. La crise

Les principales justifications du passage à la dollarisation demeurent néanmoins propres à l'Equateur. L'adoption d'un régime de dollarisation a été la réponse donnée par les autorités

¹ Voir Graz (2004, p.53).

équatoriennes à une crise économique et politique sans précédent. Sur le plan économique, le pays a dû affronter la récession, les faillites bancaires et l'amorçage de l'hyperinflation. L'intensification de la crise en 1998 trouve son origine dans l'impact de deux chocs exogènes (le phénomène climatique *el niño* et la sévère chute du prix du pétrole brut, qui représentait 45% des exportations). Le marasme économique ambiant a alourdi les déficits publics¹. Le niveau de la dette externe rapportée au PIB a doublé entre 1996 et 2000, passant de 76,1% du PIB à 154,1% du PIB, ce qui conduira l'Equateur à suspendre unilatéralement le paiement du service de sa dette au cours de l'année 2000. Les fuites de capitaux entraînèrent une chute de la monnaie nationale. Entre janvier 1998 et janvier 2000, le cours du sucre est ainsi passé d'un taux d'environ 5000 sucres par dollar au taux de conversion officiel de 25000 sucres² - retenu pour le passage à la dollarisation. A cela s'ajoute, la profonde crise bancaire qui s'enclenche dès 1998.

Les trois principales causes de la crise bancaire sont :

- l'accroissement du volume des créances douteuses ;
- l'approfondissement de ce que les Equatoriens appellent la « relation incestueuse » entre les banques et les groupes financiers familiaux aux commandes des principales entreprises du pays ;
- les mesures prises dans la précipitation par le gouvernement pour tenter de préserver le système bancaire (taxe de 1% appliquée sur toutes les transactions financières à partir de janvier 1999, fermeture provisoire des banques en mars 1999, gel de 50% des soldes de tous les dépôts pour une durée d'un an à partir de mars 1999).

Malgré la garantie des intérêts des déposants privés, suite à la création de l'Agence de Garantie des Dépôts (AGD), ces mesures ont eu pour effet d'inciter les déposants à se détourner des banques, provoquant une baisse considérable des encaisses bancaires. 16 des 43 banques durent déposer leurs bilans, obligeant le gouvernement à assumer les pleines garanties légales sur les dépôts bancaires, et donc à accroître les déficits publics vers des niveaux records. Toujours pour préserver le système bancaire, la Banque Centrale a fortement accru l'émission de liquidité sur le marché. La base monétaire doubla en quelques mois, ce qui fit craindre une hyperinflation et favorisa la fuite de capitaux et l'effondrement du sucre.

La libéralisation financière des années 1990 a été un facteur déterminant dans l'emballement de la crise bancaire³. Elle a tout d'abord favorisé la mobilité du capital. Dans le contexte mouvementé de la crise, le résultat a été la fuite des capitaux et l'évasion fiscale vers les banques *off-shore*. Cette sortie de capitaux est estimée à 15 points de PIB pour l'année 1999. Sur un plan plus structurel, elle a favorisé, au milieu des années 1990, le boom des crédits liés et concentrés à destination des groupes financiers détenus par les élites économiques et politiques du pays. Par la suite, le plan de sauvetage du système bancaire par l'Etat en 1998-99 a largement été motivé par la volonté de sauvegarder les intérêts de ces élites qui se sont empressées de placer leurs capitaux à l'étranger. La crise et la dollarisation ont ainsi profité aux banquiers et aux

¹ Entre 1995 et 1999, le ratio déficit public/PIB passe de 1,6 à 7,2%.

² Ares (2001, p.9).

³ En particulier l'application de la Loi Générale des Institutions Financières (LGISF) de 1994. Pour un développement de cette problématique, voir Montalvo (2001), Pauker (2002) et Paez (2003).

débiteurs les plus importants, au détriment des épargnants et des couches de la population les plus pauvres.

3. La solution : la dollarisation et la levée de l'aléa moral

Même si les débats sur la dollarisation avaient été engagés quelques mois auparavant, l'annonce faite par le Président Jamil Mahuad, le 9 janvier 2000, fut une surprise. Quelques semaines plus tard, il est renversé par un coup d'état militaire. Ce dernier a largement été soutenu par la population touchée par la crise, en particulier, les diverses composantes indigènes qui ont largement contribué à la rénovation du paysage politique depuis la fin des années 1990. Son successeur provisoire, le vice-président Gustavo Noboa, maintenait le projet, plutôt impopulaire. Le 29 février 2000, le Congrès votait la Loi Fondamentale pour la Transformation Economique¹ - communément appelée loi *Troleybus* – contenant les dispositions du passage à la dollarisation. Après une période de transition, le dollar remplaçait intégralement le sucre, le 13 septembre 2000. Pendant ce temps, les Etats-Unis, le FMI², la Banque Mondiale et la BID avalisaient le projet. La décision de dollarisation n'en reste pas moins une décision unilatérale de l'Equateur.

Le passage à la dollarisation a été une réforme radicale sur le plan économique et financier, certes. Mais c'est sur le plan politique que le caractère radical de la dollarisation est le plus important. En effet, la dollarisation signifie l'impossibilité pour la Banque centrale de manipuler la monnaie... pour répondre aux difficultés de quel qu'agent que ce soit. Dans le cas de l'Equateur, il ne s'agit pas d'une décision anodine, compte tenu des actions passées de la Banque Centrale de l'Equateur en matière de création monétaire. Déjà en 1982, la Banque centrale avait été utilisée pour éponger la dette des plus grandes entreprises du pays, estimée à 1200 millions de dollars US. Le dernier épisode en date fut le sauvetage des banques lors de la crise de 1998-99. Plus que la suppression de la monnaie nationale, la dollarisation signifie la fin de l'intervention de la Banque centrale pour le compte du gouvernement ou de groupes de pouvoir économique³. Plus largement, elle constitue la fin d'un modèle de société oligarchique qui avait atteint ses limites. Ainsi, si la rationalité économique de l'adoption du régime de dollarisation, sans préparation, paraît difficile à cerner, c'est avant tout parce qu'il faut comprendre cette décision avant tout comme une faillite des élites équatoriennes. Comme le soulignent Fayolle et Marconi, la dollarisation constitue « [...] l'ultime possibilité de remise en

¹ Cette loi prévoyait une dizaine de réformes juridiques et économiques, dont les principales concernaient le changement du régime monétaire et cambiaire, la restructuration des dettes des personnes physiques et morales, les mécanismes de contrôle des institutions financières, la dette publique, le renforcement de l'investissement privé dans les secteurs du pétrole, de l'électricité et des télécommunications, le code du travail (Teran 2001).

² « La dollarisation n'est pas, je dois l'avouer, le type de politique que nous aurions recommandé à ce stade pour l'Equateur. Mais, dans ce type de situation, nous ne sommes pas idéologiques ou strictement attachés à ce que nous proposons. Ce pays a décidé cela. Désormais, notre rôle consistera à faire tout ce que nous pouvons pour les aider dans cette voie », Michel Camdessus, 17 janvier 2000, cité par Hanke (2003, p.136).

³ « L'histoire de ces vingt dernières années et celle de la République [d'Equateur] nous révèle un phénomène récurrent : on a utilisé la Banque Centrale pour couvrir par l'inflation ou la dévaluation les problèmes de quelques-uns. [...] Certains groupes étatiques, du monde de l'entreprise, de la banque ou de la politique savaient qu'ils pouvaient obliger en définitive la Banque Centrale à résoudre leurs problèmes particuliers sur le compte de la communauté » (Lucio-Paredes 2000, p.74).

ordre d'une société dans laquelle il devenait impossible de parvenir à un consensus pour assurer la viabilité du modèle traditionnel, si bien qu'un changement radical s'imposait »¹.

4. Stabilisation monétaire et pétrodollars

Le principal mérite de la dollarisation a été de réduire de manière remarquable l'inflation (voir doc. 1). Avec la chute de l'inflation et l'élimination du risque de change, la confiance monétaire est revenue et on a constaté un retour de l'épargne². L'Equateur a également pu renouer avec la croissance, après la grave récession de 1999 (-6,3% du PIB). L'année 2004 demeure exceptionnelle, avec une croissance estimée à 6,5%. Ce très fort rebond s'explique largement par l'envolée des prix du pétrole et l'entrée en production d'un second oléoduc de pétrole lourd (OCP) entre l'Amazonie et l'océan au dernier trimestre 2003. Cette croissance est donc pour l'essentiel concentrée sur le secteur pétrolier, dont le PIB a progressé de plus de 35% - alors que la croissance du secteur non pétrolier était limitée à seulement 2,5%.

Ce contexte favorable a permis au gouvernement de mener à bien sa politique budgétaire restrictive, définie avec le FMI et appuyée par la Loi de stabilisation budgétaire qui fixe le cadre d'utilisation des recettes pétrolières pour ramener la dette publique à 40% du PIB en 2007. L'excédent budgétaire s'établissait ainsi à 1,8% du PIB en 2003 - soit un excédent primaire égal à 5,1% du PIB – et le secteur public non financier parvenait à un excédent de 2,7% du PIB en 2004. Ces indicateurs ont favorisé l'abaissement de la prime de risque (600 pdb début mars 2005) et le relèvement de la notation de l'Equateur par l'agence Standard & Poors. L'Equateur prévoit donc, dès cette année, son retour sur les marchés internationaux depuis le défaut de 1999-2000, avec une émission prévue de 750 millions de dollars (qui pourrait être suivie d'une autre émission sur le marché européen en juin³). Compte tenu des autres modes de financement externe (BID, Banque Mondiale, CAF) et de l'accumulation de 500 millions de pétrodollars dans le fonds de stabilisation pétrolière (FEIREP), l'Equateur parviendra largement à couvrir dès cette année ses besoins pour 2006⁴.

Cette amélioration ne doit cependant pas occulter l'extrême dépendance de l'économie équatorienne au pétrole (20% du PIB, 50% des recettes d'exportation et plus de 25% des recettes budgétaires). Cette spécialisation pourrait devenir un handicap sérieux à moyen terme, compte tenu de la dollarisation. Par ailleurs, l'inertie d'une inflation, certes ralentie (moins de 1,5 % en mars 2005), mais qui a subsisté à un niveau trop élevé pendant plusieurs années pour une économie dollarisée, a tout de même entraîné une appréciation du taux de change réel de plus de 40% sur la période 2000-2003. La perte de compétitivité a creusé les comptes externes (triplement du déficit commercial qui a atteint plus de 4% du PIB en 2002, avant un retour à l'équilibre en 2004, grâce aux recettes d'exportation de pétrole). Elle a également favorisé un exode de plus du quart de la population active équatorienne vers l'Europe et les Etats-Unis depuis

¹ Fayolle & Marconi (2001, p.2).

² Ainsi, durant les premiers mois de l'année 2000, les dépôts dans les comptes courants ont augmenté de 488 millions de dollars, tandis que les dépôts dans les comptes à terme se sont accrus de 402 millions de dollars (Ares, 2001, p.12).

³ La première étape a consisté à convaincre les grandes banques d'investissement américaines et allemandes d'acquérir 275 millions de dollars de bons équatoriens (février 2005).

⁴ DREE (2005).

2000. L'économie informelle représente plus de 35% du PIB et plus de la moitié de la population vit en dessous du seuil de pauvreté.

Doc.1. Equateur - Indicateurs

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Croissance du PIB (%)	4,1	2,1	-6,3	2,8	5,1	3,4	2,7	6,5	3,5p
Taux annuel d'inflation (%)	30,7	36,1	61,1	91,0	24,6	9,5	6,1	1,9	2,0p
Dette extérieure publique / PIB (%)	ı	-	1	71,1	54,1	46,9	42,3	36,5	
Index salaires réels	116,6	109,6	105,7	76,0	105,3	102,9	101,0	-	-
Taux de chômage (% pop.active)	9,3	11,8	15,1	10,3	8,7	11,1	11,3	11,4	-

p. prévision

Source : Banque Centrale de l'Equateur

II. L'INSECURITE MACROECONOMIQUE : UNE DYNAMIQUE DU CREDIT ET DES TAUX D'INTERET DEFAVORABLE

Contrairement aux prévisions, la dollarisation n'a pas apporté sur le long terme un contexte serein de taux d'intérêt. Ces derniers se maintiennent à un niveau élevé, ce qui pénalise à terme le secteur productif. Après avoir présenté les forces en présence et dressé les grandes lignes de la dynamique du crédit et des taux d'intérêt en Equateur depuis la dollarisation, nous énoncerons les différentes explications données au niveau élevé des taux d'intérêt, puis nous soulignerons les solutions envisagées pour mettre fin à cette situation préoccupante.

1. Institutions du secteur bancaire

Trois institutions du secteur bancaire cohabitent en Equateur : la Banque Centrale, la Superintendance des banques et l'Agence de Garantie des Dépôts.

a/ La Banque Centrale

Avec le passage à la dollarisation officielle et intégrale, l'institution Banque centrale devrait ressembler à une coquille vide, et la logique voudrait qu'elle disparaisse. Au Panama, par exemple, il n'y a pas de Banque centrale. Il n'en est pas de même en Equateur. La Banque Centrale de l'Equateur a été préservée, même si son effectif a été réduit de 80 % et l'ensemble de ses missions redéfini.

En 2000, sa principale mission a été de retirer le sucre de la circulation et de le remplacer par le dollar américain. Un des points les plus surprenants est que la Banque centrale demeure encore un institut d'émission. Elle émet, en effet, de la monnaie divisionnaire (pièces de 1, 2, 5, 10, 25 et 50 centavos qui circulent parallèlement aux pièces et billets émis par la Réserve fédérale). L'émission de cette monnaie divisionnaire s'établit selon les principes du Currency Board (couverture intégrale de l'émission par des réserves en dollar US). Cette mission est évidemment contraire à la logique de la dollarisation intégrale. Officiellement, l'émission de monnaie divisionnaire a été préservée pour des raisons pratiques : elle permet d'assurer l'approvisionnement de la circulation monétaire et d'éliminer les coûts d'acheminement des pièces depuis les Etats-Unis. Mais on peut y voir également la volonté de l'Equateur de préserver un attribut de sa souveraineté monétaire. Ce hiatus entre la recherche de crédibilité à l'aide d'une xénomonnaie et le maintien de signes monétaires domestiques est à l'origine d'un casse-tête institutionnel toujours non résolu à ce jour. Les pièces mises en circulation ne précisent pas, en effet, la dénomination de l'unité de compte. Il ne peut pas s'agir de « cents » de dollar américain, puisqu'elles sont émises par la Banque Centrale de l'Equateur et comprennent des référents équatoriens (mention « Republica del Ecuador », symboles et personnalités équatoriennes). Il ne s'agit pas non plus de centimes de sucre, puisque la monnaie nationale a été remplacée par le dollar américain. Cette ambiguïté est d'autant plus criante que la Constitution du pays stipule, encore aujourd'hui, que la monnaie nationale est le sucre.

Cette question, apparemment anodine, mérite que l'on s'y arrête quelques instants. Elle renvoie, en effet, à la délicate question de la légitimité monétaire¹. Il ne faudrait pas croire que le passage à la dollarisation officielle et intégrale permet de dépasser la crise de légitimité de la monnaie domestique. La « mauvaise » monnaie (le sucre), devenue illégitime, a certes été remplacée par une « bonne » monnaie. Mais cette nouvelle « bonne » monnaie est avant tout une xénomonnaie émise par un pays étranger. Se pose alors la question de la légitimité de ce nouvel instrument qui recèle en lui une dimension symbolique et identitaire d'une autre « communauté imaginaire »². Le dollar américain est-il une monnaie légitime pour les Equatoriens ? La population équatorienne peut-elle s'identifier aux symboles qui s'affichent sur les pièces et billets américains ?

Les autorités équatoriennes ont parfaitement compris les défis posés par le changement de la monnaie « légale ». C'est pourquoi une vaste campagne d'information et de communication a été lancée pour familiariser les Equatoriens à la nouvelle monnaie. Le passage à la dollarisation a également été facilité par la dollarisation *de facto*, surtout après le gel des dépôts bancaires en mars 1999. Les nombreux débats autour de la signification de la dollarisation, largement animés par certains groupes de pression (lobbies de la côte de la région de Guayaquil, la plus prospère et la plus favorable à la dollarisation) ont préparé les Equatoriens au changement de monnaie. Le processus a néanmoins rencontré des craintes et des résistances. Certains partis politiques ont initialement fait campagne contre la dollarisation, en insistant sur la perte de souveraineté. Les populations indigènes, dont le poids politique s'est accru ces dernières années, ont marqué leur désapprobation avant de s'allier à Lucio Gutierrez, devenu Président de la République en 2002³.

.

¹ Les analyses courantes de la dollarisation ne traitent généralement pas cette question. Seuls certains travaux qui accordent une place à la dimension « institutionnaliste » de la monnaie l'abordent. Voir en particulier Cohen (2004), Théret (2003), Minda (2004), Ponsot (2002).

² Cohen (2004).

³ Ce dernier a maintenu la dollarisation, ce qui explique son surnom : le « traître » (« *el traidor* »).

L'opposition d'importants dirigeants de l'église catholique a eu une influence certaine dans les régions rurales. L'annonce de la dollarisation a provoqué des manifestations spectaculaires et des refus de convertir les sucres en dollars, en particulier à Quito. Les opposants expliquaient que l'on tuait le Maréchal Antonio José de Sucre – héros de l'indépendance qui avait donné son nom à la monnaie – pour la deuxième fois. Le changement d'unité de compte a perturbé les populations les moins éduquées. Dans certaines régions, l'affichage des prix en sucres a persisté. L'analphabétisme n'a pas favorisé l'extension du dollar : contrairement aux billets en sucres qui étaient de couleurs et de tailles différentes selon la dénomination, les billets en dollars sont tous verts et de taille similaire, si bien qu'il est difficile de les différencier. A cela, s'ajoutent les contrefaçons, phénomène dont il est difficile de mesurer l'ampleur. Les pièces posent moins de difficulté. Elles sont émises par la Banque Centrale de l'Equateur et contiennent des symboles équatoriens¹.

La Banque Centrale de l'Equateur continue par ailleurs d'assurer la compensation interbancaire, de gérer les opérations externes du gouvernement et assume même une mission prudentielle en gérant les réserves obligatoires des institutions financières qui figurent au passif de son bilan. Elle a également recentré ses activités sur l'analyse statistique et macroéconomique et remplit une mission culturelle de premier plan avec, en particulier, la gestion des plus importants musées du pays. En définitive, la disparition de la fonction de prêteur en dernier ressort est la principale conséquence du passage à la dollarisation. Habituellement, une Banque centrale utilise son pouvoir de création monétaire pour injecter de la liquidité sur le marché monétaire et ainsi porter assistance aux banques temporairement en déficit de liquidité. Cette fonction est primordiale car elle permet de maintenir la stabilité du système financier et de limiter les risques de crise bancaire. La Banque centrale d'Equateur ne peut plus assumer ce rôle. Si elle souhaite alimenter les banques équatoriennes en liquidité, elle doit utiliser ses propres réserves en dollars ou emprunter des dollars à l'extérieur.

b/ La Superintendance des Banques (« Superintendencia de Bancos y Seguros » - SBS)

Les bases de cet organisme public, créé en 1927, ont été redéfinies lors de la réforme financière de 1994. Il s'agit d'un organisme technique et autonome, composé d'un Comité Bancaire (« *Junta Bancaria* ») de cinq membres qui constitue l'organe décisionnaire de cette administration. La Superintendance est chargée de s'assurer du bon fonctionnement et du contrôle de l'organisation, de la dissolution et de la liquidation des institutions financières et des compagnies d'assurance. Elle est le principal fournisseur de statistiques sur le secteur bancaire, même si la Banque Centrale de l'Equateur étend ses activités dans ce domaine.

¹ Il est à noter que la pièce d'un dollar américain, peu utilisée aux Etats-Unis, cultive une certaine ambiguïté : elle représente une femme indigène et son enfant, ce qui explique en partie sa popularité.

c/ L'Agence de Garantie des Dépôts (AGD)

L'AGD a été créée en décembre 1998 par le gouvernement, afin de préserver les dépôts privés à $100\%^1$. L'institution a assumé avec plus ou moins de succès le contrôle de la vingtaine de banques en situation critique en vue de les réhabiliter, de les fusionner ou de les liquider². La restructuration du secteur bancaire public, qui représentait 18,6 % du total des actifs en 2002, prend du retard par rapport au calendrier avancé au FMI : la vente de la dernière banque publique (*Banco del Pacifico*) est à nouveau repoussée (en 2005) et la liquidation des huit banques qui restent encore sous la tutelle de l'AGD n'est toujours pas réalisée³. Après avoir été financée par des fonds publics, l'AGD reçoit désormais une cotisation annuelle des banques, équivalente à 6,5 pour mille de la valeur de leurs actifs.

2. Consolidation du système bancaire, taux d'intérêt dissuasifs et restriction du crédit aux entreprises

La crise bancaire de 1998 à 1999 a sévèrement épuré le système bancaire. Aujourd'hui, seulement 23 banques subsistent⁴ – dont 22 sont des établissements privés – contre 43 en 1998. Il a fallu néanmoins attendre les années 2001, 2002 et 2003 pour constater un réel redressement de l'ensemble des indicateurs de la santé du secteur bancaire. Fin 2003, le ratio créances échues/créances totales pour les banques privées n'était plus que de 5,1% contre 12,5% en 2001. La rentabilité des banques s'est considérablement améliorée. Le taux de rentabilité moyen s'établissait à 11,5% en 2002, après avoir atteint un niveau record de 14,9% en 2001. En 2003, les bénéfices ont augmenté de 31 % pour l'ensemble du secteur⁵.

Cette consolidation du système bancaire ne doit cependant pas masquer les faiblesses du marché du crédit équatorien. Le processus de certification des banques équatoriennes, entré en vigueur en 2002, classe toujours deux banques étrangères aux premiers rangs des banques performantes (Citibank et Lloyds Bank avec AAA-, en mai 2004). Viennent ensuite Banco de Guayaquil et Produbanco (AA+)⁶. Pichincha, la plus grande banque du pays, n'est classée que huitième⁷.

¹ Depuis mars 2001, la garantie des dépôts a été ramenée à 50% pour les opérations supérieures à 8000 dollars.

² L'AGD organise notamment des enchères publiques des biens mobiliers et immobiliers des banques en liquidation, afin de rembourser les épargnants lésés et l'Etat, premier créancier des banques.

³ Pour une présentation critique de l'action de l'AGD, voir Brito (2003b).

⁴ Les banques, classées dans l'ordre décroissant de leurs actifs, étaient, en mai 2004 : Pichincha, Guayaquil, Produbanco, Pacifico (publique), appelées les « quatre grandes », car elles regroupent la majorité des actifs bancaires ; viennent ensuite Bolivariano, Internacional (Espagne), Austro, Solidario, Citibank (Etats-Unis), Machala, General Rumiñahui, Unibanco, MM Jaramillo Arteaga, Lloyds Bank (Royaume-Uni), CentroMundo, Loja, Amazonas, Litoral, Cofiec, Territorial, Comercial de Manabí, et Sudamericano. A noter, en 2004, l'arrivée d'une 24ème banque dans la région de Guayaquil : Delbank.

⁵ Les banques qui ont réalisé les plus grands bénéfices, en 2003, étaient : Pacifico, Pichincha, Internacional et Unibanco.

⁶ Ces résultats n'ont qu'une portée locale. Réalisés par des agences présentes en Equateur, ils ne prennent pas en compte le risque-pays.

⁷ Elle demeure cependant une des cent meilleures banques d'Amérique latine, selon la revue *America Economia*.

Sur un plan plus macroéconomique, le principal facteur d'inquiétude réside dans le niveau dissuasif des taux d'intérêt (doc.2), ce qui constitue un frein majeur à l'investissement.

	Taux débiteur de référence*	Taux créditeur de référence**	Taux annuel d'inflation
Mars 2000	15,57	9,72	80,9
Mars 2001	15,67	7,56	58,8
Mars 2002	14,01	5,12	15,3
Mars 2003	12,78	5,54	9,2
Mars 2004	12,68	4,92	3,9
Mars 2005	9.47	3 51	1.5

Doc.2. Taux d'intérêt et inflation

Source : Banque Centrale de l'Equateur

L'annonce de la dollarisation en janvier 2000 a stoppé les anticipations de dévaluation et entraîné dans son sillage une baisse des taux d'intérêt¹. Le document 2 donne une vision sommaire de l'évolution sur la période 2000-2005. Le principal constat est la baisse des taux d'intérêt nominaux, mais l'augmentation des taux d'intérêt réels, qui demeurent élevés. A cela s'ajoute l'inégalité de traitement qui existe entre, d'une part, les grandes entreprises et, d'autre part, les petites et moyennes entreprises. Le taux d'intérêt débiteur de référence (« tasa activa referencial ») ne concerne en effet que les entreprises qui ont un chiffre d'affaires supérieur à cinq millions de dollars, c'est à dire seulement 700 entreprises. Les autres entreprises empruntent à un taux supérieur de cinq à six points en movenne. Cet effet de sélection ne cesse de s'accentuer avec le temps². Si l'on prend en compte les taux créditeurs, on aboutit à un spread élevé: 6 points aujourd'hui, voire 9 points en mars 2002 pour les grandes entreprises. La marge financière auprès des autres entreprises est encore plus élevée : entre 12% et 20%.

Autre facteur d'inquiétude, la faiblesse et le caractère déséquilibré du crédit. En décembre 2003, le volume des crédits (et provisions) s'établissait à 3355 millions de dollars, tandis que les dépôts s'élevaient à 4900 millions de dollars. Les micro-entreprises urbaines et rurales (« microempresesas ») sont les plus touchées par ce phénomène de rationnement ou de restriction du crédit. On en décompte 1,3 million dans le pays. Leur activité ne représente que 10 à 15% du PIB, mais elles génèrent 2,5 millions d'emploi et 42% de la population vit indirectement grâce à ce secteur. Or 70% d'entre elles n'ont pas accès au crédit traditionnel. Elles sont alors tentées de se tourner vers des créanciers informels (les « chulqueros ») qui pratiquent des taux prohibitifs³. Si les banques semblent délaisser le crédit aux entreprises, il n'en est pas de

^{*}Taux d'intérêt nominal moyen des crédits à 84-91 jours accordés par les banques privées aux entreprises du secteur privé.

^{**}Taux d'intérêt nominal moyen des dépôts à terme (84-91 jours) dans les banques privées.

¹ Entre la première et la troisième semaine de janvier 2000, le taux d'intérêt débiteur moyen passe de 90% à 43%, le taux interbancaire de 153% à 26%.

² Voir Brito (2003c, p.17).

³ Les taux annuels sont compris entre 120 et 150% (Brito 2003a, p.28).

même pour le crédit à la consommation, en particulier en ce qui concerne le financement des achats d'automobiles. La vigueur du crédit à la consommation ne masque cependant pas une tendance majeure qui caractérise les banques équatoriennes depuis la dollarisation : le maintien de positions structurelles de surliquidité. La « réserve autonome de liquidité » (« autoseguro ») du système bancaire, c'est-à-dire les réserves « excédentaires » de liquidité spontanément accumulées par les banques, s'établissait à 2068 millions de dollars en juillet 2004, soit une valeur correspondant à 31,5 % du total de leurs actifs. A cela s'ajoute un autre trait marquant du comportement des banques : le développement rapide du placement de leurs liquidités à l'étranger. Les opérations réalisées par les succursales off-shore prennent ainsi une place de plus en plus importante dans l'activité des principales banques¹. Banco del Pichincha dispose ainsi de succursales en Colombie et au Pérou, pays voisins, mais aussi à Miami et Nassau (Bahamas). Banco del Pacifico dispose également de filiale off-shore à Miami et au Panama. Produbanco est présente aux Iles Cayman. En résumé, tout se passe comme si les banques équatoriennes abandonnaient progressivement l'activité de financement de l'activité productive par le crédit bancaire pour se consacrer à des activités plus lucratives et délocalisées.

3. Explications courantes

Plusieurs explications sont avancées pour justifier le niveau élevé des taux d'intérêt et la frilosité des banques à l'égard des entreprises. Selon l'Association des Banques Privées, il y a deux facteurs essentiels qui justifient des taux d'intérêt et une marge si élevés : (1) le *risque-pays*; (2) les *impôts, contributions et autres taxes* auxquels les banques sont soumises. L'AGD réfute cet argument et considère que la première cause est à trouver dans les coûts *opérationnels et de personnel trop élevés*. Selon elle, une plus grande spécialisation des banques aurait l'avantage de diminuer ces coûts.

D'autres explications dénoncent le *caractère oligopolistique du marché bancaire équatorien*: les « quatre grandes » concentrent pratiquement les deux tiers des actifs (Pichincha 27%, Guayaquil 15%, Pacifico 11%, Produbanco 11%, en mai 2004). Selon une étude de la CAF, sur l'ensemble des Amériques, seuls le Salvador, le Pérou et le Mexique ont des marchés bancaires plus concentrés². Cette concentration attribuerait un *pouvoir de marché* aux grandes banques. Celui-ci expliquerait la résistance des taux d'intérêt à la baisse et la sélectivité défavorable aux petites et moyennes entreprises. Sur ce dernier point, il est vrai que l'épurement lié à la crise bancaire n'a pas complètement épuisé la « *relation incestueuse* » *entre les plus grandes entreprises et les principales banques du pays*. Ces dernières restent encore majoritairement contrôlées par des groupes financiers³ contrôlés par les principales familles d'Equateur, si bien que la pratique des « crédits-liés », de nature préférentielle, est toujours d'actualité. Enfin, on invoque les insuffisances du système judiciaire équatorien, qui serait défavorable aux créanciers, pour expliquer l'apathie de la dynamique du crédit.

¹ En 2003, les dépôts réalisés à l'étranger par les banques équatoriennes ont augmenté de 36,2 %. Les banques les plus actives dans ce domaine étaient Pichincha, Bolivariano, Banco de Guayaquil et Pacifico.

² Voir Brito (2003c).

³ Ainsi Banco de Guayaquil est-il en réalité un groupe financier comprenant la banque du même nom, les filiales de Rio Guayas, Guayaquil Bank and Trust, Fideicommis BG et Multivalores BG. Autour de Produbanco s'est constitué le groupe financier Produccion avec les filiales Produfondos et Produvalores.

4. Autre explication : l'inélasticité de l'offre de liquidité

A toutes ces explications, il convient d'ajouter un argument de nature plus théorique et directement imputable à la dollarisation : l'inélasticité de l'offre de liquidité ultime par la Banque Centrale. Selon cette hypothèse, l'absence de refinancement accommodant et de prêt en dernier ressort aurait nécessairement pour corollaire une faible dynamique du crédit et un niveau élevé des taux d'intérêt. Deux types d'explication peuvent être avancées pour expliquer ce phénomène, selon que l'on s'appuie sur la conception traditionnelle de l'offre de liquidité par la Banque centrale ou sur la conception post-keynésienne « horizontaliste » relative à cette question.

Si on adhère à la conception traditionnelle de l'offre de liquidité par la Banque centrale, le raisonnement est le suivant. Les anticipations des banques relatives à leur position de liquidité jouent un rôle déterminant dans leur offre de crédit. L'impossibilité pour la Banque centrale de « créer » de la liquidité ultime pour les banques constitue un signal fort lancé à destination des banques. On retrouve ici la question de la levée de l'aléa moral. Pour maintenir leur position de liquidité, celles-ci doivent rationner leur offre de crédit. Le gel de la fourniture de liquidité par la Banque centrale invite les banques à refuser l'octroi de crédit, et/ou à accumuler des réserves de liquidité, en vue de répondre à la demande de crédit. Selon cette perspective, l'inélasticité de l'offre de liquidité par la Banque centrale a un impact négatif sur la dynamique du crédit à travers le comportement d'offre de crédit des banques.

Si on adhère à la conception post-keynésienne « horizontaliste » de l'offre de liquidité par la Banque centrale, la dollarisation constitue un « régime monétaire contre-nature » l. Elle signifie, en effet, que la Banque centrale n'est pas « accommodante » dans son offre de liquidité ultime, ou, dit en d'autres termes, que le principe d'endogénéité des réserves est contrarié le Contrairement à la conception traditionnelle, ici, les banques satisfont toute demande de crédit remplissant les critères de sélectivité et de solvabilité (« creditworthness »). L'absence d'accommodation de la Banque centrale dans son offre de refinancement est génératrice de hauts taux d'intérêt. Cette élévation du taux d'intérêt a alors une répercussion défavorable sur la demande de crédit.

Quelque soit l'approche adoptée, on aboutit à la même conclusion : la dollarisation, en aliénant les prérogatives traditionnelles de *Central Banking*, crée un contexte défavorable pour l'expansion du crédit domestique. La condition pour contrecarrer ces tendances déflationnistes inhérentes à la dollarisation est l'entrée régulière et massive de devises³. Pour l'instant, l'Equateur bénéficie d'une conjoncture favorable, avec le niveau élevé du cours du pétrole, qui permet d'engranger une quantité importante de pétrodollars et de circonscrire l'insécurité macroéconomique. Mais cela durera-t-il et empêchera-t-il la montée inexorable des taux d'intérêt réels ?

¹ Ponsot (2002, p.202).

² Pour une présentation des thèses « horizontalistes » sur la Banque centrale, voir Lavoie (2004) et Rochon & Rossi (2005).

³ Voir Davidson (2002) et Ponsot (2003).

5. Tentatives de réponse

Compte tenu de la dollarisation, la Banque Centrale ne peut engager une politique de baisse de taux d'intérêt. Pour dissuader les banques de pratiquer des taux d'intérêt trop élevés, la Banque Centrale calcule, depuis août 2000, un taux d'intérêt plafond (« tasa máxima convencional ») qui ne peut être dépassé¹. La portée de cet instrument demeure cependant très modeste.

Un autre facteur favorable à la dynamique du crédit aux petites et moyennes entreprises et à un contexte de bas taux d'intérêt serait à trouver dans une *augmentation de l'implantation des banques étrangères*². Depuis les vagues de libéralisation financière impulsées par le Consensus de Washington, les banques étrangères contrôlent plus de la moitié de l'activité bancaire des économies latinoaméricaines³. Sur cette question, l'Equateur fait figure d'exception (avec le Brésil). Depuis la dollarisation, aucune banque étrangère ne s'est implantée en Equateur, malgré le souhait des autorités de voir entrer des investisseurs étrangers (en particulier espagnols). La Citibank et la Lloyds sont toujours présentes, mais la néerlandaise ABN-Amro a quitté le pays, en février 2001, en scellant toutefois une alliance avec le Banco del Pichincha⁴.

Il existe cependant des raisons de douter de l'impact positif que pourrait avoir un renforcement de la libéralisation financière et de l'implantation des banques étrangères en Equateur. En effet, la conséquence indirecte de ce processus dans les économies latinoaméricaines les plus concernées a été la diminution de la rentabilité des banques domestiques. Ces dernières ont réagi en réduisant les crédits de court terme – ce qui a restreint l'accès au crédit des petites entreprises – et en augmentant la part des crédits à moyen terme accordés à des emprunteurs plus risqués. Loin d'éliminer la fragilité du système bancaire domestique et les situations oligopolistiques, l'implantation de banques étrangères a renforcé ces deux phénomènes⁵.

Une proposition récurrente pour revigorer la dynamique du crédit est la mise en place d'un vaste *programme de micro-crédits* destinés aux petites entreprises. Pour cela, le gouvernement encourage les initiatives des institutions de micro-crédit qui prennent la forme de fondations, coopératives et ONG. Le marché du micro-crédit équatorien représente un potentiel de 500 millions à 1 milliard de dollars (soit entre 2,5% et 5% du PIB) et suscite donc l'intérêt des institutions étrangères. En 2003, SwissContact était la première institution et s'accaparait 35,6% du marché. Une autre impulsion provient directement du gouvernement qui s'est engagé à plusieurs reprises à instaurer des mécanismes de *micro-crédits à taux préférentiels*. Le problème est de trouver les ressources nécessaires à la constitution de ce qui pourrait prendre la forme d'un

¹ Dans sa forme la plus simple, ce taux correspond à 1,5 fois le taux d'intérêt débiteur de référence.

² Selon cette approche, une plus forte pénétration des banques étrangères permet une consolidation des systèmes bancaires locaux et un renforcement de l'efficience des institutions financières jusque-là protégées (Levy-Yeyati & Micco 2003, p.3).

³ Fonds Monétaire International (2000, p.152).

⁴ ABN-Amro a acquis 5% du capital du Banco del Pichincha, lui a transféré ses actifs et passifs en Equateur ainsi qu'une ligne de crédit de 50 millions de dollars pour le commerce extérieur. Cette image a renforcé l'image du Pichincha comme une des principales banques du pays, et a mis un terme a son déficit de crédibilité.

⁵ Pour une présentation détaillée de cette problématique, voir Gnos & Rochon (2005), Clarke & alii (2000) et Demirgüç-Kunt & Detragiache (1998).

Fonds National de Micro-crédit (FMN)¹ et d'éviter les désillusions². Pour alimenter ce fonds, il paraît difficile de mobiliser l'épargne domestique, relativement faible, et orientée vers d'autres types de placements. Une solution plus intéressante consisterait à mobiliser les transferts de capitaux provenant des Equatoriens installés à l'étranger. Ces fonds (« *remesas* ») constituent en effet la deuxième source d'entrées de capitaux dans le pays, après le pétrole.

III. L'INSECURITE FINANCIERE : COMMENT COMPENSER L'ABSENCE DE PRETEUR EN DERNIER RESSORT ?

Un des rôles d'une Banque Centrale est de contribuer à la stabilité du système financier en assumant la fonction de prêteur en dernier ressort. A travers cette fonction, la Banque Centrale porte assistance au secteur bancaire lorsque celui-ci est confronté à un problème de liquidité. Dans le cas contraire, la Banque Centrale prendrait le risque de mettre en péril la pérennité du système de paiements. Avec la dollarisation, cette fonction essentielle est annihilée : la Banque Centrale n'est plus en mesure de créer de la liquidité, ce qui accroît la portée du risque systémique et fait peser une menace sur le système bancaire. Afin d'atténuer l'insécurité financière qui découle de cette absence de prêteur en dernier ressort, les autorités équatoriennes ont imaginé des mécanismes de substitution, en particulier en ce qui concerne la fonction de prêteur en dernier ressort assumée jusque-là par la Banque centrale. Il s'agit, d'une part, de « lignes de défense » domestiques (« líneas de defensa ») sous la responsabilité de la Banque Centrale et de l'AGD, et, d'autre part, d'une recherche de modalités de prêt en dernier ressort externes. Ces mécanismes s'avérant insuffisants, un renforcement de la réglementation prudentielle est nécessaire.

1. « Lignes de défense » domestiques

a/ Le Fonds d'Assurance des Dépôts (« Seguro de Depositos »)

Le premier dispositif visant à sécuriser le système de paiements est le Fonds d'Assurance des Dépôts (« Seguro de Depositos »), géré par l'AGD. Ce système de garantie des dépôts privés, financé par les cotisations annuelles des banques (6,5 pour mille de la valeur de leurs actifs), a permis de constituer un fonds de 150 millions de dollars, ce qui correspondait à 2,3 % de la valeur des dépôts bancaires en juillet 2004. Le montant est faible mais demeure suffisant pour

¹ Burbano & Freire (2003, p.37).

² Dernier exemple en date : en mars 2004, l'espoir suscité par la promesse de micro-crédits à l'agriculture, à travers le *Banco National del Fomento*, a laissé la place au désenchantement, en raison des garanties exigées (en particulier l'obligation d'être propriétaire d'un véhicule). Certains observateurs soulignent le danger de politisation de la question du micro-crédit qui pourrait faire des micro-entreprises « la proie facile d'un gouvernement populiste » (Brito 2003a, p.31).

provoquer la grogne des banques qui estiment que cette cotisation grève leur rentabilité financière¹.

b/ Le Fonds de Liquidité (« Fondo de Liquidez »)

L'objectif du Fonds de Liquidité, créé en septembre 2000, est de résoudre les problèmes temporaires de liquidité, en accordant des crédits de court terme à des taux dissuasifs à des institutions financières qui rencontrent des difficultés de liquidité mais qui demeurent néanmoins solvables². On distingue deux types d'opérations : les crédits octroyés lors d'un déficit de liquidité à l'issue de la compensation interbancaire (prêts de 24 heures, accordés au maximum soixante fois à une même institution au cours d'une année) ; les crédits d'assistance de liquidité à plus long terme (prêts à 60 jours maximum, renouvelables une fois seulement). Le taux appliqué est en moyenne supérieur de quatre points au taux débiteur de référence (« tasa activa referencial »). Pour l'instant, la majeure partie des interventions sont destinées à couvrir les déficits de liquidité qui naissent lors de la compensation interbancaire³. Le Fonds de Liquidité ne peut allouer plus de 30 % de ses ressources à une institution financière (plus de 50 % à deux institutions financières).

Deux sources alimentent le Fonds de Liquidité : un apport préalable du gouvernement (70 millions de dollars), réalisé en 2000 ; les réserves obligatoires des institutions financières privées (60 millions de dollars en mars 2004). L'organe de décision du Fonds de Liquidité est le Directoire, composé d'un membre de la Banque Centrale, d'un membre de la Superintendance des Banques, du Vice-ministre de l'Economie, d'un représentant des banques commerciales et d'un représentant des sociétés financières.

Cette marge de manœuvre de la Banque Centrale sur la liquidité des banques est contestée par les avocats de la dollarisation qui y voit le maintien du problème de l'aléa moral qui a causé tant de dégâts lors de la crise de 1998-99. Au-delà de cette critique, il reste que l'efficacité de ce dispositif demeure *quantitativement* limitée, ce qui le rendrait sans doute insuffisant en cas de crise systémique. Les ressources ne dépassent pas 130 millions de dollars et le processus de décision est trop lourd pour envisager une action dans une situation d'urgence⁴.

c/ La gestion active du taux de réserves obligatoires

Initialement, la mise en place d'un taux de réserves obligatoires imposé légalement aux banques était censée remplir un rôle uniquement prudentiel. Mais cette disposition peut constituer un instrument de régulation de la liquidité. Une solution envisagée par la Banque Centrale de l'Equateur consisterait à augmenter progressivement le taux de réserves obligatoires (par exemple de 2 points tous les mois) jusqu'à atteindre un niveau relativement élevé (10 %, voire plus)⁵. La

² Voir Banco Central del Ecuador (2002a, pp.32-33) et Penaherrera (2003).

¹ Voir Caputti (2004).

³ Fin 2002, on dénombrait 99 opérations concernant 9 institutions financières, pour un montant moyen de 2,6 millions de dollars à un taux moyen de 18,72%.

⁴ En particulier, des conflits d'intérêt sont susceptibles d'apparaître au moment de la répartition des crédits entre les institutions à besoin de liquidité.

⁵ Depuis janvier 2001, le taux de réserves obligatoires sur les dépôts en dollar a été maintenu à 4 %.

BCE disposerait alors de marges de manœuvre élargies, en ayant la capacité d'abaisser le taux légal pour améliorer la liquidité des institutions financières.

Comme le remarque elle-même la Banque Centrale, ce système visant à instaurer de hautes exigences de liquidité présente néanmoins l'inconvénient de grever la rentabilité des institutions financières et risque d'entraîner une forme de « résistance » de leur part¹.

d/ Le recyclage optimale de la liquidité

Autre solution : gérer de manière optimale les situations de pénurie de liquidité. La constitution de systèmes de compensation interbancaire efficients s'inscrit dans cette perspective d'allocation optimale de la liquidité. La réforme du système de paiements interbancaires (SPI) administré par la Banque Centrale de l'Equateur a été imaginée en grande partie pour « améliorer le contrôle des risques systémiques et prévenir une situation de potentielle rupture du système de paiements »².

Une autre option consiste à renforcer l'efficience du système de recyclage de la liquidité. Un moyen de parvenir à ce résultat est d'encourager les innovations financières qui permettent aux banques d'économiser leurs réserves. Les activités de gestion de passif (« liability management »), par exemple, conduisent à la diminution de la part des « liquidités oisives » détenues en dépôt dans les banques et assurent une accélération de la vitesse de circulation de la liquidité. Il convient cependant de garder à l'esprit qu'il s'agit là d'un procédé factice qui n'améliore en rien la liquidité globale du système bancaire. Si on ajoute à cela que les innovations financières s'inscrivent nécessairement dans un processus de libéralisation financière porteur d'instabilité financière et générateur de crises bancaires³, on en vient à émettre des réserves quant à cette solution.

2. Externalisation de la fonction de prêteur en dernier ressort

Un autre mode de solution à l'absence de prêteur en dernier ressort domestique consiste à trouver une structure ou un agent extérieur capable d'assurer cette fonction.

a/L'internationalisation des banques

L'internationalisation du système bancaire est une condition de réussite de la dollarisation, car elle assure un soutien financier externe, à défaut de soutien interne. En cas de tension sur la liquidité, les banques équatoriennes ouvertes au capital étranger pourraient se tourner vers l'extérieur pour obtenir des dollars⁴. Cette forme d'externalisation de la fonction de prêteur en dernier ressort est largement développée au Panama et dans la plupart des économies

¹ Banco Central del Ecuador (2002a, p.34).

² Banco Central del Ecuador (2002a, p.19). Pour plus de détails, voir Banco Central del Ecuador (2002b).

³ Pour une mise en lumière de la relation entre libéralisation financière et crises bancaires dans les économies émergentes, voir Miotti & Plihon (2001).

⁴ Voir Naranjo (2004, pp.289-293).

sous *Currency Board*¹. Malheureusement, on l'a vu précédemment, les conditions ne semblent pas réunies en Equateur pour s'orienter dans cette voie. Plusieurs raisons contribuent aux réticences des banques étrangères à s'implanter en Equateur : les incertitudes macroéconomiques et politiques, le cadre juridique insuffisant, ainsi que le caractère oligopolistique du secteur bancaire, soumis à l'inertie des pratiques récentes marquées par un manque de transparence et une connivence étroite avec les élites économiques et politiques du pays².

b/ Le FLAR, prêteur en dernier ressort régional?

La dollarisation a incité la Banque Centrale de l'Equateur a dessiné les contours d'une « nouvelle architecture financière » pour le pays³. Parmi ses préoccupations, il y a la recherche d'un prêteur en dernier ressort international. L'institution accorde peu d'importance à l'éventuel recours à des lignes de crédit contingentes pré-nogociées avec un consortium de banques privées internationales. L'Argentine s'était engagé dans cette voie, en 1996, en signant un accord permettant à la Banque centrale de bénéficier d'une ligne de crédit plafonnée à 6,1 milliards de dollars. Selon les auteurs du rapport, l'expérience argentine montre que ces lignes de crédit tendent à disparaître lors de la perte de crédibilité : « Le gros problème avec ce type de dispositif, est que lorsqu'il y a une crise de confiance significative qui implique une élévation du risque-pays, les banques internationales rencontrent de sérieuses difficultés à s'exposer davantage sur le pays concerné, en raison des contraintes prudentielles auxquelles elles sont soumises »⁴.

Un organisme régional semble particulièrement disposé à assumer le fonction de prêteur en dernier ressort régional : le Fonds Latinoaméricain de Réserves (FLAR). Une présentation de cet organisme est donnée dans l'encadré 1. Les réflexions récentes menées au sein de cette institution régionale mettent l'accent sur la nécessité de plus en plus urgente d'un prêteur en dernier ressort international, ou à défaut régional, en raison du rétrécissement du champ d'action de prêteurs en dernier ressort domestiques lié au développement croissant de la dollarisation officieuse (Pérou, Bolivie ou Guatemala) ou officielle (Equateur, El Salvador, Panama)⁵. Moyennant quelques adaptations, les modalités de financement de court terme offertes par le FLAR, tels que les crédits de liquidité et les crédits contingents, offrent une solution séduisante pour combler cette carence. Il convient néanmoins de noter que les ressources du FLAR, à l'instar de celles du FMI, sont limitées. Contrairement à une Banque centrale qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort, le FLAR n'a pas le pouvoir de création de liquidité illimitée.

¹ On retrouve alors la configuration ancienne des colonies britanniques sous *Currency Boards*, dans la première moitié du XXème siècle: les banques locales ne pâtissaient pas de l'absence de prêteur en dernier ressort domestique, dans la mesure où elles étaient des filiales des banques de la *City*. La Banque d'Angleterre assumait le rôle de prêteur en dernier ressort pour l'ensemble de l'empire colonial. Voir Ponsot (2003).

² Voir Teran (2001, p.66).

³ Voir en particulier le consistant document intitulé : « Un projet de plan stratégique de long terme pour le développement de l'Equateur » (Banco Central del Ecuador 2002a).

⁴ Banco Central del Ecuador (2002a, pp.37-38).

⁵ Voir Meléndez & Mora (2001).

Encadré 1. Le Fonds Latinoaméricain de Réserves (FLAR)

LE FLAR (*Fondo Latinoamericano de Reservas*) est une institution monétaire et financière multilatérale à vocation régionale, créée le 8 juin 1978. Ses origines remontent en réalité à la « Convention pour la constitution d'un fonds andin de réserve » (12 novembre 1976), elle-même la conséquence de l'Accord de Carthagène (26 mai 1969), qui prévoyait une intégration renforcée des pays de la région andine (plus le Costa Rica), à travers notamment une coordination renforcée des politiques monétaires et financières des pays signataires (Bolivie, Colombie, Costa Rica, Equateur, Pérou, Venezuela).

Depuis la crise de la dette des années 1980, le FLAR a cherché élargir sa dimension géographique en se transformant en un fonds latinoaméricain de réserves – pour l'instant en vain. Aujourd'hui, son action est essentiellement complémentaire à celle d'autres institutions monétaires et financières multilatérales, telles que le FMI.

Les deux objectifs principaux du FLAR sont :

- 1-La prévention des déséquilibres des balances des paiements des pays membres en accordant des crédits ou en se portant garants de crédits accordés par des tiers.
- 2-Le renforcement de l'harmonisation des politiques monétaires, financières et de change des pays membres, dans le but de renforcer l'intégration des pays latinoaméricains.

En mars 2003, le capital souscrit s'élevait a 2,11 milliards de dollars. La répartition des contributions était la suivante : Bolivie et Equateur, 11,3% chacuns, Colombie, Pérou et Venezuela, 22,6% chacuns, Costa Rica 9,6%. Les allocations sont proportionnées aux apports des pays membres. La Bolivie et l'Equateur – considérés comme les pays les plus pauvres – bénéficient cependant de conditions préférentielles, avec un coefficient multiplicateur de 3,5 au lieu de 2,5.

Concrètement, l'action du FLAR s'effectue à travers l'octroi de crédits à court et moyen terme aux Banques centrales des pays membres. Les modalités de crédits sont multiples :

- 1-Crédits et garanties de crédits pour le soutien de la balance des paiements. Le but étant de renforcer la position de réserves internationales des Banques centrales et satisfaire leurs besoins de moyen terme en devises (durée maximale : 4 ans).
- 2-Crédits de liquidité. Ces crédits sont accordés pour satisfaire des besoins « extraordinaires » de devises, pour des périodes allant de 6 mois à un an.
- 3-Crédits contingents. Il s'agit de lignes de crédits ouvertes pour satisfaire les éventuels besoins de court terme en devises, lors d'attaques spéculatives d'origine interne ou externe sur le marché des changes ou d'anticipations de fortes variations du change. L'annonce d'une telle ligne de crédit peut contribuer à renverser les anticipations négatives, et rendre inutile l'utilisation effective des fonds accordés.
- 4-Crédits de soutien à la restructuration de la dette publique externe. Ils sont accordés aux Banques centrales pour faciliter les processus de renégociation de la dette publique externe, en parallèle d'interventions d'autres institutions financières internationales, et pour une durée maximale de 4 ans.

Depuis la fondation du FLAR, les crédits accordés aux Banques centrales ont principalement concerné les crédits de liquidité (2,58 milliards de dollars). Viennent ensuite les crédits de soutien des balances des paiements (2,14 milliards de dollars), puis les crédits contingents (0,38 milliard de dollars) et les crédits pour la restructuration de la dette (0,36 milliard de dollars).

Par ailleurs, le FLAR peut gérer les réserves en devises des Banques centrale des pays membres qui en font la demande.

Source: www.flar.net

3/ Le nécessaire renforcement de la supervision bancaire

Au-delà de la recherche d'un prêteur en dernier ressort externe, un régime de dollarisation doit disposer un système de supervision bancaire et financière plus solide encore que celui qui prévaut dans un système de *Central Banking*. A défaut de pouvoir *agir* en cas de crise, il convient

d'être davantage en mesure de *prévenir* les crises. La principale faiblesse du système de supervision bancaire et financière en Equateur réside dans l'inadaptation de la Superintendance des banques aux nouvelles exigences posées par la dollarisation. On peut reprocher à cette institution de ne pas avoir suffisamment développé d'instruments de contrôle et d'indicateurs d'alerte qui lui permettraient d'intervenir avec promptitude¹. Plus généralement, on notera le manque de coordination et les conflits d'intérêt récurrents entre la Superintendance avec la Banque centrale². Une fusion entre les deux institutions permettrait d'éliminer ce handicap et donc de renforcer l'efficacité de la régulation et de la supervision³.

CONCLUSION

Les dispositions imaginées par les autorités équatoriennes ne sauraient être aussi efficaces que les opérations classiques de refinancement et de prêt en dernier ressort. La capacité d'injection de liquidité fait l'objet d'un rationnement : les montants accumulés en prévision des mauvais jours sont limités et les lignes de crédits accordées par les institutions financières sont plafonnées. Outre le risque de fournir des ressources en quantités insuffisantes, ces dispositifs présentent l'inconvénient d'être extrêmement coûteux. Compte tenu de ces difficultés, il apparaît évident qu'un système bancaire d'une économie officiellement dollarisée n'est pas viable sans relations privilégiées avec le système bancaire du pays émetteur ou sans un accès aisé aux euromarchés. C'est là tout l'enjeu de l'abolition des prérogatives de *Central Banking* dans une économie ouverte dollarisée. La dollarisation ne saurait constituer une union monétaire, au sens classique du terme. Si union monétaire il y a, il s'agit d'une union monétaire « asymétrique ». Le *pouvoir monétaire* n'est pas partagé. Il reste entre les mains du pays émetteur de la « xénomonnaie ». Au-delà de la question du *Central Banking*, c'est donc *l'économie politique de la dollarisation* qui mérite d'être dévoilée. Les points suivants ouvrent quelques pistes qui mériteraient d'être explorées.

Appréhendée à un niveau très général, *l'économie politique de la dollarisation* pose la question de la *redéfinition des espaces monétaires* et du rôle des pays émetteurs des xénommonnaies. Dans cette optique, la dollarisation ne peut être détachée de deux dynamiques en cours : (1) la remise en cause du statut hégémonique du dollar ; (2) l'accélération de l'intégration régionale des Amériques (l'hémisphère occidental). Le projet américain émis en mars 2004 et visant à faire de la Banque Centrale de l'Equateur une antenne (« *oficina* ») de la Réserve Fédérale, afin de « faciliter la distribution du dollar [...] et maintenir la liquidité de la région andine »⁴, est révélateur de cette double dynamique. Le projet est apparu au moment où l'euro était au plus haut sur le marché des changes et suscitait un intérêt croissant de la part des

³ Le problème est qu'une telle centralisation risque de se heurter à des résistances (Naranjo 2004, p.294).

¹ Les raisons de cette incapacité de la Superintendance à adapter sa structure et ses moyens d'action sont multiples. La plus couramment avancée insiste sur les pressions exercées par les groupes financiers équatoriens qui n'auraient pas intérêt à ce type de réformes.

² Oleas (2003, p.38).

⁴ El Universo (2004). Selon l'article, un des avantages de la réalisation du projet serait une économie sur le côut de l'acheminement des billets verts dans la région. Un projet similaire d'*oficina* est prévue à Bagdad.

économies latinoaméricaines, au détriment du dollar. Il est apparu également au moment où s'engageaient les négociations du Traité de Libre Commerce (TLC) - projet d'accord commercial bilatéral entre les Etats-Unis et l'Equateur -, et où s'accéléraient les négociations commerciales avec les autres économies de la région.

Appréhendée au niveau des économies qui font le choix de remplacer la monnaie nationale par une monnaie étrangère, la dollarisation pose la question de la *souveraineté monétaire*. Cette appréhension de la *souveraineté monétaire* à travers le thème de la dollarisation oppose deux approches fondamentalement opposées.

La première approche considère qu'il est temps d'abandonner l'idée de *souveraineté monétaire* — « [...] concept qui a trop souvent été utilisé pour excuser les mauvaises performances que les Banques centrales ont imposé à leurs concitoyens » — et de la remplacer par le concept de *souveraineté du consommateur* 2. On aboutit alors à l'idée selon laquelle ce sont les préférences des agents économiques qui doivent définir le cadre monétaire et non un pouvoir centralisé. Cette vision est conforme aux préceptes hayékiens : la monnaie est un simple intermédiaire des échanges ; les agents doivent pouvoir choisir librement les instruments monétaires qui leur sont offerts par le marché ; la dollarisation répond à la préférence des agents pour une xénomonnaie de qualité et s'inscrit dans le contexte général de mondialisation et de privatisation qui exclut toute forme de souveraineté monétaire³.

La seconde approche rejette cette conception de la monnaie comme un simple intermédiaire des échanges et invite à examiner plus en détail la souveraineté et la légitimité monétaire. Les difficultés éprouvées par les économies émergentes pour mener à bien des politiques monétaires et de change conformes à leurs besoins ne doivent pas les inciter à préconiser de manière systématique leur annihilation au nom de l'impératif de crédibilité. Selon cette approche, la monnaie a une dimension sociopolitique et institutionnelle : la dollarisation apparaît alors comme un symptôme de crise. Si l'on s'arrête sur la dimension spatiale de la monnaie, la dollarisation signifie la juxtaposition d'un espace monétaire unique et de plusieurs espaces sociaux de production distincts. A la différence de l'union monétaire, la souveraineté monétaire n'est pas partagée. Les orientations monétaires sont définies par l'émetteur de la xénomonnaie. La dollarisation officielle et intégrale n'est donc une solution envisageable que pour un nombre restreint de situations :

Soit à titre « définitif », pour une économie de taille réduite, très fortement intégrée à l'économie émettrice de la xénomonnaie, et/ou présentant une flexibilité suffisante de son marché du travail. Jusqu'en 2000 — c'est-à-dire avant la dollarisation officielle de l'Equateur -, c'était le cas de la plupart des économies officiellement dollarisées. Il

² Le concept de *souveraineté du consommateur* a été développé initialement par l'économiste sud-africain W.H. Hutt (1940).

¹ Schuler (2000 p.6).

³ « Les symboles économiques traditionnels de souveraineté seront bientôt des dinosaures. Partout dans le monde, les compagnies aériennes, de téléphone, les banques, ainsi et les autres institutions, autrefois des forteresses représentatives des nations, sont en voie de privatisation et placées sous le contrôle du marché. [...] Il est temps pour les politiques de réduire le spectre des souverainetés monétaires en traitant les monnaies comme ce qu'elles sont : de simples intermédiaires des échanges » (Farrell & Lund 2000 pp.56-57).

⁴ Cette problématique apparue dans l'ouvrage *La monnaie souveraine* (Aglietta & Orléan, 1998) connaît depuis sa parution de multiples développements.

⁵ Voir Cohen (2004), Helleiner (1999), Théret (1998) (2003) et Ponsot (2002).

convient d'ajouter qu'une dollarisation négociée avec le pays émetteur est préférable à la dollarisation « unilatérale ». L'intégration commerciale, monétaire et financière de l'Equateur aux Etats-Unis est trop faible pour assurer le succès de la dollarisation à long terme. Les Equatoriens comprennent que leur sort dépend uniquement du montant de pétrodollars accumulés à l'exportation et se souviennent que la chute du prix du baril avait été à l'origine de la crise qui a conduit à la dollarisation. Or, avec cette dernière, les marges de manœuvre sur le taux de change, les taux d'intérêt et la politique budgétaire sont encore plus réduites. Avec le temps, l'impopularité de la dollarisation n'a pas disparue. Elle est de plus en plus associée à la montée du chômage et de la pauvreté. La légitimité de la dollarisation est remise en question et les projets de dé-dollarisation émergent¹.

- Soit à titre « définitif », pour une économie spécialisée dans les activités financières internationales. C'est le cas du Panama, des Iles Anglo-Normandes, du Liechtenstein, de Monaco...
- Soit à titre « provisoire », pour des économies soumises au chaos monétaire et financier après un conflit, une séparation d'un ensemble politique déterminé, et pour lesquelles n'émerge pas encore un statut politique précis Kosovo, Erythrée.
- Soit à titre « transitoire », pour des économies destinées à intégrer prochainement une union monétaire ; les débats actuels sur l'« euroïsation » des nouveaux membres de l'UE avant leur adhésion à l'UEM s'inscrivent dans cette perspective. Il existe néanmoins un obstacle à l'« euroïsation » de ces pays et à fortiori pour la Bulgarie, la Roumanie, la Serbie et la Croatie, qui ne sont pas encore membres de l'UE. Seuls ceux qui auront suivi le processus d'intégration classique et respecté les critères d'adhésion pourront à terme adopter l'euro. C'est pourquoi la Commission européenne s'est jusque-là opposée à toute forme d'« euroïsation » précipitée. Ces pays devront renforcer leur convergence et attendre plusieurs années avant d'utiliser l'euro comme monnaie officielle... contrairement au Monténégro et au Kosovo où l'euro circule depuis le 1^{er} janvier 2002.

¹ Voir en particulier Jameson (2003) et Acosta (2004). Le régime de dollarisation devrait néanmoins subsister jusqu'en 2006, année d'élections présidentielles.

Références bibliographiques

ACOSTA, A. [2004], « Dolarización or desdolarización, esa no es toda la cuestión », Revista ICONOS-FLACSO, Marzo

AGLIETTA, M. & ORLEAN, A. [1998] (dir.), La monnaie souveraine, Odile Jacob, Paris.

ARES, M. [2001], « La dollarisation de l'Equateur, un an plus tard », Note du GRIC 01-12, décembre.

ASTORGA, A., BAQUERO, M. & FREIRE, M.B. [2003], « Propuesta de salvaguardias cambiarias », *Apunte de Economía* (Banco Central del Ecuador) 35, Octubre.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR [2003], « Diálogo nacional y la nueva arquitectura financiera y microfinanzas », *Apunte de Economía* (Banco Central del Ecuador) 37, Noviembre.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR [2002a], *Nueva arquitectura financiera (una propuesta de plan estratégico de largo plazo para el Ecuador)*, Banco Central del Ecuador, Quito.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR [2002b], « Reformas al sistema de pagos: sistema de pagos interbancario », mimeo., Julio.

BRITO, V. [2003a], « Microcréditos: el peligro de un subsidio disfrazado », Gestión 104, pp.28-32.

BRITO, V. [2003b], « AGD, ineficiencia, impunidad y olvido », Gestión 106, pp.12-20.

BRITO, V. [2003c], « Las tasas son sólo la punta del iceberg », Gestión 113, pp.16-25.

BURBANO, S. & FREIRE, M.B. [2003], « Determinantes del spread y de las tasas de interés en el mercado bancario doméstico », *Notas Técnicas* (Banco Central del Ecuador), Noviembre.

CAPUTTI, A. [2004], « Asegura la estabilidad financiera la presencia de un seguro de depósitos? », Conferencia El Banco Central del Ecuador: 77 años de compromiso con la estabilidad, la integración y el desarrollo socioeconómico y cultural de la República, Quito, 2-3 septembre.

CLARKE, G., CULL, R., D'AMATO, L. & MOLINARI, A. [2000], « On the Kindness of Strangers? The Impact of Foreign Entry on Domestic Banks in Argentina », in CLAESSENS, S. & JANSEN, M. (dir.), *The Internationalisation of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*, Kluwer Academic Press, Boston.

COHEN, B.J. [2004], The Future of Money, Princeton University Press, Princeton.

DAVIDSON, P. [2002], « Dolarización, las funciones de un Banco Central y la economía ecuatoriana », *Cuestiones Económicas* (Banco Central del Ecuador) 18.3.

DEMIRGUC-KUNT, A. & DETRAGIACHE, E. [1998], « Financial Liberalization and Financial Fragility », World Bank Policy Research Working Paper 1917.

DREE [2005], « Situation économique et financière de l'Equateur », Fiche de synthèse (DREE Mission économique Quito), mars.

DREE [2002], « Le secteur bancaire en Equateur », Fiche de synthèse (DREE Mission économique Quito), juillet.

Economic Perspectives, vol. XXIX, n°1, first quarter, p. 24-35

EL UNIVERSO [2004], « Ecuador en plan de tener una oficina de la Fed », 16 de Febrero.

FARRELL, D. & LUND, S. [2000], « The End of Monetary Sovereignty », The McKinsey Quaterly 4, pp.56-67.

FAYOLLE, J. & MARCONI, S. [2001], « Y a-t-il une vie après la dollarisation ? Réflexions sur l'expérience du régime de dollarisation en Equateur », *Infornations et Commentaires* 117.

FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS [2003], Boletín FLAR – Informe macroeconómico de países: Ecuador, FLAR, Bógota, Septiembre.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL [2000], «International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues », *World Economic and Financial Surveys*, September.

GNOS, C. & ROCHON, L.-P. [2005], « The Washington Consensus and Multinational Banking in Latin America Banks in Latin America », *Journal of Post Keynesian Economics* 27.2, pp.315-332.

GRAZ, J.-C. [2004], La gouvernance de la mondialisation, La Découverte, Paris.

HANKE, S.H. [2003], « Money and the Rule of Law in Ecuador », Policy Reform 6.3, pp.131-145.

HELLEINER, E. [1999], « Denationalising Money ? Economic Liberalism and the 'National Question' in Currency Affairs », *in* GILBERT, E. & HELLEINER, E. (dir.), *Nation States and Money*, Routledge, Londres.

HUTT, W.H. [1940], « The Concept of Consumers' Sovereignty », Economic Journal 50.197, pp.66-77.

JAMESON, K.P. [2003], « Is it Possible to De-Dollarize? The Case of Ecuador », *International Journal of Political* Economy 33.1, pp.42-60.

LAVOIE, M. [2004], « On the Full Endogeneity of High-Powered Money: Lessons from the Canadian Case », in FONTANA, G. & REALFONZO, R. (dir.), Monetary Theory of Production: Tradition and Perspectives, Palgrave, Londres.

LUCIO-PAREDES, P. [2000], El libro de la dolarización, Lucio-Paredes, Quito.

MELENDEZ, D. & MORA, H. [2001], « Sistema de Préstamos al FLAR de los Bancos Centrales Miembros », FLAR Documento de Trabajo 01/03, Bogotá, Colombia.

MINDA, A. [2004], « La dollarisation intégrale : une option de dernier ressort pour l'Amérique latine ? », 1ères Journées du Développement du GRES, Université Montesquieu-Bordeaux IV, 16-17 septembre 2004.

MIOTTI, L. & PLIHON, D. [2001], «Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Economie Internationale* 85, pp.3-36.

MONTALVO, J.O. [2001], « Del libertinaje financiero a la pérdida del signo monetario: una visión macroeconómica », in MARCONI, S. (dir.), *Macroeconomía y economía política en dolarización*, Abya-Yala / UPS-ILDIS-UASB, Quito, pp.61-81.

NARANJO, M. [2004], Del patrón oro a la dolarización en el Ecuador, CPPUCE, Quito.

OLEAS, J. [2003], « Los avatares de un banco central en un país dolarizado », Gestión 109, pp. 38-39.

PAEZ, P. [2003], « Liberalization, Crisis and National Currency Destruction in Ecuador », in *Regional Integration in Europe and Latin America*, pp.459-513.

PAUKER, R.P. [2002], « La crisis bancaria en el Ecuador », mimeo., Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales, ILDIS, Quito.

PENAHERRERA, E. [2003], « Fondo de Liquidez », Revista del Banco Central del Ecuador 3, pp.4-5.

PONSOT, J.-F. [2003], « The Obsession of Credibility: A Historical Perspective on Full Dollarization and Currency Boards », *International Journal of Political Economy* 33.1, pp.83-99.

PONSOT, J.-F. [2002], Le Currency Board ou la négation de la banque centrale : une perspective historique du régime de caisse d'émission, Thèse, Université de Bourgogne.

ROCHON, L.-P. & ROSSI, S. [2005], «Central Banking in the Monetary Circuit», in LAVOIE, M. & SECCARECCIA, M. (dir.), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*, Edward Elgar, Cheltenham, pp.144-163.

SCHULER, K. [2000], « What Use is Monetary Sovereignty? », mimeo., août, www.dollarization.org.

TERAN, J.F. [2000], Dolarización de cristal, Red Saprin Ecuador, Quito.

THERET, B. [2003], « La dollarisation : polysémie et enflure d'une notion », Critique Internationale 19, pp.62-83.

THERET, B. [1998], « Les dimensions sociopolitiques de la monnaie », Revue du Marché Commun et de l'Union Economique 422 ; reprod. in Problèmes Economiques 2597, pp.26-30.

Master 2 Recherche Analyse et Politique Economiques



La Dollarisation et la Stabilité Macroéconomique en Equateur : Analyse VAR de la Volatilité

Matteo Mogliani

Mémoire sous la direction de Daniel Cohen

Paris
Septembre 2006

Table des matières

1. Introduction	2
2. La dollarisation en Equateur	4
2.1. L'Equateur dans le contexte Latino-Américain avant la dollarisation	
2.2. La semi-dollarisation en Equateur dans les années 1990.	
2.3. La crise en 1998-1999 : la pré-dollarisation	
2.3.1. Les causes de la fragilité économique de l'Equateur	
2.3.2. La crise de 1998 et 1999	
2.4. La dollarisation en Equateur au début de l'année 2000	
3. Le débat autour de la dollarisation	16
3.1. Approche théorique du choix du régime de change	16
3.1.1. Théorie des zones monétaires optimales	16
3.1.2. Hypothèse de l'ouverture du compte de capital	17
3.1.3. Hypothèse des caractéristiques institutionnelles et historiques	
3.2. Les coûts et les bénéfices de la dollarisation	18
3.2.1. Les bénéfices de la dollarisation	
3.2.2. Les coûts de la dollarisation	
3.2.3. Coûts et bénéfices pour les pays de référence : le cas des USA	
3.3. Qu'est-ce que la dollarisation résout?	
3.3.1. Le secteur financier	
3.3.2. Le secteur fiscal	
3.3.3. La volatilité	24
4. La dollarisation en Equateur : analyse VAR de la volatilité	25
4.1. Le modèle théorique	
4.2. Statistiques descriptives	
4.3. Analyse d'un modèle VAR en forme réduite	
4.3.1. Analyse de la stationnarité des variables	
4.3.2. Estimation du modèle VAR	
4.3.3. Analyse des chocs et des fonctions de réponse	
4.4. Analyse d'un modèle VAR structurel	42
5. Conclusions et remarques	48
Bibliographie	50

1. Introduction

Après deux ans de profonde crise monétaire et économique, le 9 Janvier 2000 le Président de l'Equateur Jamil Mahuad annonçait la dollarisation officielle du pays. En suivant l'exemple de Panama où, depuis 1904, la dollarisation a toujours montré un effet stabilisateur positif pour l'économie domestique, L'Equateur se préparait, donc, à retirer de la circulation la monnaie locale (le *sucre*) et à adopter le dollar américain comme devise nationale.

Dans les dernier 12 mois, le *sucre* avait perdu plus de 70% de sa valeur par rapport au dollar, les taux d'intérêt étaient montés jusqu'à 50% et l'économie commençait à souffrir d'une forte récession et des risques d'une hyper-inflation. Ces éléments, couplés avec l'instabilité politique et plusieurs difficultés (structurelles et fiscales) du pays, ont incité le Gouvernement équatorien à prendre, sans le soutien de toutes les forces politiques et sociales, la décision de dollariser totalement l'économie.

Malgré les nombreuses expériences de dollarisation officielle (Le Salvador et Le Guatemala, depuis 2001) et partielle (Bolivie, Uruguay, Nicaragua, Pérou et Argentine) qui caractérisent l'histoire économique récente de l'Amérique Latine, le débat autour de la dollarisation reste encore ouvert à tout type d'interprétations et d'analyses. La discussion se focalise souvent sur les sujets classiques concernant les gains et les coûts liés à la dollarisation : d'un coté, la stabilisation, la discipline fiscale, la baisse de l'inflation et des primes de risque, l'impulsion donnée à la croissance économique et à l'intégration commerciale et financière ; de l'autre coté, le renoncement aux gains du seigneuriage, la perte d'autonomie dans la politique monétaire, le renoncement (partiel) au mécanisme de prêt en dernier ressort.

Notre étude aborde le sujet de la dollarisation en Equateur à partir de cette analyse coûts-bénéfices. En particulier, nous nous posons la question de savoir si le passage à la dollarisation a réduit la volatilité de l'économie, notamment celle des marchés financiers et du secteur réel.

D'un point de vue purement théorique, la réponse à cette question est positive : l'adoption du dollar comme monnaie domestique devrait stabiliser plusieurs indicateurs macroéconomiques, comme l'inflation et les taux d'intérêt, en stimulant aussi les investissement et l'activité économique. La stabilisation monétaire devrait, donc, se répercuter sur le secteur réel, en en réduisant la volatilité et la sensibilité aux chocs nominaux et réels.

Toutefois, il est possible que l'élimination d'un taux de change flexible et le passage à la dollarisation ne soient pas suffisants pour réduire la volatilité du système. Ainsi, nous pouvons faire au contraire l'hypothèse que, après la dollarisation, la volatilité idiosyncrasique du marché des changes se soit transmise aux secteur financier et/ou réel de l'économie équatorienne, en augmentant le degré de dispersion des bruits structurels. Grâce à une analyse empirique conduite avec des modèles VAR sur les données mensuelles de l'économie équatorienne, nous allons tester cette dernière hypothèse.

* * *

La structure de l'étude est la suivante. Nous commencerons (section 2) par analyser le cadre économique de l'Equateur avant la dollarisation. En particulier, nous décrirons brièvement l'évolution de l'économie équatorienne dans le contexte de l'Amérique Latine, jusqu'aux crises monétaires et fiscales des années 1998-1999. Ensuite, nous présenterons la littérature économique concernant le choix optimal de régime de change et nous discuterons les coûts et les bénéfices associés, selon la théorie économique, à la dollarisation officielle (section 3). La dernière partie de l'étude (section 4) est consacrée aux analyses empiriques (VAR) sur un modèle simple, qui décrit l'effet de la dollarisation sur la volatilité des bruits structurels associés au secteur financier (marché boursier) et au secteur réel (activité économique conjoncturelle). La section 5 est consacrée aux conclusions et aux remarques.

2. La dollarisation en Equateur

La dollarisation est un processus politiquement et socialement déstabilisent, ainsi que difficilement réversible à coûts modestes. Pour mieux comprendre la motivation à la base du choix de dollarisation pris par le Gouvernement équatorien en janvier 2000, il faut analyser les facteurs qui ont conduit à la stagnation économique du pays pendant les années 1980 et 1990 et à la vulnérabilité aux chocs monétaires et financiers en 1998-1999.

Dans cette section nous allons d'abord décrire les caractéristiques de l'économie équatorienne en les comparant à celles des autres pays de l'Amérique Latine. Ensuite, nous allons exposer les difficultés structurelles (ajustements macroéconomiques, vulnérabilité aux chocs exogènes) et retracer les événements qui ont conduit à la crise de la dette, à la dévaluation du taux de change, à l'augmentation de l'inflation et à la dollarisation partielle du pays jusqu'à la fin des années 1990. Enfin, nous allons analyser les conditions économiques et politiques de l'Equateur au début de la dollarisation, ainsi que les effets de ce processus sur l'économie domestique pendant les premières années de transition.

2.1. L'Equateur dans le contexte Latino-Américain avant la dollarisation

Avant le début du processus de dollarisation, l'Equateur était considéré comme l'un des pays Latino-Américains les moins développés.

Après 30 ans de développement économique et social, stimulé par les exportations de bananes dans les années 1950 et de pétrole dans les années 1970, la performance économique de l'Equateur est affectée par une stagnation de long terme. En effet, le revenu par tête pendant toutes les années 1980 et 1990 n'a pas vu une augmentation significative par rapport au niveau atteint en 1980. Evidemment, cette stagnation économique a produit des effets négatifs sur le niveau de vie de la population équatorienne : en 1994 57.9% de la population urbaine vivait au dessous du seuil de pauvreté, lors qu'en 1999 cet indicateur montait à 63.5%¹.

Le tableau 2.1 montre plusieurs indicateurs concernant la performance macroéconomique de l'Equateur entre 1980 et 1999.

_

¹ Données CEPALC (Commission Economique Pour l'Amérique Latine et les Caraïbes).

Pendant toutes les années 1990, l'Equateur a connu une croissance volatile du PIB par tête (écart-type = 42.8; coefficient de variation = 0.24) et des investissements en capital physique (écart-type = 2.4; coefficient de variation = 0.16).

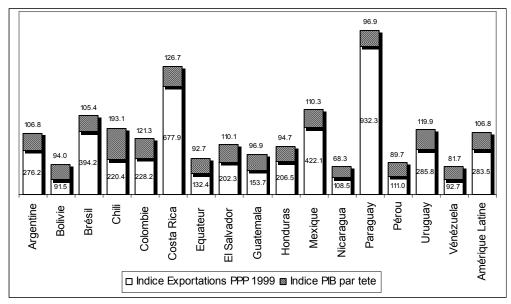
Tab 2.1: Statistiques Equateur 1980-1999.

Année	PIB par tête	Croissance PIB	Capital physique	Taux de	Exportations	
	(\$ USA)	par tête (%)	(% PIB réel)	chômage	(K\$ USA)	Volume
1980-1989	1731.739	-0.34	18.40	7.4	2377.8	-
1990	1725.291	0.36	12.95	6.1	2714.3	69.39
1991	1774.949	2.88	16.15	5.8	2851.5	75.01
1992	1763.156	-0.66	15.61	8.9	3007.4	80.20
1993	1731.551	-1.79	14.71	8.3	2903.7	89.12
1994	1776.319	2.59	15.12	7.1	3819.9	99.67
1995	1771.807	-0.25	16.05	6.9	4307.2	98.31
1996	1780.313	0.48	14.56	10.4	5198.6	101.37
1997	1819.440	2.20	16.56	9.2	5264.4	95.92
1998	1826.393	0.38	18.07	11.5	4203.1	97.16
1999	1683.921	-7.80	9.27	14.4	4451.1	100

Source: FMI, World Bank, Penn World Table

En outre, la crise qui a affecté le pays en 1998 et 1999 a engendré une baisse importante des revenus (- 2.4 %) et du stock de capital (- 28 %), ainsi qu'une augmentation du taux de chômage (+ 136 %) et une contraction cyclique des exportations, par rapport au niveau de 1990.

Fig 2.1 : Indices de PIB par tête et du pouvoir d'achat des exportations en 1999 (base 100 en 1980).



Source : CEPALC – Estudio Economico de America Latina y el Caribe (2004)

Une analyse plus détaillée révèle les difficultés spécifiques de l'économie équatorienne vers la fin des années 1990, même en présence d'une faiblesse économique générale des pays de l'Amérique Latine.

La figure 2.1 montre graphiquement les valeurs des indices du revenu par tête et du pouvoir d'achat des exportations des biens en 1999 (1980 année de référence) pour les pays de l'Amérique Latine. Alors que la plupart de ces pays expérimentait une augmentation du pouvoir d'achat de leurs exportations et une croissance du PIB par tête, l'Equateur (et les autres pays de la zone Andine) connaissait une récession très forte (92.7 points) et une diminution importante du pouvoir d'achat des exportations des biens (132.4) par rapport aux gains atteints pendant les années 1980 et 1990.

D'autres indicateurs peuvent être cités pour illustrer la situation de stagnation économique de l'Equateur juste avant la décision de dollariser l'économie (Janvier 2000).

Du point de vue du marché du travail (figure 2.2), l'Equateur est affecté en 1999 par une baisse très significative des salaires réels moyens et par un doublement du taux de chômage par rapport à 1995. Parmi les pays de l'Amérique Latine, seulement la Bolivie (et, partiellement, l'Argentine et le Brésil aussi) ont subi un choc aussi fort au niveau de salaires et chômage.

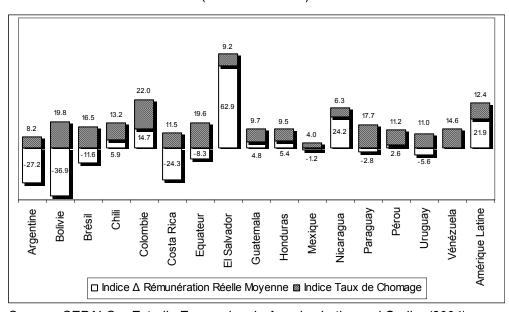


Fig 2.2 : Indices de variation des salaires réels moyens et du taux de chômage en 1999 (base 10 en 1995).

Source : CEPALC – Estudio Economico de America Latina y el Caribe (2004)

Concernant l'endettement du pays, la figure 2.3 montre l'évolution de la dette publique du Gouvernement central et de la dette externe, de 1995 à 1999. L'Equateur se situe parmi les pays de l'Amérique Latine qui ont enregistré une accélération très forte de l'endettement interne et externe. En particulier, on note l'augmentation des deux indicateurs d'environ 50%: l'indice de dette publique atteint 142.1 points en 1999, alors que l'indice de dette externe atteint 141.5 points la même année. Comme l'Equateur, l'Argentine et le Brésil se sont endettés fortement pendant la deuxième moitié des années 1990. Les trois pays ont une caractéristique commune: vers la fin des années 1990, il s'est déclenché un processus (spontané, surtout en Equateur) de dollarisation partielle de l'économie, ainsi que l'ancrage du taux de change avec le dollar américain.

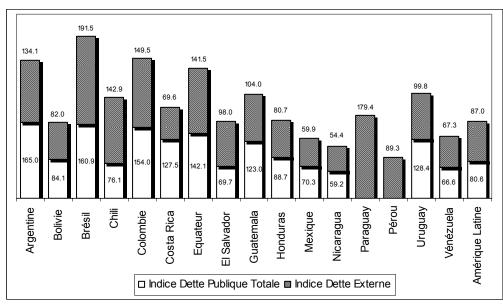


Fig 2.3 : Indices de la dette publique totale et de la dette externe en 1999 (base 100 en 1995).

Source : CEPALC – Estudio Economico de America Latina y el Caribe (2004)

Ce processus, à coté d'une dévaluation continue du taux de change réel, n'a fait qu'accroître le coût d'émission de la dette, ainsi que la position déficitaire du compte courant. Le risque d'une crise imminente de la dette en Equateur (telle qu'elle s'est produite plus tard en Argentine), aggravée par nombreux problèmes structurels (réglementations, stabilisations) et économiques (chômage, inflation et récession), a préfiguré l'adoption d'une stratégie radicale : le choix de fixer le taux de change et de dollariser officiellement l'économie.

2.2. La semi-dollarisation en Equateur dans les années 1990

Comme nous venons de le souligner, l'Equateur a expérimenté un processus de semidollarisation entre la fin des années 1980 et la fin des années 1990. La semi-dollarisation a été un processus « spontané », lié au fait que la devise nationale (le *sucre*) ne permettait pas la stabilité du pouvoir d'achat. En outre, l'augmentation des transactions libellées en dollars avec des non-résidents et la croissance des rapports contractuels dans l'économie renforçaient le besoin d'une unité de compte avec un pouvoir d'achat stable. L'existence de primes de risque très élevées (qui compensaient les anticipations de dévaluation du *sucre* par rapport au dollar et l'incertitude autour de la stabilité de la devise locale) sur les transactions en *sucre* ont favorisé la diffusion de contrats et transactions libellées en dollars.

Le processus de semi-dollarisation n'a jamais été remis en cause par le Gouvernement équatorien, probablement suite aux expériences négatives de la Bolivie (1982) et du Pérou (1986) qui ont contribué à la déstabilisation financière et à une crise de *bank run* généralisée.

En Equateur, donc, le processus de semi-dollarisation a suivi une évolution naturelle, fondée sur les préférences des agents, sans aucune opposition gouvernementale. Le tableau 2.3 présente l'évolution de plusieurs indicateurs pendant la phase de dollarisation « spontanée » de l'économie équatorienne.

Tab 2.2: Indicateurs de semi-dollarisation.

_	Pourcentage en dollars de :			
Année	Quasi- monnaie	Dépôts	Emprunts	
1990	7.4	13.3	1.5	
1991	7.5	14.5	3	
1992	10.8	20	6.8	
1993	12.6	16.9	13.4	
1994	15.7	15.6	20.3	
1995	24.3	19.2	28.3	
1996	28	22.3	32.6	
1997	36.9	23.6	45.1	
1998	43.9	36.9	60.4	
1999	47.4	53.7	66.5	

Source: Beckerman (2001)

Le processus de semi-dollarisation connaît une forte accélération vers la moitié des années 1990, quand plusieurs facteurs d'incertitude commencent à affecter l'économie du pays :

- une guerre de frontière (très coûteuse) avec le Pérou, en 1995 ;
- plusieurs sécheresses, toujours en 1995 ;
- faillite d'une grande banque d'affaires, en Octobre 1995 ;
- inversion de tendance des flux de capitaux étrangers ;
- pression sur les taux d'intérêt, sur le taux de change et sur l'inflation.

En particulier, l'effet combiné de l'impact du taux de change sur les anticipations d'inflation (la dépréciation de la devise nationale fait augmenter la valeur des actifs libellés en dollars, en produisant un effet richesse) et l'effet complexe des anticipations sur les taux d'intérêt nominaux (en dollars et en devise domestique) peuvent être considérés comme les véritables facteurs déterminant l'accélération du processus de dollarisation.

2.3. La crise en 1998-1999 : la pré-dollarisation

La décision de dollariser l'Equateur naît, comme nous venons de le voir, d'un processus « spontané » de dollarisation partielle du pays, ainsi que d'une condition macroéconomique défavorable par rapport aux autres pays de l'Amérique Latine, engendrée par une performance économique très faible pendant les années 1980-1990.

Ces éléments ont culminé dans les crises monétaires et fiscales des années 1998 et 1999, qui n'ont fait qu'accroître les pressions sur les choix de politique économique nationale. La dollarisation apparaît, donc, comme le produit de l'effet combiné de ces facteurs.

2.3.1. Les causes de la fragilité économique de l'Equateur

Beckerman (2001) analyse trois causes de la faible performance économique de l'Equateur pendant les années 1980 et 1990 :

1. L'exposition aux risques exogènes. Pendant les années 1980 et 1990, de nombreux chocs naturels et exogènes affectent l'économie équatorienne. L'Equateur a des réserves importantes de ressources premières, mais il est très vulnérable aux chocs naturels (tremblements de terre, volcans, cycles de sécheresses et d'inondations) qui régulièrement affectent la production agricole et énergétique (en 1987 un tremblement de terre arrête l'exportation de pétrole pour 5 mois). L'exportation de matières premières (à

la base de l'économie équatorienne), comme les bananes, le cacao et le pétrole, est donc très volatile et fortement dépendante du marché mondial. Les flux de capitaux montrent eux-aussi une très grande volatilité (cycle des flux de capitaux entre 1993 et 1995).

- 2. Ajustements macroéconomiques. La crise de la dette au début des années 1980 force l'Equateur à freiner la détérioration du compte courant, en devenant un pays exportateur net. Pour inciter les exportations, les *policymakers* soutiennent une dévaluation constante du taux de change effectif réel. Cette politique produit la baisse immédiate de l'accumulation de capital et une récession économique, ainsi que l'instabilité du taux de change. En même temps, l'inflation commence à augmenter (+ 24% et + 53% en 1982 et 1983), érodant les effets incitatifs de la dévaluation. Malgré cette politique, le Gouvernement n'arrive pas à résoudre le problème de la dette, qui reste encore très élevée jusqu'aux années 1993-1994. Pendant cette période, les flux massifs de capitaux étrangers aident le Gouvernement à annuler le déficit public, à réduire l'inflation (jusqu'à 26%) et à stimuler la croissance économique (+ 4.4% du PIB). Le Gouvernement s'engage aussi dans la mise en place d'un nombre important de réformes structurelles (gestion du budget public ; privatisations ; administration des impôts). Toutefois, en 1995 la situation change brutalement : fuite des capitaux étrangers, faillites bancaires, instabilité politique. Le résultat est une accélération de l'inflation et de la dévaluation du taux de change, ainsi que l'augmentation de la dette publique, jusqu'en 1999.
- 3. La manque de réformes structurelles. L'incomplétude des réformes structurelles est considérée comme un facteur déterminant de la faible performance économique de l'Equateur pendant les années 1980 et 1990 et de sa vulnérabilité par rapport aux chocs exogènes. Le pays aborde la crise de 1998 avec une longue liste de réformes inachevées : mécanismes de redistribution des revenus du pétrole ; système d'impôts directs et indirects ; réduction et ciblage des allocations publiques ; réduction du personnel de l'administration publique ; amélioration du système d'éducation, de santé et de l'Etat providence ; privatisations ; mise en place d'une décentralisation efficace ; réglementation et vigilance bancaire.

2.3.2. La crise de 1998 et 1999

Vers la fin des années 1990, plusieurs événements négatifs, couplés avec les difficultés héritées des deux dernières décennies, engendrent une crise économique et sociale dramatique en Equateur.

Le premier choc concerne les sévères inondations qui affectent la côte du pays, causées par le phénomène de « El Niño » en 1998. Les coûts du choc naturel sont très élevés (environ 14.5% du PIB²) en terme de destruction de biens agricoles (un grande partie des exportations) et d'infrastructures, ainsi que de propagation d'épidémies.

Le deuxième choc concerne la chute du prix du pétrole (de 18 dollars par baril en 1996 à 9.2 en 1998). Le pétrole représente environ 40% du revenu fiscal national. La réduction des prix (qui perdure jusqu'à avril 1999) provoque, donc, l'aggravation du déficit public et de la balance courante (déjà affectés par le désastre naturel le long de la côte).

La situation est déjà très fragile quand un troisième choc affecte le système financier de l'Equateur : la crise financière internationale, qui avait frappé le Sud-est de l'Asie en juillet 1997. En Equateur, ainsi que dans toute l'Amérique Latine, cette crise internationale implique un retrait massif des capitaux étrangers. Comme la réglementation du secteur financier équatorien est très faible et plutôt *investor-friendly*, les autorités n'arrivent pas à éviter une crise financière systémique en 1998 et en 1999. La faillite de plusieurs banques (16 sur 43) et la panique généralisée parmi les déposants poussent le Gouvernement à entreprendre des actions qui, par la suite, ne se révéleront pas suffisantes, comme des transferts (injection de liquidités) aux banques et le gel de la moitié des dépôts pour une durée d'un an à partir de mars 1999. Cette manœuvre ne fait qu'accroître les déficits publics et doubler la base monétaire, en augmentant le risque d'hyperinflation.

La crise de la dette devient encore plus grave. En août 1999 le Gouvernement annonce qu'il ne peut pas payer les intérêts sur les *Brady Bonds*³ émis dans les années précédentes. Quelque mois plus tard, le Gouvernement annonce qu'il ne paiera les intérêts qu'aux détenteurs d'obligations non-collatéralisées, en annonçant aussi un défaut partiel sur toutes les obligations extérieures.

Le régime de change est désormais lui-aussi compromis. En février 1999, la Banque Centrale de l'Equateur décide d'abandonner définitivement le système de change flottant à l'intérieur d'une bande de fluctuations, en optant pour un régime totalement flexible. En quelque semaine le taux de change *sucre*-dollar se déprécie d'environ 30%.

² CEPALC

³ Obligations libellées en dollars émises par les pays émergents, avec pour collatéral des obligations zerocoupon émises par le Trésor américain.

La forte dévaluation, le doublement de la base monétaire et la perte de contrôle de l'offre de monnaie ne font qu'augmenter le taux d'inflation, qui rejoint le pic de 13% mensuel en mars 1999 et, ensuite, se stabilise autour de 3-5%.

Entre décembre 1999 et janvier 2000, le taux de change s'effondre. Pour éviter une hyperinflation, le Gouvernement équatorien décide alors de dollariser officiellement le pays.

2.4. La dollarisation en Equateur au début de l'année 2000

L'Equateur devient le premier pays officiellement dollarisé en Amérique Latine. Aucun autre pays déjà dollarisé *de facto* (Argentine, Pérou, Bolivie et Uruguay) – les agents utilisent une autre monnaie car ils anticipent une forte instabilité de la devise domestique – n'était encore passé à une dollarisation *de iure*.

Le dollar devenant la monnaie nationale, la Banque Centrale de l'Equateur perd ses pouvoirs de politique monétaire. Sa première mission devient alors celle de retirer le *sucre* de la circulation, en utilisant les réserves étrangères, et d'instaurer le dollar comme monnaie officielle. La Banque Centrale continue à l'assurer la compensation interbancaire et la surveillance des établissements financiers. Son intervention est aussi encore envisagée pour contrer une éventuelle crise de liquidités. Toutefois, l'injection de liquidités peut désormais avoir lieu exclusivement grâce à l'utilisation de réserves internationales.

Malgré les nombreuses critiques adressées au nouveau régime de change fixe (taille de l'économie, vulnérabilité structurelle aux chocs extérieurs) et à sa mise en place comme mesure d'urgence (pour éviter une hyperinflation et une détérioration de la crise économique), le nouveau Président Gustavo Noboa, ressortissant d'un coup d'Etat militaire du 21 janvier 2000, maintient le projet de dollarisation comme stratégie de développement de long-terme.

L'Equateur rentre dans la phase de transition monétaire dans une situation très défavorable. En 1999, le PIB par tête avait décrû d'environ 8% et les exportations avaient baissé de 15.5% par rapport à 1997⁴ (la crise internationale avait affecté le commerce avec les pays émergents, qui en même temps commençaient à dévaluer leurs monnaies pour augmenter leur compétitivité). Le coût total de la crise financière touchait 22% du PIB.

Toutefois, les conditions macroéconomiques internationales au début de 2000 rendent la transition moins difficile. En particulier, les prix mondiaux du pétrole montent (24.9

_

⁴ Valeur en dollars.

dollars par baril, par rapport à 9.2 en 1998), augmentant les revenus des exportations équatoriennes et améliorant aussi la balance publique (figure 2.4). En outre, des surplus en compte courant (ainsi que des interventions du FMI et de la Banque Mondiale) aident la Banque Centrale à accumuler les réserves en dollars nécessaires pour mettre en place la dollarisation du pays.

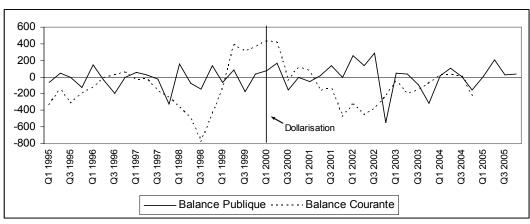


Fig 2.4: Balance publique et Balance courante Equateur 1995-2005 (quadrimestres).

Source: FMI - International Financial Statistics

En dépit de ces facteurs favorables, les statistiques montrent que l'Equateur continue à souffrir de plusieurs difficultés économiques même après la dollarisation, au moins jusqu'en 2003.

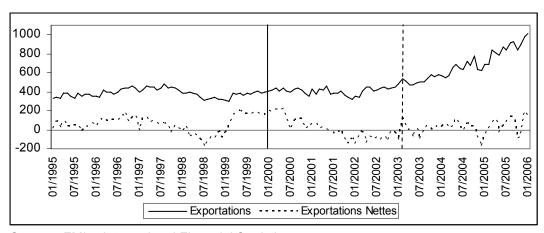


Fig 2.5: Exportations et exportations nettes (en millions de dollars) Equateur 1995-2005.

Source: FMI - International Financial Statistics

Le système financier reste très fragile, comme la faillite d'une des banques équatoriennes les plus importantes (Filanbanco) l'a rappelé en 2001. Parallèlement, la

dévaluation du taux de change effectif réel et un taux de croissance du PIB pas trop élevé (+ 1.25% en 2000 et + 1.78% en 2002) maintiennent - jusqu'en 2003 - les exportations à un niveau similaire à celui atteint avant la dollarisation (figures 2.5 et 2.6).

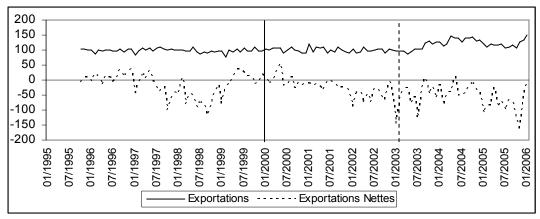


Fig 2.6: Exportations et exportations nettes (en volume) Equateur 1995-2005.

Source: FMI - International Financial Statistics

Alors que les taux d'intérêt commencent à converger tout de suite vers les valeurs (américaines) de référence (16% déjà en mars 2000, contre 75% en décembre 1999), l'inflation pose encore des problèmes importants pendant la phase de transition. La forte dévaluation de la devise domestique au moment de la conversion implique que les prix doivent monter, pour rétablir la parité avec les prix internationaux, après le passage à la dollarisation. C'est effectivement ce qu'il s'est passé pendant les premiers mois de 2000, quand l'inflation mensuelle se stabilise autour de 5-10% (figure 2.7).

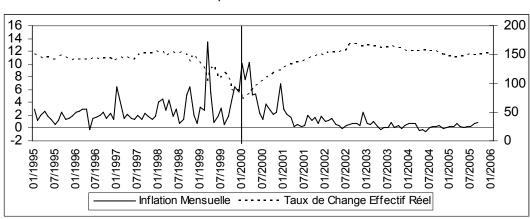


Fig 2.7 : Inflation mensuelle (échelle gauche) et taux de change effectif réel (échelle droite) Equateur 1995-2005.

Source: FMI - International Financial Statistics

Toutefois, le taux de change effectif réel s'ajuste rapidement (au début de 2002) vers les valeurs précédant la crise des années 1998-1999, en évitant les risques de persistance inflationniste, même si des phénomènes d'*overshooting* poussent le REER⁵ vers une surévaluation tendancielle (figure 2.8) qui requiert des actions déflationnistes mensuelles jusqu'à la fin de 2004.

200 30000 25000 150 20000 100 15000 10000 50 5000 0 01/2000 07/2000 07/2002 01/2003 07/2003 07/1999 01/2001 07/2001 01/2002 Taux de Change Effectif Réel ----- Taux de Change

Fig 2.8 : Taux de change effectif réel (échelle gauche) et taux de change nominal (échelle droite) Equateur 1995-2005.

Source: FMI - International Financial Statistics

.

⁵ Real effective exchange rate (Taux de change effectif réel).

3. Le débat autour de la dollarisation

Dès la fin du système de taux de change fixe défini par le traité de Bretton Woods, les pays ont toujours fait face au dilemme de « comment choisir le meilleur régime monétaire international ». Toutefois, la présence d'un nombre croissant d'options et la complexité de l'intégration (financière et commerciale) au niveau mondial n'ont fait qu'augmenter la difficulté de décision sur la pertinence d'un système plutôt qu'un autre.

En réponse aux nouveaux problèmes, des nouvelles solutions ont été proposées pour accomplir les objectifs de développement économique fixés par chaque pays. Parmi celles-ci, une des solutions les plus récentes est la dollarisation. La dollarisation impose à un pays d'abandonner officiellement sa propre devise et d'adopter une devise étrangère plus stable – habituellement le dollar américain – comme devise nationale.

L'attraction principale pour une telle opération monétaire consiste principalement dans l'élimination du risque lié à la dévaluation du taux de change du pays dollarisé. L'élimination de ce risque peut aussi conduire à une diminution des primes pour le risque, notamment le *risk-premium* relatif au financement international de la dette externe. Une économie dollarisée peut, ensuite, redonner la confiance aux investisseurs internationaux, baisser les taux d'intérêt et l'inflation, en stimulant les investissements et la croissance économique.

3.1. Approche théorique du choix du régime de change

La question encore ouverte, et très débattue par les économistes, reste pourquoi un pays (normalement en voie de développement) devrait choisir un régime de change plutôt qu'un autre. Quelles sont les théories classiques qui nous permettent de comprendre pourquoi un pays se tourne (ou devrait se tourner) à un régime de change fixe plutôt que flexible ?

Trois hypothèses principales sur le choix du régime de change ont été discutées dans la littérature économique (théorique et empirique) pour répondre au dilemme : la théorie de la zone monétaire optimale, l'hypothèse d'ouverture du compte capital et l'hypothèse des caractéristiques institutionnelles et historiques.

3.1.1. Théorie des zones monétaires optimales

Cette théorie, formulée par Mundell (1961), prend en compte l'existence possible d'un profit pour plusieurs pays (ou régions) à abandonner leur souveraineté monétaire et à adopter

une monnaie commune. En substance, la théorie est fondée sur la relation entre le choix du régime de taux de change et plusieurs facteurs de long-terme qui sont relativement stables dans le temps. La forme originale de la théorie de la zone monétaire optimale affirme qu'une faible ouverture et une taille élevée de l'économie devraient favoriser le choix d'un taux de change flexible.

Des versions ultérieures de cette théorie insistent sur la taille et la nature des chocs économiques comme déterminants potentiels du choix du régime de change (Fischer, 1977). L'impact potentiel de certains facteurs a été intensément débattu dans la littérature. Par exemple, alors que plusieurs auteurs affirment que l'ouverture représente une incitation à garder un régime de change fixe (Edwards, 1996; Corden, 2002), d'autres (Eichengreen et al., 1998; Mussa et al., 2000) soulignent que les chocs dans les pays étrangers affectent plus les pays avec un degré d'ouverture élevé, ce qui représente une incitation à flexibiliser le taux de change (comme instrument d'absorption des chocs). En particulier, la volatilité du terme de l'échange peut favoriser un régime de change flexible pour absorber les chocs extérieurs temporaires qui se produisent dans le secteur réel des économies étrangères.

D'autres auteurs, enfin, affirment que l'ouverture de l'économie n'est qu'un facteur endogène du régime de taux de change, en émettant des doutes sur la relation de causalité entre ouverture et choix de taux de change fixe exprimée par la version initiale de la théorie de la zone monétaire optimale (Juhn et Mauro, 2002).

3.1.2. Hypothèse de l'ouverture du compte de capital

Dans les années 1990, plusieurs études ont mis en évidence le rôle des marchés des capitaux dans la détermination du choix de régime de change. L'hypothèse fondamentale formulée par ces études est que l'augmentation de la mobilité des capitaux (dans les pays avec un compte de capital ouvert), pousse les pays à bouger vers un régime *hard peg* (change fixe non-ajustable par rapport à une devise plus stable), comme les unions monétaires et les *currency boards*, ou un régime de change flexible (Obstfeld et Rogoff, 1995; Eichengreen, 1994; Fischer, 2001).

Cette hypothèse implique que la politique monétaire soit plus réactive pour soutenir le régime de taux de change fixe.

3.1.3. Hypothèse des caractéristiques institutionnelles et historiques

Un autre ensemble de facteurs potentiels, déterminant le choix du régime de taux de change, est lié aux caractéristiques institutionnelles et historiques d'un pays. Les pays

affectés par une instabilité politique et une faiblesse institutionnelle n'ont pas les moyens pour soutenir un ancrage, mais trouvent plus efficace de se lier les mains à travers un *currency board* (ce qui s'est effectivement passé dans les pays inflationnistes) (Berger, Jensen et Schjelderup, 2001).

Toutefois, le problème de la crédibilité affecte les réformes monétaires si elles ne sont pas accompagnées par des réformes fiscales pertinentes (Milesi-Ferretti, 1995; Tornell et Velasco, 1995). L'adoption d'un *hard peg* crédible peut faire converger le biais inflationniste d'un pays vers le biais (relativement plus modeste) du pays de référence. Ceci permet, théoriquement, de réaliser des gains de crédibilité.

Par ailleurs, ces gains de crédibilité décroissent si la politique monétaire est gérée par une Banque Centrale conservatrice et indépendante et, par conséquent, le régime de taux de change fixe devient moins attractif (Rogoff, 1985).

3.2. Les coûts et les bénéfices de la dollarisation

Si dans les années 1970 la théorie économique recommandait l'utilisation d'un régime de change flexible, et dans les années 1980 elle favorisait la diffusion du régime de change fixe, la succession de crises monétaires et réelles expérimentées par plusieurs économies émergeantes dans les années 1990 a poussé certains pays (en particulier, ceux de l'Amérique Latine) à adopter ou à considérer sérieusement l'adoption du système de dollarisation comme régime monétaire (national et international).

Un modèle très simple d'économie ouverte (Calvo, 2001) peut illustrer les raisons théoriques à la base de la politique de mise en place de la dollarisation comme système monétaire national et de régime de change.

Nous considérons l'équation d'équilibre suivante:

$$y = \alpha e + g + u \tag{3.1}$$

et

$$m = y + v \tag{3.2}$$

L'équation (3.1) représente l'équilibre dans le marché des biens (la courbe IS) et l'équation (3.2) dénote équilibre dans le marché monétaire (la courbe LM). Les variables y, e, g et m représentent, respectivement, les log de l'output, du taux de change nominal, de la demande autonome et de l'offre de monnaie. Le niveau des prix domestiques et étrangers est supposé constant et égal à 0 (toujours en log). Les variables u et v représentent des chocs aléatoires. Dans ce modèle très simple, la demande agrégée est une fonction croissante du taux de change, alors que la demande de monnaie a une élasticité unitaire par rapport à l'output.

Dans un régime de change fixe, le taux de change est constant et la demande de monnaie est déterminée par le marché. Par contre, dans un régime de change flexible, la demande de monnaie est constante et le taux de change est déterminé par le marché.

La majeure partie de la littérature se focalise sur la volatilité de l'output (var y), d'où on tire que la variance des équations (3.1) et (3.2) par rapport à y est :

$$var y = var(u+g)$$
 (3.3)

et

$$var e = 0 (3.4)$$

pour le régime de change fixe.

Pour le régime de change flexible, on déduit :

$$var y = var v (3.5)$$

et

$$var e = \frac{1}{\alpha^2} var (u + g + v)$$
(3.6)

A partir de ces expressions, le régime de change fixe apparaît meilleur que le régime flexible si la volatilité des chocs nominaux (varv) est supérieure à la volatilité des chocs réels (varu). Ainsi, un régime de change fixe n'est pas attractif si le pays étranger auquel la monnaie est ancrée subit des chocs qui sont « asymétriques » par rapport à ceux subis par

l'économie domestique, c'est-à-dire que il y a une covariance négative entre les u des deux pays.

Comme les flux de capitaux sont volatiles et impliquent des chocs réels et nominaux, le *policymaker* ne peut pas choisir le meilleur régime de change à partir de ce modèle. Le choix entre un régime fixe ou flexible est trivial et dépend des contingences présentes, ce qui entraîne une politique de taux de change discrétionnaire.

Au contraire, une politique discrétionnaire peut marcher dans les pays développés, mais les problèmes de crédibilité peuvent toujours affecter la performance des pays émergents.

Par ailleurs, le modèle présenté ci-dessus ne tient pas compte de l'endogénéité des chocs aléatoires (Calvo, 1999; Hausmann et al., 1999). Cette endogénéité, concrétisée par l'existence de biais d'information - imparfaite et asymétrique - , est souvent considérée comme responsable des crises monétaires et réelles qui ont affecté les pays émergents vers la fin des années 1990. Cela permet de considérer sérieusement le système de dollarisation afin d'éliminer les biais engendrés par l'asymétrie des économies émergentes : un système qui réduit le besoin d'information (comme un système officiellement dollarisé) permettrait de réduire le biais endogène des asymétries d'information et, donc, de réduire la volatilité des chocs aléatoires (les variables u et v observées dans le modèle précédent).

Cette vision justifie l'existence de la dollarisation comme régime de change alternatif au régime classique de change fixe. Toutefois, la dollarisation, en n'impliquant pas seulement un ancrage avec le taux de change d'une monnaie étrangère mais aussi un « ancrage » avec la politique monétaire du pays de référence, entraîne plusieurs coûts et bénéfices mis en évidence par la théorie économique.

Dans les prochains paragraphes nous allons analyser brièvement les avantages et les désavantages auxquels un pays dollarisé doit faire face pour respecter son engagement.

3.2.1. Les bénéfices de la dollarisation

- Prime pour le risque et inflation.

Un bénéfice immédiat qui provient de l'élimination du risque de dévaluation consiste en la réduction de la prime de risque (pour le financement étranger des déficits courants) et des taux d'intérêt offerts aux investisseurs privés et publics. Des taux d'intérêt et d'inflation plus bas augmentent l'attractivité interne et la stabilité des flux de capitaux internationaux, coupent le coût du service de la dette publique, encouragent les investissements et stimulent la croissance économique.

L'élimination du risque de change permet aux investisseurs de ne pas escompter les coûts de transaction pour l'achat de monnaie étrangère ni les coûts de couverture pour les opérations financières. Ceci peut faciliter et stimuler le commerce international et les investissements dans le pays dollarisé.

L'adoption du régime de dollarisation permet aussi, grâce aux canaux de transmission de la politique monétaire du pays de référence, de réduire l'inflation et les taux d'intérêt officiels. Ceci peut encourager l'épargne et les investissements nationaux et stimuler la croissance économique.

- Crédibilité, transparence et stabilité.

L'abandon d'une politique monétaire autonome lié au processus de dollarisation encourage aussi la discipline budgétaire, puisque les déficits primaires doivent être financés par le levier fiscal plutôt que par la monétarisation.

Si la dollarisation incite à la discipline budgétaire et favorise la stabilité, les faiblesses structurelles et la volatilité du système financier national ne permettent pas d'éliminer totalement le risque de crises extérieures. Toutefois, la dollarisation peut favoriser le sentiment de stabilité des marchés, étant donné que l'élimination du risque de change tend à limiter les effets et la magnitude des ces crises.

- Commerce et système financier.

D'un point de vue de long-terme, la dollarisation faciliterait aussi l'intégration économique avec le reste du monde, en particulier avec le pays dont la monnaie est adoptée. En outre, l'isolement du système financier national serait fortement réduit et l'intégration financière serait, au contraire, favorisée.

3.2.2. Les coûts de la dollarisation

- Seigneuriage.

Il y a deux coûts directement liés à la dollarisation. Le premier concerne le coût immédiat auquel un pays dollarisé fait face pour retirer la monnaie locale en circulation. Les autorités monétaires doivent racheter la monnaie détenue par le public et les banques : pour ce faire, elles rendent le seigneuriage accumulé dans le passé. Le deuxième coût concerne le renoncement aux revenus de seigneuriage futur par les autorités monétaires, avec l'adoption d'une devise étrangère et donc le renoncement à l'impression de monnaie domestique.

- Politique monétaire.

Comme le pays dollarisé n'a plus une devise domestique, il ne peut pas réduire ou modérer une récession avec une politique monétaire expansive ou avec la dévaluation de son taux de change, ni ne peut utiliser l'instrument de la politique monétaire pour corriger l'inflation. En outre, le pays fait face à la même politique monétaire que celle du pays dont la monnaie est adoptée : la stabilité du pays de référence (basse volatilité du taux de change et de l'inflation) devient une condition nécessaire pour la stabilisation du pays dollarisé.

- Prêteur en dernier ressort.

Si la Banque Centrale est libre d'augmenter la masse monétaire de façon discrétionnaire, elle peut aussi s'engager à fournir la liquidité nécessaire au système financier pour éviter des *runs* bancaires. Même si la dollarisation élimine la vulnérabilité des banques et des institutions financières au risque de dévaluation, elle ne leur permet plus d'utiliser l'option de prêt en dernier ressort lorsqu'ils font face à des problèmes de liquidités. Pour éliminer toutes sortes de risque de crise bancaire, les autorités monétaires doivent accumuler des réserves importantes de devise étrangère, nécessaires aussi pour garantir la crédibilité du système financier.

3.2.3. Coûts et bénéfices pour les pays de référence : le cas des USA

Comme nous l'avons déjà dit, avec le terme général « dollarisation » nous définissons le processus par lequel un pays adopte une monnaie étrangère à la place de la monnaie nationale pour les transactions de biens et services domestiques. Dans le cas des pays de l'Amérique Latine, la monnaie étrangère plus souvent utilisée est, bien sur, le dollar américain. Comme les pays dollarisé, les Etats-Unis aussi font face à des coûts et à des bénéfices revenant de la dollarisation.

Parmi les bénéfices, le plus important est sans doute le seigneuriage. Une analyse de Salvatore (2001) montre que le gain du seigneuriage étranger pour les USA est d'environ 15 milliard de dollars par année, grâce à une fraction très élevée de dollars en circulation (entre 55% et 75%) détenue par les pays étrangers. Une autre source de bénéfices provient de l'augmentation des flux commerciaux avec les pays dollarisés, de l'élimination des coûts de transaction et de la réduction des risques sur les marchandises couverts par les compagnies d'assurance de crédits commerciaux.

En terme de coûts, les USA peuvent payer la difficulté de gestion de la politique monétaire à cause de la circulation du dollar au dehors du contrôle de la FED. Les variations

dans l'évolution des agrégats monétaires peuvent devenir moins prévisibles et il devient alors plus difficile aussi de mettre en place une politique monétaire appropriée.

3.3. Qu'est-ce que la dollarisation résout?

Jusqu'à maintenant, nous avons analysé les avantages et les coûts de la dollarisation, c'est-à-dire comment théoriquement l'adoption d'une monnaie étrangère peut affecter plusieurs facteurs macroéconomiques. Une autre question peut être posée : quels sont les problèmes structurels, propres des pays émergents, que la dollarisation peut résoudre ? Nous abordons trois sujets : le secteur financier, le secteur fiscal et la volatilité.

3.3.1. Le secteur financier

A partir des améliorations macroéconomiques concernant les agrégats financiers (taux d'intérêt, inflation, *risk-premia*), la dollarisation peut encourager aussi la réforme du système bancaire. D'un coté, les contraintes imposées au rôle de prêteur en dernier ressort des Banques Centrales peuvent forcer les banques à se doter d'un système de gestion des actifs et des risques plus évolué.

D'un autre coté, la dollarisation peut stimuler la stabilité financière en promouvant le développement des marchés financiers domestiques. L'élimination la devise domestique résout le problème des *mismatches* entre devise domestique et maturité des actifs dans les marchés financiers des pays émergents. Quand le risque-monnaie disparaît, ce qui rend plus simple pour les entreprises avec projets de long-terme d'emprunter (en long-terme) sur les marchés domestiques comme sur le marchés étrangers, les *mismatches* disparaissent et les pressions à la stabilité du système financier sont réduites.

3.3.2. Le secteur fiscal

En liaison avec la stabilisation du secteur financier, la dollarisation peut consolider aussi le secteur fiscal. D'un coté, comme la dollarisation entraîne une réduction des taux d'intérêt (qui convergent avec ceux du pays de référence), cela implique une réduction des coûts pour le service de la dette publique. Avec un raisonnement très similaire, la stabilisation de l'inflation réduit les dépenses pour le service de la dette.

D'un autre coté, l'élimination de la taxe d'inflation (monétisation de la dette) incite les Gouvernements à la discipline fiscale et à la politique de stabilisation des déficits primaires.

3.3.3. La volatilité

La dollarisation, par définition, a comme effet immédiat la stabilisation de plusieurs indicateurs macroéconomiques. En particulier, le renoncement à toute politique monétaire discrétionnaire réduit la volatilité des taux d'intérêt et de l'inflation, qui convergent vers les valeurs du pays de référence. Théoriquement, la stabilisation du secteur monétaire de l'économie devrait se répercuter sur le secteur réel et sur les marchés financiers: taux d'intérêt et d'inflation plus stables devraient stimuler les investissements domestiques, développer les stock market et stimuler l'activité économique le long d'un chemin moins volatile et à l'abri des chocs nominaux et réels.

4. La dollarisation en Equateur : analyse VAR de la volatilité

Comme nous venons de le présenter, la dollarisation devrait stimuler la stabilisation de plusieurs indicateurs macroéconomiques. Ce que nous attendons des analyses de l'économie équatorienne est donc une moindre volatilité de ces indicateurs, notamment l'inflation, les taux d'intérêt et l'activité économique réelle, juste après la dollarisation.

Cependant, il est possible que l'élimination du taux de change ne soit pas suffisante pour réduire la volatilité dans le secteur réel ou financier de l'économie. Dans l'économie équatorienne, le taux de change représentait une « issue » pour le bruit engendré par les pressions fiscales et monétaires, et donc sa volatilité permettait l'ajustement aux chocs nominaux et réels. Il est donc possible qu'un « bouchon » à cette issue ne fasse que transmettre le bruit « latent » de l'économie vers d'autres secteurs (financiers ou réels).

Nous faisons par exemple l'hypothèse que la volatilité observée du stock market est affectée par la variabilité du taux de change. Après la dollarisation, cette volatilité devrait se réduire suite au processus de stabilisation économique envisagé par ce régime de change (voir paragraphe 3.3.3). Par contre, elle pourrait augmenter suite à la transmission du bruit latent (lié au marché du taux de change) aux marchés financiers.

Notre analyse économétrique (au moyen d'un modèle VAR) entend étudier si la dollarisation a donné lieu à une augmentation ou à une diminution de la volatilité du secteur financier et réel de l'économie équatorienne. Tout d'abord, nous allons présenter un petit modèle que nous utiliserons pour l'analyse quantitative du problème, pour ensuite nous plonger dans l'analyse des données.

4.1. Le modèle théorique

Nous abordons notre recherche avec un modèle dont les équations décrivent la structure de l'économie affectée par la dollarisation. Soient

$$e = \alpha \left(k + p - p^* \right) + \varepsilon_1 \tag{4.1}$$

$$\pi = \beta e + \varepsilon_2 \tag{4.2}$$

$$i = \gamma e + \delta \pi + \varepsilon_3 \tag{4.3}$$

$$q = -9e + \varphi \pi - \kappa i + \varepsilon_4 \tag{4.4}$$

où e,π,i et q représentent, respectivement, les log du taux de change (nominal), du taux d'inflation, du taux d'intérêt et d'un indicateur financier ou réel (indice de stock market ou d'activité économique conjoncturelle), et où $\varepsilon(0,\sigma^2)$ représente le bruit associé à chaque variable. Nous définissons $e'=\alpha(k+p-p^*)$ avec l'expression (en log) du taux de change nominal $\left(k\frac{p}{p^*}\right)$ en fonction du taux de change réel (k) (De Grauwe, 1996). En réarrangeant les équations, nous obtenons une expression pour l'indicateur réel en fonction du taux de change et des bruits :

$$q = -\theta(e' + \varepsilon_1) + \varphi(\beta e + \varepsilon_2) - \kappa(\gamma e + \delta \pi + \varepsilon_3) + \varepsilon_4 \tag{4.5}$$

$$q = -\theta(e' + \varepsilon_1) + \varphi[\beta(e' + \varepsilon_1) + \varepsilon_2] - \kappa[\gamma(e' + \varepsilon_1) + \delta(\beta(e' + \varepsilon_1) + \varepsilon_2) + \varepsilon_3] + \varepsilon_4$$

$$(4.6)$$

$$q = e'[\varphi\beta - \kappa(\gamma + \delta\beta) - \vartheta] + \varepsilon_1[\varphi\beta - \kappa(\gamma + \delta\beta) - \vartheta] + \varepsilon_2(\varphi - \kappa\delta) - \kappa\varepsilon_3 + \varepsilon_4$$
(4.7)

et donc

$$q = e' \left[\left(\frac{\varphi \beta}{\kappa (\gamma + \delta \beta)} - 1 \right) \left(\kappa (\gamma + \delta \beta) \right) - \mathcal{G} \right] + \varepsilon_1 \left[\left(\frac{\varphi \beta}{\kappa (\gamma + \delta \beta)} - 1 \right) \left(\kappa (\gamma + \delta \beta) \right) - \mathcal{G} \right] + \varepsilon_2 (\varphi - \kappa \delta) - \kappa \varepsilon_3 + \varepsilon_4 \quad (4.8)$$

Or, la variance de q est définie par la matrice de variance-covariance Σ :

$$\operatorname{var}(q) = \Sigma \tag{4.9}$$

dont la matrice diagonale Λ est composé par les variances des éléments de q:

$$\Lambda = \begin{pmatrix}
\sigma_{e'}^2 & & & \\
& \sigma_{\varepsilon_1}^2 & & \\
& & \sigma_{\varepsilon_2}^2 & & \\
& & & \sigma_{\varepsilon_3}^2 & \\
& & & \sigma_{\varepsilon_3}^2 & \\
& & & & \sigma_{\varepsilon_4}^2
\end{pmatrix}$$
(4.10)

Après la dollarisation, le taux de change est fixé et, donc, sa variance est nulle. Nous faisons aussi l'hypothèse que la variance du bruit engendré par le taux de change s'annule après le passage à la dollarisation. Donc, la nouvelle matrice de variance-covariance est :

$$\operatorname{var}(q^*) = \Sigma^* \tag{4.11}$$

et sa matrice diagonale est :

$$\Lambda^* = \begin{pmatrix} \sigma_{\varepsilon_2}^2 & & \\ & \sigma_{\varepsilon_3}^2 & \\ & & \sigma_{\varepsilon_4}^2 \end{pmatrix}$$
(4.12)

Comme les taux d'intérêt et d'inflation répondent désormais à la politique monétaire du pays de référence (les USA), plus stable et moins enclin à chocs de volatilité, nous pouvons affirmer que la variance de q^* est inférieure, toutes choses égales par ailleurs, à la variance de q. Ceci implique une moindre volatilité dans les marchés financiers ou dans le secteur réel de l'économie.

Toutefois, le terme $\sigma_{\varepsilon_4}^2$ souligne l'existence d'une volatilité idiosyncrasique qui peut varier suite à des changements structurels dans l'économie. La dollarisation, comme nous l'avons déjà dit, ne permet plus d'« amortir » (au moyen du taux de change) les pressions nominales et réelles qui se forment dans l'économie domestique. Donc il est possible qu'un bruit « latent » lié au taux de change se transmette dans les autres secteurs de l'économie, en en augmentant la volatilité idiosyncrasique. A partir de notre modèle, nous pouvons formaliser ce concept dans la façon suivante :

$$\varepsilon_4 = \eta + \nu \left(\overline{e} + \overline{\varepsilon_1} \right) \tag{4.13}$$

où le bruit du secteur réel ou financier est caractérisé par un élément idiosyncrasique (η) et par un élément structurel (ν) fonction du bruit latent engendré par l'élimination du taux de change dans le système. Nous écrivons la variance de cette expression de la façon suivante :

$$var(\varepsilon_A) = var(\eta) + var(\nu) + 2cov(\eta, \nu)$$
(4.14)

Ainsi, l'existence du terme ν , dont la magnitude n'est pas prévisible, ne nous assure pas que la variance du bruit associé au secteur financier ou réel (ε_4) après la dollarisation soit inférieure à celle avant la dollarisation. Ceci implique que la volatilité de q^* n'est pas forcement inférieure à celle de q face à des chocs nominaux ou réels.

4.2. Statistiques descriptives

Pour étudier la volatilité de l'économie équatorienne avant et après la dollarisation, nous utilisons des données mensuelles des variables décrites dans le modèle précédent, pour la période janvier 1995 - octobre 2005 :

- 1. Le taux de change *sucre*-dollar (*e*), pour la période avant la dollarisation (jusqu'à janvier 2000). Après la dollarisation, le taux de change est fixé à 25000 *sucres* par dollar;
- 2. Le taux d'intérêt bancaire actif (i);
- 3. L'indice de variation mensuelle des prix à la consommation (π) ;
- 4. Un indicateur « composite » de l'activité du marché financier équatorien (q), construit comme le rapport entre l'indice du marché boursier équatorien de Quito⁶ (ECUINDEX) et l'indice de la bourse américaine (NYSE COMPOSITE INDEX) basé sur l'indice Dow Jones. Dans la suite, cet indice est appelé ECUNYSE;
- 5. L'indice d'activité économique conjoncturelle (y) de l'Equateur (indicateur pondéré de la production). Dans la suite, cet indice est appelé AEC.

Toutes les données proviennent de la Banque Centrale de l'Equateur, sauf la variable de taux de change, qui provient de la base de données *International Financial Statistics* (IFS) du FMI, et l'indice du NYSE, qui provient de la base de données du New York Stock Exchange.

Le choix de l'intervalle temporaire suit deux logiques : primo, nous voulons comparer deux intervalles d'égale ampleur (5 ans) avant et après la dollarisation ; secundo, plusieurs réformes ont affecté la réglementation bancaire dans les années 1990, notamment en 1995, ne nous laissant pas une grande marge de manœuvre pour éviter des biais dans notre base de

28

⁶ Le marché boursier de Quito (la capital de l'Equateur) n'est pas la seule place financière du pays (le marché financier de Guayaquil), mais il est le plus important en terme de nombre et qualité des échanges.

données. Le choix d'un indicateur composite pour l'activité boursière équatorienne répond à une logique très simple : nous essayons d'épurer l'indice boursier du fait que, après la dollarisation, les taux d'intérêt ont fortement baissé à cause de la convergence avec ceux américains. Cela affecte l'actualisation des rendements boursiers, en modifiant la valeur de l'indice. Le rapport avec l'indice boursier du NYSE nous aide à effacer le terme du taux d'intérêt (les deux sont convergents après la dollarisation) dans l'expression de l'indice boursier équatorien, ce qui nous donne une valeur « pure » de l'activité (et de la volatilité) de la place financière de Quito.

Les tableaux 4.1 et 4.2 montrent les valeurs de ces variables respectivement avant et après la dollarisation.

Tab 4.1 : Statistiques descriptives avant la dollarisation (N = 60).

	Moyenne	Variance	Ecart-Type	Erreur Standard de la Moyenne	Coefficient de Variation
Taux de change	5521.28	1.53E+07	3916.13	505.57	0.71
Taux d'intérêt	53.96	95.19	9.75	1.26	0.18
Inflation	2.61	4.29	2.07	0.27	0.79
Indice ECUNYSE	0.35	0.06	0.24	0.03	0.69
Indice AEC	174.02	1350.64	36.75	4.74	0.21

Tab 4.2 : Statistiques descriptives après la dollarisation (N = 69).

	Moyenne	Variance	Ecart-Type	Erreur Standard de la Moyenne	Coefficient de Variation
Taux d'intérêt	12.85	8.12	2.85	0.34	0.22
Inflation	1.36	4.77	2.18	0.26	1.60
Indice ECUNYSE	0.08	0.0009	0.03	0.004	0.38
Indice AEC	216.91	1034.20	32.16	3.87	0.15

Le taux de change apparaît exclusivement dans le tableau 4.1 parce qu'après la dollarisation il est fixé (25000 *sucres* par dollar). Entre 1995 et 1999 nous pouvons observer une volatilité très élevée, avec un coefficient de variation (le rapport entre écart-type et moyenne) qui se rapproche à 1.

Le taux d'intérêt est, en moyenne, très élevé et instable avant la dollarisation, mais avec une volatilité relative (coefficient de variation) pas trop élevée. Après la dollarisation, grâce au processus de convergence avec les taux américains, nous observons une baisse importante de la valeur moyenne du taux d'intérêt (de 54% à 13%), ainsi que de sa volatilité (de 9.75 à 2.85).

L'inflation mensuelle aussi bénéficie d'une réduction importante après le passage à la dollarisation (elle décroît, en moyenne, de 91%). Par contre, sa volatilité reste plutôt élevée. Toutefois, il faut considérer que le processus de stabilisation de l'inflation a été long : en janvier 2000, un taux d'inflation mensuelle d'environ 10% affectait encore l'Equateur. Au bout d'un an, l'indice de variation mensuelle des prix commençait à se stabiliser autour de 0.5% par mois.

Les statistiques sur l'indice boursier composite (ECUNYSE) nous montrent principalement que sa volatilité, ainsi que sa volatilité relative, a baissé après la dollarisation (l'écart-type passe de 0.24 à 0.03). L'indicateur d'activité économique conjoncturelle (AEC) montre aussi une baisse de la volatilité (absolue et relative), ainsi qu'une augmentation de la valeur moyenne (le signe d'une reprise économique après la crise de fin des années 1990).

Nous avons déjà des éléments pour répondre à la question posée dans le paragraphe précédent : apparemment, la dollarisation a engendré une diminution de la volatilité des principaux indicateurs macroéconomiques. En particulier, les données brutes sur l'économie équatorienne décrivent une diminution nette de la volatilité du marché boursier et de l'activité économique générale.

Toutefois, une analyse plus complexe du phénomène est nécessaire si nous voulons isoler l'impact de la reprise économique et de sa stabilisation, atteintes en Equateur après la dollarisation, sur les variables d'intérêt de cette étude. Les valeurs brutes ne nous disent rien sur le lien direct qui existe entre ces variables, ni sur les bruits engendrés dans le système qui peuvent affecter la performance (volatilité) des différents indicateurs.

Nous allons tester la robustesse de notre modèle au moyen d'une analyse VAR (*Vectorial Autoregressive Model*), qui nous permettra d'étudier les bruits (innovations) associés à chaque variables d'intérêt et leur volatilité.

4.3. Analyse d'un modèle VAR en forme réduite

Un modèle Vectoriel Autorégressif nous permet d'étudier la relation (causale) entre une variable et son passé, ainsi qu'avec celui de toutes les autres variables présentes dans le modèle. Un résultat important de ce type d'analyse est la quantification du bruit (innovation) associé à chaque variable, qui peut être utilisée pour étudier le comportement du système face à des chocs de différente nature.

Dans cette section nous allons étudier un modèle VAR en forme réduite, c'est-à-dire que nous ne spécifierons pas la forme structurelle du modèle économique sous-jacent tel que nous l'avons décrit dans le paragraphe 4.1. Par cette démarche, nous voulons tester aussi la spécification théorique que nous avons proposé, par rapport au modèle purement empirique que nous allons étudier dans la suite.

4.3.1. Analyse de la stationnarité des variables

Avant de nous plonger dans la modélisation VAR, nous avons besoin d'étudier la stationnarité des variables que nous allons utiliser. Nous mettons en place des tests de racine unitaire sur les variables, afin de vérifier leur stationnarité. Si les variables ne sont pas stationnaires, c'est-à-dire qu'elles possèdent une racine unitaire, il sera nécessaire de les intégrer.

Parmi les tests de racine unitaire, nous allons mettre en place le test de Dickey et Fuller augmenté. Ce test nous permet de tester l'hypothèse H_0 : le processus est intégré au moins d'ordre 1. Nous allons utiliser, aussi, les trois types de test admis par la méthode de Dickey-Fuller, qui correspondent à trois modèles différents :

- 1- Modèle sans tendance et sans terme constant ;
- 2- Modèle sans tendance et avec terme constant ;
- 3- Modèle avec tendance et avec terme constant.

Comme nous avons l'intention d'utiliser des variables en logarithme (notamment le taux de change et l'indice boursier composite) dans le modèle VAR, nous faisons les tests après cette transformation sur les variables. Les résultats des tests sont répertoriés dans le tableau 4 3

Tab 4.3 : Test de racine unitaire Dickey-Fuller augmenté (variables en niveaux).

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3	
	Valeur seuil -1.95		Valeur seuil -2.93		Valeur seuil -3.49	
	Avant doll.	Après doll.	Avant doll.	Après doll.	Avant doll.	Après doll.
Taux de change (log)	4.54	-	3.22	-	1.15	-
Taux d'intérêt	0.28	-2.52	-1.30	-3.69	-1.40	-7.19
Inflation	-3.24	-5.95	-5.19	-5.58	-6.04	-5.39
Indice ECUNYSE (log)	5.24	-1.71	1.49	-1.19	-0.22	-2.82
Indice AEC (log)	0.93	1.20	-2.96	-2.38	-3.79	-6.83

Ces résultats montrent que toutes les variables, sauf le taux d'inflation mensuelle et l'indice AEC (dans le modèle 2 et 3), ne sont pas stationnaires en niveaux.

Pour rendre les variables stationnaires, nous en calculons les différences premières et nous refaisons les tests (tableau 4.4). Nous excluons le taux d'inflation mensuel de cette opération parce que il est déjà assimilable à une variable intégrée d'ordre 1. Les résultats montrent que toutes les variables sont maintenant stationnaires, aussi bien avant qu'après la dollarisation. Dans la suite de l'étude, nous n'utiliserons donc que ces variables différenciées.

Tab 4.4 : Test de racine unitaire Dickey-Fuller augmenté (variables différenciées).

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3	
	Valeur seuil -1.95		Valeur seuil -2.93		Valeur seuil -3.49	
	Avant doll.	Après doll.	Avant doll.	Après doll.	Avant doll.	Après doll.
Taux de change (log)	-4.75	-	-6.14	-	-7.08	-
Taux d'intérêt	-8.09	-13.71	-7.91	-14.26	-8.29	-14.08
Indice ECUNYSE (log)	-5.13	-9.93	-7.31	-10.40	-7.64	-10.33
Indice AEC (log)	-12.32	-10.67	-12.45	-10.81	-12.45	-10.73

4.3.2. Estimation du modèle VAR

Afin de comparer la volatilité de l'économie équatorienne avant et après la dollarisation, nous allons estimer le modèle VAR suivant :

$$Y_{t} = \alpha + \beta_{1} Y_{t-1} + \dots + \beta_{p} Y_{t-p} + \varepsilon_{t}$$
(4.15)

où

$$Y_{t} = \begin{pmatrix} \Delta \ln e_{t} \\ \pi_{t} \\ \Delta i_{t} \\ \Delta \ln q_{t} \end{pmatrix} \quad \text{voire } Y_{t} = \begin{pmatrix} \Delta \ln e_{t} \\ \pi_{t} \\ \Delta i_{t} \\ \Delta \ln y_{t} \end{pmatrix} \quad \text{et} \quad \mathcal{E}_{t} = \begin{pmatrix} \mathcal{E}_{t}^{e} \\ \mathcal{E}_{t}^{\pi} \\ \mathcal{E}_{t}^{i} \\ \mathcal{E}_{t}^{e} \end{pmatrix} \quad \text{voire } \mathcal{E}_{t} = \begin{pmatrix} \mathcal{E}_{t}^{e} \\ \mathcal{E}_{t}^{\pi} \\ \mathcal{E}_{t}^{i} \\ \mathcal{E}_{t}^{y} \end{pmatrix}$$

sont les variables explicatives et les résidus du modèle (innovations) avant la dollarisation, alors que

$$Y_{t} = \begin{pmatrix} \pi_{t} \\ \Delta i_{t} \\ \Delta \ln q_{t} \end{pmatrix} \quad \text{voire } Y_{t} = \begin{pmatrix} \pi_{t} \\ \Delta i_{t} \\ \Delta \ln y_{t} \end{pmatrix} \quad \text{et} \quad \varepsilon_{t} = \begin{pmatrix} \varepsilon_{t}^{\pi} \\ \varepsilon_{t}^{i} \\ \varepsilon_{t}^{q} \end{pmatrix} \quad \text{voire } \varepsilon_{t} = \begin{pmatrix} \varepsilon_{t}^{\pi} \\ \varepsilon_{t}^{i} \\ \varepsilon_{t}^{y} \end{pmatrix}$$

sont les variables explicatives et les innovations après la dollarisation, où, nous le rappelons, e, π, i , q et y représentent respectivement le taux de change (nominal), l'inflation mensuelle, le taux d'intérêt, l'indice boursier ECUNYSE et l'indice macroéconomique AEC.

La fréquence des données est mensuelle : entre janvier 1995 et décembre 1999, pour les estimations avant la dollarisation ; entre février 2000 et octobre 2005, pour celles après la dollarisation.

Pour le choix des retards (p) à imposer au modèle, nous nous appuyons sur les critères d'information de Akaike, Schwarz et Hannan-Quinn. Les trois tests nous suggèrent d'utiliser un seul retard dans le modèle, donc nous allons estimer un VAR(1) aussi bien avant qu'après la dollarisation.

Ci-dessous nous montrons les résultats des estimations. Tout d'abord, le VAR(1) avant la dollarisation, avec l'équation de l'indice ECUNYSE :

$$\begin{cases} \Delta \ln e_{t} &= -0.057 - 0.379^* \Delta \ln e_{t-1} + 0.002\pi_{t-1} + 0.002\Delta i_{t-1} + 0.379^{**} \Delta \ln q_{t-1} \\ \pi_{t} &= 1.393 + 33.360^* \Delta \ln e_{t-1} + 0.274^* \pi_{t-1} + 0.046\Delta i_{t-1} + 11.974^* \Delta \ln q_{t-1} \\ \Delta i_{t} &= -1.641 + 9.659\Delta \ln e_{t-1} + 0.697^* \pi_{t-1} + 0.127\Delta i_{t-1} + 8.608\Delta \ln q_{t-1} \\ \Delta \ln q_{t} &= -0.057 - 0.533^* \Delta \ln e_{t-1} + 0.002\pi_{t-1} - 0.002\Delta i_{t-1} - 0.379^{**} \Delta \ln q_{t-1} \end{cases}$$

$$(4.16)$$

et avec l'équation de l'indice AEC:

$$\begin{cases} \Delta \ln e_{t} = 0.051 + 0.129 \Delta \ln e_{t-1} - 0.007^{**} \pi_{t-1} + 0.001 \Delta i_{t-1} - 0.081 \Delta \ln y_{t-1} \\ \pi_{t} = 1.302 + 22.919^{*} \Delta \ln e_{t-1} + 0.209^{*} \pi_{t-1} + 0.050 \Delta i_{t-1} + 0.445 \Delta \ln y_{t-1} \\ \Delta i_{t} = -1.703 + 2.037 \Delta \ln e_{t-1} + 0.652^{*} \pi_{t-1} + 0.129 \Delta i_{t-1} + 0.054 \Delta \ln y_{t-1} \\ \Delta \ln y_{t} = -0.001 - 0.091 \Delta \ln e_{t-1} + 0.003 \pi_{t-1} - 0.003 \Delta i_{t-1} - 0.411^{*} \Delta \ln y_{t-1} \end{cases}$$

$$(4.17)$$

Le symbole * dénote la significativité du coefficient à 5%, lors que ** dénote une significativité à 10%.

Les systèmes (4.16) et (4.17) montrent que l'équation de l'inflation est la plus performante, en terme de significativité des coefficients et du modèle général ($R^2 = 0.55$

dans le modèle avec l'indice ECUNYSE, $R^2 = 0.49$ dans le modèle avec l'indice AEC). Le passé du taux de change est souvent significatif, notamment dans l'équation du marché boursier où il affecte négativement l'indice ECUNYSE (une dévaluation du *sucre* fait tomber les cotations boursières). Par contre, l'évolution de l'indice AEC apparaît s'expliquer exclusivement par son propre passé.

Le passage à la dollarisation comporte la fixation du taux de change et l'adoption officielle de la monnaie étrangère dont on a fixé la parité. Pour étudier les effets de la dollarisation dans notre système, nous éliminons l'équation (et la variable) du taux de change. Ci-dessous nous montrons les résultats des estimations.

$$\begin{cases} \pi_{t} = 0.275 + 0.664^{*} \pi_{t-1} - 0.292^{*} \Delta i_{t-1} - 1.570 \Delta \ln q_{t-1} \\ \Delta i_{t} = -0.092 - 0.057 \pi_{t-1} - 0.258^{*} \Delta i_{t-1} - 0.663 \Delta \ln q_{t-1} \\ \Delta \ln q_{t} = 0.021 + 0.001 \pi_{t-1} + 0.001 \Delta i_{t-1} - 0.266^{*} \Delta \ln q_{t-1} \end{cases}$$

$$(4.18)$$

$$\begin{cases} \pi_{t} = 0.228 + 0.672^{*} \pi_{t-1} - 0.298^{*} \Delta i_{t-1} + 1.515 \Delta \ln y_{t-1} \\ \Delta i_{t} = -0.108 - 0.055 \pi_{t-1} - 0.261^{*} \Delta i_{t-1} + 0.317 \Delta \ln y_{t-1} \\ \Delta \ln y_{t} = 0.007 - 0.00003 \pi_{t-1} - 0.004 \Delta i_{t-1} - 0.338^{*} \Delta \ln y_{t-1} \end{cases}$$

$$(4.19)$$

A partir des résultats sur ces modèles (systèmes 4.18 et 4.19), nous pouvons affirmer que, après le passage à la dollarisation, le coefficient de l'inflation passée a augmenté (mais il n'est plus significatif dans l'équation du taux d'intérêt, ce qui souligne l'exogénéité de la politique monétaire) et le coefficient du taux d'intérêt passé devient significatif. L'équation de l'inflation est encore la plus performante (les deux modèles ont un R^2 égal à 0.64). Les indices ECUNYSE et AEC continuent à s'expliquer uniquement par leur propre passé.

Afin d'étudier la volatilité dans notre modèle, nous analysons la matrice des innovations ε_t . En effet l'objectif de l'étude est celui d'identifier si, en éliminant du système l'équation correspondante au processus du taux de change, le bruit associé à cette variable se répercute sur les autres variables du modèle. Pour ce faire, nous comparons la variance des innovations (ou, aussi, la dispersion des erreurs de prévision) avant et après la dollarisation (tableaux 4.5 et 4.6).

Comme prédit par la théorie, l'analyse comparative de la variance des innovations montre que la volatilité des bruits associés aux taux d'intérêt et à l'inflation baisse énormément (de 92% et de 44%, respectivement) après la dollarisation. En particulier, le taux

d'intérêt (désormais lié à la politique monétaire de la FED) devient totalement exogène, lorsque l'inflation peut subir encore des chocs endogènes.

Tab 4.5: Variance des innovations (1).

Variable	Avant doll.	Après doll.	Taux de variation
Taux de change	0.0036	-	-
Inflation	2.1450	1.1943	- 44.3 %
Taux d'intérêt	12.2357	0.9741	- 92.0 %
Indice ECUNYSE	0.0050	0.0094	+ 86.8 %

Toutefois, la volatilité du bruit associé à l'indice boursier ECUNYSE enregistre une forte augmentation relative (+ 87%) après la dollarisation. L'hypothèse est, donc, que l'élimination du taux de change n'a pas effacé le bruit associé à ce secteur de l'économie, qui se répercute sur les marchés financiers sous forme de volatilité additionnelle au bruit de l'indice boursier. Ces données confirment notre intuition exprimée dans le modèle décrit dans le paragraphe 4.1, où le bruit du marché boursier après la dollarisation résulte d'un élément idiosyncrasique et d'un élément lié au taux de change.

Tab 4.6: Variance des innovations (2).

Variable	Avant doll.	Après doll.	Taux de variation
Taux de change	0.0036	-	-
Inflation	2.4208	1.2007	- 50.4 %
Taux d'intérêt	12.3806	0.9777	- 92.1 %
Indice AEC	0.0200	0.0076	- 61.9 %

La même analyse de la variance conduite sur le modèle avec l'indice macroéconomique AEC montre, en particulier, une diminution relative de la dispersion de l'erreur de prévision pour cet indicateur (- 62%) après le passage à la dollarisation. A partir de ces premiers résultats, nous pouvons affirmer que le secteur réel de l'économie équatorienne n'est pas concerné par une répercussion de la volatilité latente du taux de change, qui, apparemment, n'affecte que le secteur financier.

4.3.3. Analyse des chocs et des fonctions de réponse

Dans ce paragraphe, nous allons étudier l'effet d'un choc sur les innovations des variables de notre modèle, avant et après la dollarisation. En particulier, nous allons simuler

un choc d'un écart-type de l'erreur de prévision à partir d'une orthogonalisation des innovations qui suit la méthode de décomposition de Cholesky. Cette méthode nous permet aussi de donner un ordre spécifique aux variables, en les rangeant des plus explicatives aux moins explicatives, simulation de la propagation des chocs dans le système. En outre, nous mettons en place une décomposition de la variance des erreurs de prévision. Cette analyse nous permet d'évaluer l'importance relative de chaque innovation lorsqu'elle affecte les variables endogènes du modèle.

Nous avons décidé de simuler le comportement du système face à deux types de choc : un choc nominal sur les prix (inflation) et un choc réel (indice ECUNYSE ou AEC), avant et après la dollarisation.

L'ordre choisi pour la décomposition de Cholesky respecte la structure du modèle théorique présenté dans le paragraphe 4.1. La structure récursive de propagation des chocs avant la dollarisation suit le schéma suivant :

$$e \to \pi \to i \to q$$
 (4.20)

et

$$e \to \pi \to i \to y \tag{4.21}$$

Après la dollarisation, le taux de change sort du système et nous considérons les taux d'intérêt comme strictement exogènes (liés à la politique monétaire des Etats-Unis). La propagation des chocs suit donc le schéma suivant :

$$i \to \pi \to q$$
 (4.22)

et

$$i \to \pi \to y$$
 (4.23)

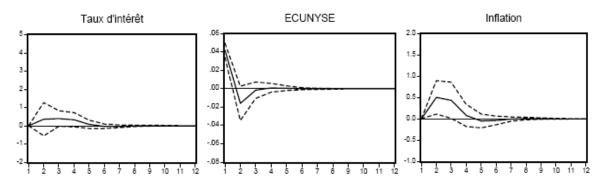
Les figures 4.1 et 4.2 montrent les fonctions de réponse du système (avant la dollarisation) avec l'indice boursier ECUNYSE. Nous observons qu'un choc positif sur l'inflation a un impact négatif et significatif sur l'indice boursier qui s'estompe au bout de trois mois. L'impact sur le taux d'intérêt est positif et significatif jusqu'au deuxième mois, ce

qui représente la réaction à une augmentation des prix. Un choc positif sur l'indice boursier a un impact positif et significatif sur l'inflation jusqu'au troisième mois, alors que pour le taux d'intérêt le même impact s'estompe au bout de quatre mois.

Taux d'intérêt ECUNYSE Inflation

Fig 4.1 : Fonctions de réponse à un choc nominal (inflation) avant la dollarisation.

Fig 4.2 : Fonctions de réponse à un choc réel (ECUNYSE) avant la dollarisation.



Tab 4.7 : Décomposition de la variance avant la dollarisation (1).

Inflation					
Période	Ecart-type	Taux de change	Inflation	Taux d'intérêt	ECUNYSE
1	1.4646	1.82	98.18	0.00	0.00
3	2.2510	45.11	43.81	2.41	8.67
6	2.2631	45.04	43.75	2.43	8.78
12	2.2632	45.04	43.75	2.43	8.79

_	\sim			` '	$\overline{}$	_
F		ш	NI	v	┖.	_
			ıv		. 7	_

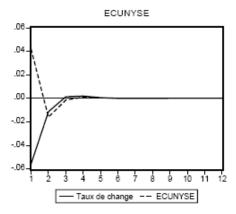
Période	Ecart-type	Taux de change	Inflation	Taux d'intérêt	ECUNYSE
1	0.0709	61.22	2.06	1.75	34.97
3	0.0749	57.15	2.75	4.22	35.88
6	0.0750	57.16	2.75	4.23	35.87
12	0.0750	57.16	2.75	4.23	35.87

La décomposition de la variance des erreurs de prévision de l'inflation (tableau 4.7) nous montre que, après 3 mois, 45% de la variance est expliquée par l'innovation du taux de change. Dans le cas de l'indice ECUNYSE, 57% de la variance est expliquée par

l'innovation du taux de change à partir du troisième mois, résultat stable dans le temps. Cela conforte notre hypothèse sur le lien très fort entre la volatilité du marché boursier et le taux de change.

Nous avons ensuite comparé les fonctions de réponse croisées du taux de change et de l'indice boursier (figure 4.3). Nous remarquons, en particulier, qu'un choc positif sur le taux de change (dévaluation) a un impact négatif (et de même magnitude) sur le marché boursier.

Fig 4.3 : Fonctions de réponse comparées avant la dollarisation.



Les figures 4.4 et 4.5 montrent la même analyse conduite sur les données après la dollarisation. Nous remarquons tout de suite que les chocs inflationnistes (significatifs jusqu'au septième mois) sont beaucoup moins transitoires par rapport au passé, ce qui peut être expliqué par la perte de contrôle de la politique monétaire après le passage à la dollarisation. En effet, un choc sur l'inflation ne semble plus affecter significativement le taux d'intérêt. De même, l'indice boursier n'est pas affecté significativement par un choc nominal sur les prix.

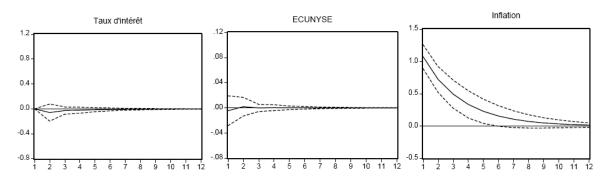
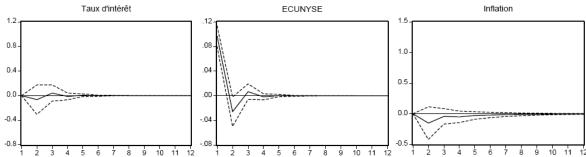


Fig 4.4 : Fonctions de réponse à un choc nominal (inflation) après la dollarisation.

Fig 4.5 : Fonctions de réponse à un choc réel (ECUNYSE) après la dollarisation.



En regardant les fonctions de réponse au choc réel, nous observons le même comportement des variables : un choc positif sur l'indice ECUNYSE n'est significatif que pour lui-même (et il s'estompe, comme avant la dollarisation, au bout de trois mois), alors que l'inflation et les taux d'intérêt ne sont pas significativement affectés.

Tab 4.8 : Décomposition de la variance après la dollarisation (1).

Inflation				
Période	Ecart-type	Inflation	Taux d'intérêt	ECUNYSE
1	1.0928	96.83	3.17	0.00
3	1.4174	95.57	3.20	1.24
6	1.4848	95.68	3.03	1.30
12	1.4920	95.69	3.01	1.30

ECU	NYSI	Ξ
-----	------	---

Période	Ecart-type	Inflation	Taux d'intérêt	ECUNYSE
1	0.0969	0.22	0.00	99.78
3	0.1005	0.24	0.03	99.73
6	0.1005	0.24	0.03	99.73
12	0.1005	0.24	0.03	99.73

L'analyse de la décomposition de la variance montre que, effectivement, autant l'innovation de l'inflation que l'innovation de l'indice ECUNYSE n'expliquent que leur propre variance (respectivement, 95% et 99%). Après la dollarisation, le taux de change ne peut plus affecter l'inflation, qui, comme nous l'avons déjà vu, enregistre une diminution de la volatilité de son bruit (aucune autre variable n'explique la variance des erreurs de prévision). De même, la dispersion des erreurs de prévision du marché boursier ne s'explique que par elle-même, mais elle augmente par rapport au passé. Ce résultat conforte notre hypothèse qu'un bruit « latent » du taux de change s'est redistribué sur l'indice boursier après la dollarisation.

Les figures 4.6 et 4.7 montrent les fonctions de réponse du système (avant la dollarisation) avec l'indice d'activité économique conjoncturelle (AEC). Un choc positif sur l'inflation n'affecte pas significativement l'indice AEC et affecte positivement (mais pas significativement au 5%) les taux d'intérêt. De même, un choc positif sur l'indice AEC (qui s'estompe au bout de 5 mois) n'a aucun impact significatif sur l'inflation et sur les taux d'intérêt. Nous avons, donc, des fonctions de réponse clairement différentes par rapport au cas précédent.

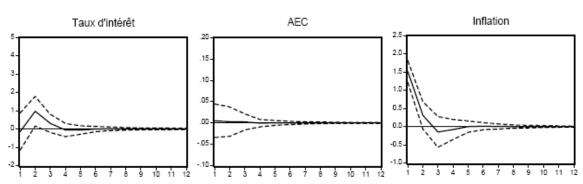
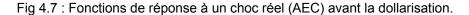
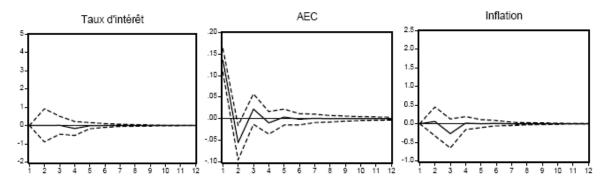


Fig 4.6 : Fonctions de réponse à un choc nominal (inflation) avant la dollarisation.





La décomposition de la variance montre que la dispersion des erreurs de prévision de l'inflation est expliquée à 50% par l'innovation du taux de change déjà au bout du troisième mois. Par contre, le bruit du taux de change n'explique que 8% de la variance des erreurs de prévision de l'indice AEC (qui explique sa propre variance de 90%). Nous observons donc une liaison très faible entre le bruit du taux de change et le bruit du secteur réel.

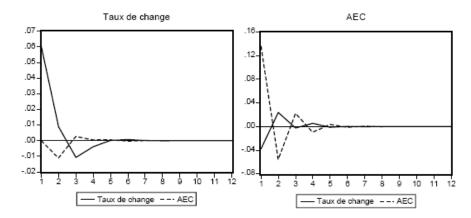
La comparaison des fonctions de réponse croisée (figure 4.8) nous montre qu'un choc positif sur le taux de change affecte négativement le secteur réel. Toutefois, cette réponse tend à se compenser tout de suite et elle s'estompe au bout du troisième mois.

Tab 4.9 : Décomposition de la variance avant la dollarisation (2).

Inflation					
Période	Ecart-type	Taux de change	Inflation	Taux d'intérêt	AEC
1	1.5559	4.79	95.21	0.00	0.00
3	2.2565	49.75	47.60	1.21	1.44
6	2.2610	49.82	47.53	1.21	1.44
12	2.2611	49.82	47.53	1.21	1.44

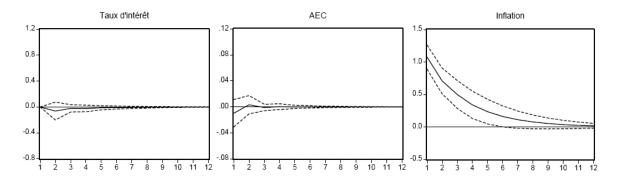
1	AEC							
	Période	Ecart-type	Taux de change	Inflation	Taux d'intérêt	AEC		
	1	0.1413	7.12	0.12	0.56	92.20		
	3	0.1563	8.15	0.15	1.60	90.10		
	6	0.1568	8.22	0.15	1.63	90.00		
	12	0.1568	8.22	0.15	1.63	90.00		

Fig 4.8 : Fonctions de réponse comparées avant la dollarisation.



Les figures 4.9 et 4.10 représentent les réponses du système aux choc après la dollarisation. Un choc nominal garde la structure de l'impact que nous avons analysé dans le système avec l'indice boursier (choc d'inflation positif et plus persistant ; aucun effet sur les taux d'intérêt et l'indice AEC). De même, un choc (temporaire) réel positif n'affecte pas significativement l'inflation et les taux d'intérêt.

Fig 4.9 : Fonctions de réponse à un choc nominal (inflation) après la dollarisation.



AEC Taux d'intérêt Inflation 0.8 1.0 0.4 .04 0.5 - 04 -n 4 -0.8 10

Fig 4.10 : Fonctions de réponse à un choc réel (AEC) après la dollarisation.

La décomposition de la variance nous montre ce que nous anticipions, c'est-à-dire que la variance des erreurs de prévision de l'inflation et de l'indice AEC ne s'explique que par les innovations de ces variables (respectivement, 96% et 98%).

12

Tab 4.10 : Décomposition de la variance après la dollarisation (2).

10 11

Inflation				
Période	Ecart-type	Inflation	Taux d'intérêt	AEC
1	1.0958	96.64	3.36	0.00
3	1.4147	95.54	3.54	0.92
6	1.4852	95.68	3.35	0.97
12	1.4934	95.70	3.33	0.97

AEC				
Période	Ecart-type	Inflation	Taux d'intérêt	AEC
1	0.0871	1.27	0.75	97.98
3	0.0925	1.27	0.70	98.03
6	0.0925	1.27	0.71	98.03
12	0.0925	1.27	0.71	98.03

Dans l'ensemble, ces résultats conduisent à penser que le bruit du taux de change ne s'est pas redistribué sur le secteur réel après le passage à la dollarisation.

4.4. Analyse d'un modèle VAR structurel

Dans cette section nous allons tester notre modèle avec un VAR structurel. Cette méthode d'identification, développée par Sims (1986), Bernanke (1986) et Blanchard et Watson (1986), nous permet d'estimer les paramètres structurels de notre modèle en imposant des restrictions contemporaines sur les valeurs observées des innovations (ε_t), afin d'obtenir un système de bruits structurels sous-jacents (u_t) .

A partir de notre modèle à k=4 variables endogènes, le VAR structurel estime l'expression suivante :

$$A\varepsilon_{t} = Bu_{t} \tag{4.24}$$

où ε_t est le vecteur des résidus observés dans le VAR en forme réduite et u_t est le vecteur des innovations structurelles inobservées. A et B sont deux matrices k x k à estimer. Pour leur estimation nous avons choisi de triangulariser les résidus et d'imposer des restrictions de court-terme, à partir d'une structure des innovations très similaire à celle utilisée pour la décomposition de Cholesky. Toutefois, par rapport à l'analyse menée dans la section précédente, ici nous allons donner une interprétation économique aux paramètres du modèle.

Sous ces conditions, la relation $A\varepsilon_t = Bu_t$ peut être écrite comme un système d'équations qui contiennent, chacune, la structure des erreurs imposée par les restrictions et par le terme de bruit structurel.

Nous écrivons pour le modèle avec l'indice boursier ECUNYSE :

$$\varepsilon^{e} = c_{1}u^{e}$$

$$\varepsilon^{\pi} = c_{2}\varepsilon^{e} + c_{3}u^{as}$$

$$\varepsilon^{i} = c_{4}\varepsilon^{e} + c_{5}\varepsilon^{\pi} + c_{6}u^{ms}$$

$$\varepsilon^{q} = -c_{7}\varepsilon^{e} + c_{8}\varepsilon^{\pi} - c_{9}\varepsilon^{i} + c_{10}u^{\varepsilon q}$$

$$(4.25)$$

et pour le modèle avec l'indice macroéconomique AEC:

$$\varepsilon^{e} = c_{1}u^{e}$$

$$\varepsilon^{\pi} = c_{2}\varepsilon^{e} + c_{3}u^{as}$$

$$\varepsilon^{i} = c_{4}\varepsilon^{e} + c_{5}\varepsilon^{\pi} + c_{6}u^{ms}$$

$$\varepsilon^{y} = -c_{7}\varepsilon^{e} + c_{8}\varepsilon^{\pi} - c_{9}\varepsilon^{i} + c_{10}u^{is}$$

$$(4.26)$$

La première restriction identifie le résidu du taux de change, que nous considérons exogène et qui dépend exclusivement du bruit sur le marché des changes. La deuxième restriction identifie le résidu de l'inflation, qui dépend du taux de change et d'un bruit interprété comme la réponse instantanée des producteurs aux chocs sur l'offre agrégée. La troisième restriction identifie le résidu des taux d'intérêt, qui dépend du taux de change et de

l'inflation. En outre, nous faisons l'hypothèse que les autorité monétaires ajustent les taux d'intérêt de court-terme en réponse à des chocs sur l'offre de monnaie.

La dernière restriction dépend du modèle estimé. Dans le cas de l'indice boursier, son résidu dépend du taux de change, de l'inflation et du taux d'intérêt, ainsi que du bruit sur le marché boursier. Dans l'autre cas, l'indice d'activité économique fait face à chocs de nature réelle (bruit de la relation IS).

A partir du VAR structurel, nous voulons donner une interprétation différente à notre analyse. En particulier, nous allons regarder l'évolution des coefficients des bruits structurels inobservés avant et après la dollarisation. En faisant cela, nous allons comparer trois étapes :

- 1. d'abord, nous estimons le modèle structurel avant la dollarisation ;
- 2. ensuite, nous essayons d'éliminer la source de bruit engendrée par le taux de change dans le système avant la dollarisation en soustrayant son équation et en utilisant une variable d'*inflation réelle* (taux d'inflation moins le taux de croissance de la dévaluation monétaire);
- 3. enfin, nous estimons le modèle structurel après la dollarisation.

L'observation des coefficients des innovations structurelles inobservées, associées à l'indice ECUNYSE et à l'indice AEC, devrait nous donner une interprétation plus claire de l'évolution de la volatilité dans le secteur financier et réel. Ces coefficients, estimés à partir de la matrice de variance-covariance des innovations, représentent la constante de l'équation des fonctions de réponse. Donc, le bruit du marché boursier et du secteur réel peuvent être interprétés comme la sensibilité de ces secteurs de l'économie face aux chocs. Un coefficient plus élevé après la dollarisation nous indiquerait, par exemple, que le bruit structurel inobservé a augmenté.

Le tableau 4.11 montre les estimations des différentes étapes du premier modèle structurel (avec l'indice ECUNYSE).

Après le passage à la dollarisation, les coefficients des innovations inobservées associées à l'inflation (offre agrégée) et aux taux d'intérêt (offre de monnaie) baissent beaucoup. On en déduit que les bruits relatifs ont baissé et que ces secteurs sont moins sensibles aux chocs (même si les chocs peuvent être plus persistants).

Concernant l'innovation inobservée associée au marché boursier, le coefficient augmente de 0.055 points. Par conséquent, le bruit du secteur financier de l'économie augmente et avec lui la sensibilité aux chocs, impliquant une plus grande volatilité. Dans

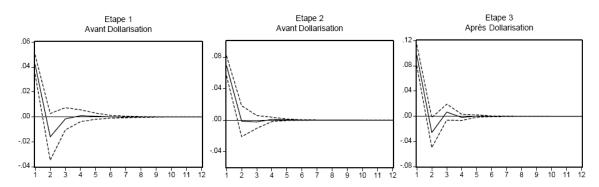
l'étape intermédiaire nous observons une augmentation générale des coefficients. Cela peut être expliqué par le fait que, en éliminant le bruit du taux de change, nous soustrayons un élément important de l'explication du bruit du système.

Tab 4.11 : Coefficients u_t VAR Structurel (1).

Innovations inobservées		Etapes		Δ (3-1)
	1	2	3	
	Avant doll.	Avant doll.	Après doll.	
u^{e}	0.05971	-	-	-
u^{as}	1.45115	1.91807	1.07538	-0.37576
u^{ms}	3.47211	3.48547	0.98694	-2.48517
$u^{\varepsilon q}$	0.04193	0.06877	0.09678	0.05486

Les résultats intermédiaires indiquent, en outre, que le bruit « latent » du taux de change devrait se redistribuer sur toutes les variables du modèle, notamment sur l'indice boursier. L'élimination du taux de change et la perte de discrétion sur la politique monétaire après le passage à la dollarisation ne font que transmettre le bruit « latent » sur les marchés financiers, en en augmentant la magnitude et la volatilité du bruit (voir les fonctions de réponse propres de l'indice ECUNYSE dans la figure 4.11).

Fig 4.11 : Fonctions de réponse propres de l'indice ECUNYSE – VAR Structurel.



Le tableau 4.12 montre la décomposition de la variance des erreurs de prévision de l'indice boursier. Avant la dollarisation, l'indice ECUNYSE explique 36% de la variance (environ 60% de la variance est expliquée par le taux de change). En éliminant le taux de change, le pourcentage de la variance expliquée passe à 87% du total (l'inflation en explique environ 12%). Après le passage à la dollarisation, l'indice boursier explique presque la

totalité de la variance. Ce résultat conforte encore une fois l'hypothèse qu'un bruit « latent » du taux de change s'est redistribué sur l'indice boursier après la dollarisation.

Tab 4.12 : Décomposition de la variance de ECUNYSE – VAR Structurel.

	1		2	-		3	
	Avant doll.		Avant	Avant doll.		Après doll.	
Période	Ecart-type	%	Ecart-type	%	Ecart-type	%	
1	0.0597	34.97	1.9181	88.52	0.9869	99.78	
3	0.0642	35.88	2.1683	86.87	1.0299	99.73	
6	0.0645	35.87	2.1696	86.85	1.0305	99.73	
12	0.0645	35.87	2.1697	86.85	1.0306	99.73	

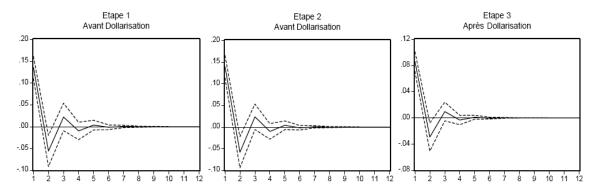
Dans le deuxième modèle structurel (avec l'indice AEC), les coefficients des innovations inobservées associées à l'inflation (offre agrégée) et aux taux d'intérêt (offre de monnaie) gardent un comportement similaire à celui du modèle précédent : ils baissent après la dollarisation. Toutefois, le coefficient de l'innovation inobservée associée au secteur réel baisse d'environ 0.05 points après la dollarisation (tableau 4.13). Cette fois-ci, le bruit du secteur réel de l'économie baisse par rapport au passé. La sensibilité aux chocs est inférieure, et la volatilité de ce secteur aussi.

Tab 4.13 : Coefficients u_t VAR Structurel (2).

Innovations inobservées		Etapes		Δ (3-1)	
	1	2	3		
	Avant doll.	Avant doll.	Après doll.		
u^{e}	0.06025	-	-	-	
u^{as}	1.51815	2.05305	1.07718	-0.44097	
u^{ms}	3.48681	3.48846	0.98879	-2.49802	
u^{IS}	0.13567	0.13925	0.08626	-0.04941	

A partir de cette analyse, nous pensons pouvoir affirmer que le processus de dollarisation n'a pas transmis le bruit « latent » sur le secteur réel de l'économie, mais qu'il a réduit la magnitude et la volatilité du bruit idiosyncrasique (voir les fonctions de réponse propres de l'indice AEC dans la figure 4.12).

Fig 4.12 : Fonctions de réponse propres de l'indice AEC – VAR Structurel.



Le tableau 4.14 montre la décomposition de la variance des erreurs de prévision de l'indice d'activité économique conjoncturelle. Avant la dollarisation, l'indice AEC explique 90% de la variance (le taux de change n'en explique que 8%). Dans l'étape intermédiaire, le pourcentage de la variance expliquée passe à 97% du total. Après le passage à la dollarisation, l'indice AEC explique 98% de la variance. La décomposition de la variance démontre qu'un bruit « latent » du taux de change ne s'est pas redistribué sur le secteur réel après la dollarisation.

Tab 4.14 : Décomposition de la variance de AEC – VAR Structurel.

	1		2	2		3	
	Avant doll.		Avant doll.		Après doll.		
Période	Ecart-type	%	Ecart-type	%	Ecart-type	%	
1	0.1413	92.20	0.1401	98.80	0.0871	97.98	
3	0.1563	90.10	0.1548	97.31	0.0925	98.03	
6	0.1568	90.00	0.1553	97.28	0.0925	98.03	
12	0.1568	90.00	0.1553	97.28	0.0925	98.03	

5. Conclusions et remarques

La dollarisation reste aujourd'hui un important sujet de discussion parmi les économistes.

A partir de l'analyse des conditions macroéconomiques de l'Equateur - avant et après la dollarisation - et du débat théorique sur le choix du taux de change optimal et sur les coûts et les bénéfices de la dollarisation, nous avons analysé la volatilité des bruits qui affectent plusieurs indicateurs économiques.

Notre étude entendait apporter des éléments de réponse à la question de savoir si l'économie de l'Equateur a atteint une meilleure stabilité et une moindre sensibilité aux chocs exogènes (qui ont caractérisé la fragilité du pays pendant les années 1980 et 1990) après le passage à la dollarisation. En particulier, nos estimations se sont centrées sur l'inflation, les taux d'intérêt, le marché boursier et le secteur réel.

A partir de ces résultats, nous pensons pouvoir affirmer qu'effectivement il y a eu une réduction significative de la volatilité des bruits associés à l'inflation, aux taux d'intérêt et au secteur réel de l'économie après le passage à la dollarisation. Cependant, nous pensons aussi que il y a eu une augmentation sensible de la volatilité dans les marchés boursiers. Notre hypothèse est que le bruit « latent » du taux de change s'est redistribué dans le secteur financier de l'économie équatorienne après le passage à la dollarisation. Nous pensons pouvoir affirmer aussi que la réduction du biais endogène d'information (asymétrique) préconisé par Calvo (2001), ce qui devrait entraîner une réduction des chocs aléatoires de l'économie, n'est pas observable dans le contexte financier équatorien. Le marché boursier reste, donc, vulnérable aux chocs extérieurs et cela peut contraindre les investissement futurs.

Cela peut affecter aussi la stabilité de la croissance de long-terme de l'Equateur. En effet, la compétitivité générale du pays est très modeste (l'indice de croissance de la compétitivité, élaboré en 2005 par le *World Economic Forum*, place l'Equateur en 103^{ème} position sur 117 pays) et la volatilité du marché boursier peut affecter le montant et la stabilité des investissements nécessaires pour augmenter la productivité et la compétitivité du pays.

D'un coté, la dollarisation peut soutenir la croissance de long-terme grâce à la stabilisation du biais inflationniste, des taux d'intérêt et du secteur réel (demande et offre agrégées). D'un autre coté, la compétitivité monétaire (taux de change effectif réel) est compromise par l'adoption du dollar comme devise domestique. Parmi les solutions, les réformes structurelles (finances publiques, distribution des revenus du pétrole, secteur

financier) demeurent les plus considérées dans l'optique d'assurer une croissance de longterme stable.

L'expérience de l'Equateur, ainsi que celle du Guatemala et de El Salvador (officiellement dollarisés en 2001), nous dira prochainement si la dollarisation peut effectivement améliorer la stabilité interne et la compétitivité mondiale des économies de l'Amérique Latine.

Bibliographie

- Beckerman, P. (2001), "Dollarization and Semi-Dollarization in Ecuador", World Bank Policy Research Working Paper, 2643.
- Berg, A., Borensztein, E. (2000), "The Pros and Cons of Full Dollarization", *IMF Working Paper*, 00/50.
- Berger, H., Jensen, H., Schjelderup, G. (2001), "To Peg or Not to Peg? A Simple Model of Exchange Rate Regime Choice in Small Economies", *Economics Letters*, 73, 161-167.
- Bernanke, B.S. (1986), "Alternative Explanations of the Money-Income Correlation", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 25, 49-100.
- Blanchard, O.J., Watson, M.W. (1986), "Are Business Cycles All Alike?", en Gordon, R. (ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*, (Chicago: University of Chicago Press), 123-156.
- Bogetic, Z. (2000), "Official Dollarization: Current Experiences and Issues", *Cato Journal*, 20 (2), 179-213.
- Calvo, G. (1999), "On Dollarization", mimeo.
- Calvo, G. (2001), "Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America", *Journal of Money, Credit and Banking*, 33 (2), 312-334.
- Corden, W.M. (2002), *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, (Cambridge: MIT Press).
- De Grauwe, P. (1996), *International Money: Postwar Trends and Theories*, (Oxford: Oxford University Press).
- Edwards, S. (1996), "The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes", *NBER Working Papers*, 5756.
- Eichengreen, B. (1994), *International Monetary Arrangements fort the 21st Century*, (Washington: Brookings Institution).
- Eichengreen, B., Masson, P., Bredenkamp, H., Johnston, B., Hamann, J., Jadresic, E., Otker, I. (1998), "Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility", *IMF Occasional Paper*, 168.
- Fischer, S. (1977), "Stability and Exchange Rate Systems in a Monetary Model of the Balance of Payments", en Aliber, R.Z. (ed.), *The Political Economy of Monetary Reform*, (Montclair: Allanheld, Osmun and Co.).
- Fischer, S. (2001), "Distinguished Lecture on Economic in Government Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, 15, 3-24.

- Goldfajn, I., Olivares, G. (2000), "Is Adopting Full Dollarization the Solution? Looking at the Evidence", *Departemento de Economia PUC-Rio Texto para discussão*, 416.
- Hausmann, R., Gavin, M., Pages-Serra, C., Stein, E. (1999), "Financial Turmoil and the Exchange Rate Regime", *Inter-American Development Bank manuscript*.
- Juhn, G., Mauro, P. (2002), "Long-run Determinants of Exchange Rate Regimes: A Simple Sensitivity Analysis", *IMF Working Paper*, 02/104.
- Larrea, C. (2002), "Social and Economic Effects of Dollarization in Ecuador", mimeo.
- Milesi-Ferretti, G.M. (1995), "The Disadvantage of Tying their Hands: On the Political Economy of Policy Commitments", *The Economic Journal*, 105, 1381-1402.
- Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimal Currency Areas", *The American Economic Review*, 51, 657-665.
- Mussa, M., Masson, P., Swoboda, A., Jadresic, E., Mauro, P., Berg, A. (2000), "Exchange Rate Regimes in a Increasingly Integrated World Economy", *IMF Occasional Paper*, 193.
- Obstfeld, M., Rogoff, K. (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, 9, 73-96.
- Papaioannou, M.G. (2003), "Determinants of the Choice of Exchange Rate Regimes in Six Central American Countries: an Empirical Analysis", *IMF Working Paper*, 03/59.
- Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1169-1190.
- Salvatore, D. (2001), "Which countries in Americas should dollarize?", *Journal of Policy Modeling*, 23 (3), 347-355.
- Sims, C.A. (1986), "Are Forecasting Models Usable for Policy Analysis?", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 2-16.
- Tornell, A., Velasco, A. (1995), "Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?", *NBER Working Papers*, 5108.