

# Macro Dev

## Dollarisation officielle en Équateur: quel verdict vingt ans après ?

**Auteurs** Selin Ozyurt (AFD)  
et Simon Cueva (TNK Economics)

**Remerciements:** les auteurs Selin Ozyurt (Agence française de développement, Département de recherche économique d'Euler Hermes) et Simon Cueva (TNK Economics, Quito-Équateur), souhaitent remercier Clotilde Boutrolle (AFD Quito), Stéphane Dées (Banque de France) et Maria Caridad Ortiz (TNK Economics, Équateur) pour leurs remarques précieuses dans le cadre de cette étude.

**Avertissement:** ce travail a été réalisé par Selin Ozyurt alors qu'elle était économiste à l'AFD, ainsi que par Simon Cueva (TNK Economics, Quito-Équateur). Selin Ozyurt travaille désormais pour le compte d'Euler Hermes (Recherche économique). Les observations et les opinions qui sont exprimées ici appartiennent aux auteurs et ne reflètent pas nécessairement la ligne ou la position officielles des autres acteurs, organismes, employeurs ou entreprises.

# Table des matières

<b>1.</b>		<b>3.</b>		<b>Conclusion</b>	
<b>Pourquoi dollariser ?</b>	<b>p. 7</b>	<b>Les mécanismes de la dollarisation intégrale en Équateur : principes de fonctionnement</b>	<b>p. 19</b>		<b>p. 37</b>
1.1 - Bénéfices de la dollarisation intégrale	p. 8			<b>Bibliographie</b>	<b>p. 39</b>
1.2 - Coûts de la dollarisation intégrale	p. 10	3.1 - Qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort en Équateur ?	p. 20		
<b>2.</b>		3.2 - Les réserves de change de la Banque centrale et la structure de son bilan	p. 21		
<b>La dollarisation en Équateur : éléments de contexte historique</b>	<b>p. 11</b>	<b>4.</b>			
2.1 - Des systèmes monétaires et financiers sous extrême tension en 1998-1999	p. 12	<b>Quel impact sur le secteur extérieur et la compétitivité ?</b>	<b>p. 27</b>		
2.2 - La décision définitive de procéder à la dollarisation intégrale	p. 14	4.1 - Après 2008, une plus grande fragilité et une compétitivité médiocre	p. 28		
2.3 - La dollarisation officielle : des effets positifs immédiats	p. 16	4.2 - Quels sont les défis spécifiques des déséquilibres de la balance des paiements en Équateur ?	p. 31		
		4.3 - Comment la pandémie de Covid-19 a-t-elle affecté l'économie de l'Équateur ?	p. 34		



En janvier 2000, dans un contexte de crise économique et politique profonde, l'Équateur adoptait le dollar américain en tant que monnaie légale. En décembre 2019, soit près de deux décennies plus tard, le conseil d'administration du Fonds monétaire international (FMI) approuvait un versement total de 498 millions de dollars<sup>[1]</sup> consécutif aux deuxième et troisième revues de la facilité élargie de crédit. L'accord financier avec le FMI, qui visait à répondre au besoin croissant de financement extérieur pour le pays, avait été conclu en mars 2019 sous le mandat du président Lenin Moreno. Dans le cadre du programme macroéconomique appuyé par le FMI, les autorités équatoriennes se sont engagées à garantir la viabilité budgétaire de leurs politiques, à reconstituer les réserves de change de la Banque centrale de l'Équateur (BCE) et à renforcer les bases institutionnelles de la dollarisation officielle.

Vingt ans après la décision radicale de l'Équateur d'abandonner sa monnaie nationale (le sucre), le pays doit faire face à une croissance économique en berne, une dette extérieure grandissante et des réserves de changes limitées ne couvrant qu'une faible partie du passif du secteur bancaire. Par ailleurs, des tensions socio-politiques sont venues s'ajouter à la dégradation des indicateurs économiques, alors même que le gouvernement souhaite poursuivre ses politiques d'austérité en matière de salaires, de fiscalité et de subventions. Plus grave encore, à l'instar des autres pays d'Amérique latine, l'Équateur a été très durement touché par la

<sup>1</sup> Le 11 mars 2019, l'Équateur concluait un accord de trois ans avec le FMI au titre de la Facilité élargie de crédit, pour un financement total de 4,2 Mds de dollars (USD). Le pays a reçu un premier versement de 651 millions USD en mars 2019, ainsi qu'un deuxième versement de 250 millions USD consécutif à la première revue du programme, le 28 juin 2019. La deuxième et la troisième revue seront achevées le 19 décembre 2020.

pandémie de Covid-19<sup>[2]</sup>. L'impact considérable de celle-ci sur la demande, tant extérieure qu'intérieure, combiné à la chute importante du cours du pétrole, a grandement réduit les recettes publiques. Selon les estimations, les pertes économiques causées par la crise sanitaire devraient s'élever au total à 7 % du PIB en 2020.

Dans un contexte de fragilité politique et économique grandissante, un certain nombre de questions se posent quant au choix qui avait été fait de procéder à la dollarisation. Quelles ont été les conséquences concrètes pour l'Équateur de l'abandon de sa devise nationale en faveur du dollar américain, il y a de cela deux décennies ? Dans quelle mesure la dollarisation intégrale<sup>[3]</sup> a-t-elle contribué aux difficultés économiques actuelles du pays ? Au contraire, la situation économique serait-elle pire encore si le pays avait conservé le sucre comme devise officielle ?

La principale contribution de notre étude réside dans l'utilisation de données récentes et de faits concrets pour analyser les conséquences économiques de la dollarisation. Car bien que le thème de la dollarisation intégrale ait été largement abordé au début des années 2000 (dans le sillage des crises des caisses d'émission survenues dans les pays émergents), peu d'études s'y sont intéressées au cours des années 2010. Au tout début des années 2000, les experts et les organisations internationales considéraient parfois la dollarisation intégrale comme une solution envisageable pour certains

2 La crise sanitaire résultant de la pandémie de Covid-19 est survenue alors que nous mettions la dernière main à cette publication. Bien que nos données s'arrêtent en 2019, nous abordons dans la quatrième partie l'impact de ce choc sans précédent sur l'économie équatorienne.

3 Dans cet article, nous utiliserons indifféremment les termes de dollarisation « officielle » et « intégrale » pour désigner les pays ayant renoncé de manière unilatérale à leur monnaie nationale en adoptant une autre monnaie légale.

pays émergents en cas d'instabilité importante de leurs finances et de leur taux de change. Au moment où l'Équateur prenait la décision « radicale » de procéder à la dollarisation officielle, l'Argentine, elle aussi, considérait sérieusement l'idée d'abandonner le peso au profit du dollar américain en 1999/2000. À l'époque, un grand nombre de publications théoriques prônaient le passage à la dollarisation (zone monétaire optimale, viabilité des régimes de change), en dépit du peu de preuves empiriques quant aux bénéfiques « réels » de la dollarisation.

Dans cette étude, nous analyserons les conséquences de la dollarisation officielle en Équateur au cours des vingt dernières années. L'Équateur constitue un objet de recherche particulièrement intéressant, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, avec une population d'environ 17 millions d'habitants, il s'agit – et de loin – du plus grand pays à avoir renoncé à sa monnaie nationale et procédé à une dollarisation officielle<sup>[4]</sup>. Ensuite, contrairement à la majorité des autres pays ayant procédé à une dollarisation de manière unilatérale<sup>[5]</sup>, l'Équateur n'entretenait qu'une proximité historique et politique relative avec les États-Unis : en effet, les deux pays n'ont pas de frontière commune et leurs échanges économiques, bien que significatifs, étaient limités. On peut même dire que la dollarisation en Équateur fut une décision politique soudaine, prise dans un contexte de troubles financiers et macroéconomiques sans précédent.

4 Le PIB de l'Équateur équivaut à peu près au PIB cumulé des douze autres pays intégralement dollarisés ou euroisés (Winkler et al., 2004).

5 Le terme de « dollarisation » s'applique ici également à l'adoption en tant que monnaie légale d'une monnaie étrangère, comme l'euro, la livre sterling ou le dollar australien.

Notre analyse sera structurée selon le plan suivant : la première partie abordera les raisons pouvant pousser à procéder à une dollarisation intégrale ; la deuxième partie présentera le contexte historique ayant conduit à la dollarisation intégrale en Équateur ; la troisième partie décrira les caractéristiques de mise en œuvre de la dollarisation intégrale en Équateur, tout particulièrement en ce qui concerne les réserves de change ; enfin, la quatrième partie analysera les impacts de la dollarisation sur le commerce extérieur.

# 1. Pourquoi dollariser ?

Les avantages et les inconvénients de la dollarisation intégrale ont fait l'objet d'un grand nombre de publications au début des années 2000, que ce soit sous l'angle de la viabilité des régimes de change (bipolarisme) ou de la théorie – renouvelée – des zones monétaires optimales<sup>[6]</sup>. Nous présentons ici les principaux bénéfices qu'un pays, selon ces publications, peut tirer de la dollarisation.

## 1.1 – BÉNÉFICES DE LA DOLLARISATION INTÉGRALE

### 1.1.1 – Stabilité macroéconomique

Dans des pays où la politique monétaire a perdu toute crédibilité, l'adoption d'une devise étrangère peut constituer un engagement fort (Del Negro *et al.* 2001) et permettre de stabiliser la situation monétaire et financière. Ce bénéfice important pour la crédibilité de la politique monétaire est essentiellement lié à sa quasi-irréversibilité. Il est en effet presque impossible de revenir à la situation ayant précédé la dollarisation, d'autant plus que ce processus générerait des coûts gigantesques<sup>[7]</sup> comparé à l'abandon d'autres régimes tels que la caisse d'émission ou l'arrimage à une autre monnaie.

Lorsqu'un État adopte la monnaie d'un pays qui bénéficie de davantage de crédibilité au niveau de sa politique monétaire (en l'occurrence les États-Unis), on peut s'attendre à ce que l'inflation et les taux d'intérêts de l'économie dollarisée atteignent peu à peu les mêmes niveaux que ceux du pays émetteur (Winkler *et al.*, 2004). Certaines études (Fischer, 1982 ; Eichengreen, 2000) établissent un lien direct entre dollarisation et discipline budgétaire, dans la mesure où la dollarisation ne permet pas de recourir à l'émission de monnaie pour financer d'éventuels déficits budgétaires. Par

ailleurs, en écartant définitivement toute possibilité de financement inflationniste, la dollarisation permet également de renforcer les institutions financières et d'envoyer un signal positif à destination des investisseurs nationaux et internationaux.

À cet égard, le passage à la dollarisation en Équateur se traduisit effectivement, au cours des premières années, par une plus grande stabilité macroéconomique, favorisée par la crédibilité de la politique monétaire. Le cadre juridique initialement établi pour la banque centrale à la suite de la dollarisation imposa un ensemble de priorités budgétaires claires, lesquelles ont fortement limité le financement monétaire du gouvernement central. Ce cadre fut toutefois modifié au cours de la période 2008-2014, ouvrant la voie à une augmentation de la détention d'obligations souveraines par la banque centrale. Le financement de la dette publique par la banque centrale a permis une forte relance budgétaire entre 2008 et 2014, tandis que le déficit budgétaire a augmenté de façon continue entre 2008 et 2016. Ce financement aurait certes été possible dans le cadre d'une économie non-dollarisée, mais il aurait sans doute provoqué une forte inflation.

### 1.1.2 – Des primes de risque moins élevées

La dollarisation officielle excluant toute dévaluation soudaine et importante du taux de change, elle réduit ainsi la prime de risque des emprunts externes. En outre, la dollarisation peut améliorer l'accès aux marchés financiers internationaux. Il est probable, en effet, que la baisse du risque de change et des coûts de transaction entraîne une baisse des coûts d'emprunt pour l'État comme pour le secteur privé (Calvo, 1999). De plus, la dollarisation intégrale permet en règle générale d'éviter les soudaines sorties de capitaux motivées par la crainte d'une dévaluation. Enfin, selon certaines publications théoriques, il est possible que la dollarisation permette de renforcer la stabilité financière et de réduire le risque de soudains contrôles de capitaux (Berg et Borensztein, 2000).

6 Cf. Winkler *et al.* (2004) pour une analyse plus approfondie des fondements théoriques de la dollarisation.

7 En effet, l'abandon de la dollarisation est un processus rarement mis en œuvre et le plus souvent consécutif à l'accès d'un pays à l'indépendance (Winkler *et al.*, 2004). Le Libéria constitue l'un des très rares exemples de pays ayant fait marche arrière après la dollarisation officielle : dans un contexte de déséquilibres budgétaires importants, les troubles politiques et la guerre civile mirent fin à un régime de dollarisation qui avait duré plus d'un siècle. Plus récemment, le Zimbabwe a abandonné la dollarisation en 2019 à la suite d'une période de déficits budgétaires importants, qui étaient financés par des instruments de quasi-monnaie non-convertibles combinés à des contrôles de change et des restrictions sur les retraits bancaires qui conduisirent à d'importantes distorsions économiques.

Le passage à la dollarisation intégrale, cependant, ne permet pas d'écartier automatiquement tout risque de défaut souverain. Dans certains cas, la dollarisation peut même accroître ce risque en réduisant la capacité de l'économie à absorber les chocs asymétriques. Enfin, de même que pour les pays émettant leur propre devise, les coûts d'emprunt des économies dollarisées peuvent être impactés négativement par d'autres facteurs tels que des finances publiques insoutenables, une instabilité politique ou des systèmes financiers mal régulés.

### 1.1.3 – Suppression des coûts de transaction et meilleure intégration économique et financière avec le pays émetteur

Le passage à la dollarisation officielle peut favoriser l'intégration économique du pays avec le pays émetteur<sup>[8]</sup> en éliminant les coûts des transactions effectuées en devises étrangères ainsi que les incertitudes pesant sur le taux de change (Frankel et Rose, 1998 ; Rose et Engel, 2000). D'un point de vue théorique, en tant qu'étape supplémentaire dans le processus d'intégration économique entre deux pays, elle peut permettre de faire converger peu à peu les cycles économiques des deux économies (l'économie du pays émetteur et celle du pays ayant procédé à la dollarisation intégrale).

En fait, les économies réalisées grâce à la suppression des coûts de transaction sont proportionnelles au volume des transactions financières effectuées ainsi qu'à la part des opérations commerciales facturées dans la devise étrangère adoptée. Dans le cas de l'Équateur, l'impact de la dollarisation intégrale sur le développement du commerce international est resté relativement limité. Avant même que l'Équateur adopte la dollarisation intégrale, environ 74 % de ses exportations de marchandises étaient déjà libellées en dollars américains (moyenne sur la période 1995-1999). Si l'on examine les données collectées depuis, on constate que les échanges commerciaux équatoriens avec les États-Unis, en moyenne, n'ont augmenté que modérément depuis que les deux pays partagent une monnaie commune<sup>[9]</sup>. En effet,

dans la mesure où aucun accord de libre-échange n'a été conclu, le commerce équatorien et son intégration économique avec les États-Unis sont restés limités, contrairement à ses voisins péruvien et colombien. De manière générale, il est difficile d'affirmer que la dollarisation intégrale, en Équateur, ait permis une meilleure intégration économique avec les États-Unis – sans doute une intégration similaire aurait-elle été possible sans la dollarisation.

### 1.1.4 – Développement du secteur financier et hausse des investissements

En garantissant une stabilité monétaire, la dollarisation officielle peut favoriser le développement du secteur financier national. Pour les pays en développement, une plus grande ouverture aux marchés financiers est généralement considérée comme une condition préalable au développement économique. Plus précisément, un meilleur accès aux financements permet d'accroître l'investissement et ainsi de stimuler la croissance. En outre, il a été constaté que le développement du secteur financier permet d'augmenter les revenus des citoyens les plus pauvres – une augmentation proportionnellement supérieure à celle des autres segments de la population – et ainsi de réduire les écarts de revenus (Beck *et al.*, 2007).

Une plus grande crédibilité en matière de politique monétaire ainsi que la suppression du risque de change doivent normalement permettre d'attirer les investissements étrangers vers les pays dollarisés. Toutefois, dans le cas de l'Équateur, la décision d'adopter le dollar ne s'est pas accompagnée d'une hausse soudaine des entrées de capitaux liés aux investissements directs à l'étranger (IDE). En effet, la suppression du risque de change n'a pas permis de compenser les nombreux obstacles aux investissements étrangers. Le droit constitutionnel, qui rend impossible le recours à un arbitrage international hors de l'Amérique latine, ainsi que la taxe de 5 % sur le rapatriement de capitaux, constituent notamment des facteurs susceptibles de décourager ces investissements. De même, le développement du secteur financier après le passage à la dollarisation intégrale a été largement entravé par certaines contraintes réglementaires, parmi lesquelles le plafonnement des taux d'intérêt et la complexité des mécanismes de besoins de liquidité pour les banques commerciales.

8 En supposant que les obstacles commerciaux entre les deux pays soient négligeables.

9 Entre 1980 et 2000, les exportations et les importations totales de l'Équateur avec les États-Unis, en moyenne, représentaient respectivement 8,4 % et 4,7 % du PIB. Après le passage à la dollarisation intégrale, les exportations et les importations équatoriennes avec les États-Unis augmentèrent légèrement en passant respectivement à 9,5 % et 5,9 % du PIB sur la période 2001-2018.

## 1.2 – COÛTS DE LA DOLLARISATION INTÉGRALE

Nous avons présenté les principaux bénéfices économiques que pouvait entraîner une dollarisation intégrale ; nous allons à présent résumer les principaux coûts qu'implique ce choix radical de politique monétaire.

### 1.2.1 – Perte du rôle de prêteur en dernier ressort

Avec la dollarisation intégrale de son économie, le pays renonce de fait à sa capacité à émettre sa propre monnaie, abandonnant ainsi le contrôle de sa politique monétaire et de sa politique de change. Par conséquent, la banque centrale perd son rôle de « prêteur en dernier ressort », dans le sens usuel de l'expression. Les réserves de change – auxquelles s'ajoutent les éventuels prêts extérieurs – déterminent le montant maximal de liquidités pouvant être injectées dans le système financier afin de répondre à une crise de solvabilité ou de liquidité (Berg et Borensztein, 2000). Comme nous le verrons plus loin, les pays dollarisés peuvent mettre en place des solutions alternatives de fourniture de liquidité afin de permettre à la banque centrale de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Le fonds de liquidité et les dispositifs de garantie des dépôts, dans le cas de l'Équateur, ou encore les actifs détenus par le fonds souverain d'investissement et les banques *offshore*<sup>[10]</sup> dans le cas du Panama, peuvent par exemple fournir des liquidités supplémentaires lors des périodes de tension.

### 1.2.2 – Une plus grande fragilité à l'égard des chocs asymétriques

En adoptant la dollarisation intégrale, la banque centrale renonce presque entièrement aux instruments de politique monétaire, tel que le contrôle des taux d'intérêts, comme levier permettant de répondre aux fluctuations des cycles économiques ou aux chocs asymétriques. Par conséquent, pour éviter toute fluctuation économique importante, l'économie dollarisée doit mettre en œuvre des solutions d'ajustement alternatives, tels que les coussins de sécurité budgétaire. Cela dit, le coût de la perte de ces instruments de politique monétaire peut être négligeable dans les contextes où la politique monétaire même est inefficace et a perdu toute crédibilité (Summers, 2000 ; Calvo et Reinhart, 2001).

### 1.2.3 – Renoncement aux droits de seigneurage

Pour la banque centrale, la perte des revenus perçus au titre des droits de seigneurage liés à l'émission de la monnaie nationale constitue l'un des coûts les plus directs du passage à la dollarisation intégrale. Ce coût englobe non seulement les frais liés à l'acquisition ponctuelle d'un « stock monétaire » – c'est-à-dire le fait de remplacer la monnaie nationale en circulation par des billets et des pièces étrangers – mais également les frais liés aux opérations monétaires, ce qui signifie l'abandon, à l'avenir, des revenus générés par la création monétaire et la mise en circulation de monnaie chaque année<sup>[11]</sup>.

10 Nous faisons ici référence aux dépôts en dollars américains des banques *offshore* détenues au Panama. Toutefois, rien ne permet de déterminer précisément la part de ces ressources qui seraient mobilisées pour répondre à une crise de liquidité de nature systémique, ni le temps nécessaire à les mobiliser.

11 Pour une analyse plus détaillée des revenus liés aux droits de seigneurage, lire Berg et Borensztein (2000).

## 2. La dollarisation en Équateur : éléments de contexte historique

En Équateur, les années 1980 et 1990 furent caractérisées par une croissance économique faible, avec une moyenne de 2,5 % en termes réels, ainsi que par une stagnation du revenu par habitant. À la fin des années 1990, la politique monétaire du pays avait perdu toute crédibilité<sup>[12]</sup> : après vingt années d'inflation galopante (40 % en moyenne) et de dévaluation constante de sa monnaie, le pays était au bord d'une crise économique et politique majeure. Surtout, la peur chronique et généralisée de l'inflation et de l'instabilité monétaire eut pour résultat de faire peser des taux d'intérêts élevés sur les emprunts en monnaie nationale, préparant, année après année, le passage à la dollarisation.

## **2.1 – Des systèmes monétaires et financiers sous extrême tension en 1998-1998**

En 1998-1998, l'Équateur fut frappé par l'une des pires crises financières et économiques de son histoire. Une conjoncture économique morose, le recours constant à l'émission de monnaie pour répondre au déficit budgétaire, l'instabilité croissante du système financier, la dévaluation brutale du sucre, qui était alors la monnaie nationale : tous ces éléments contribuèrent à déclencher des crises monétaire et bancaire d'une ampleur inédite. L'Équateur avait abandonné la parité rampante sa monnaie au début de l'année 1999 (Fischer, 2011) au profit d'un régime de flottement indépendant ; cette décision intervenait en réaction aux brutales dévaluations qu'avait connues le sucre depuis 1997. Selon La Banque centrale de l'Équateur, la dévaluation du sucre avait atteint 36 % entre 1997 et 1998, et jusqu'à 115 % entre 1998 et 1999.

Dans ce contexte, la dépréciation des actifs du secteur bancaire, en affaiblissant le bilan des institutions financières, mirent celles-ci sous pression. Pendant ces deux années, la part des prêts non-performants dans les prêts totaux augmenta de façon spectaculaire, atteignant

57 % en décembre 1999<sup>[13]</sup> et conduisant un certain nombre institutions à déposer le bilan. Pour limiter la multiplication des faillites des banques, le gouvernement adopta dans l'urgence un mécanisme de garantie des dépôts s'appliquant à la fois aux dépôts en sucres et en dollars.

Alors que le secteur bancaire faisait face à de graves problèmes de solvabilité et de liquidité, la banque centrale se retrouva dans l'obligation de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Pour cela, il lui fallait émettre de grandes quantités de monnaie. À la fin de l'année 1999, l'indicateur M1, soit la mesure la plus étroite de la masse monétaire<sup>[14]</sup>, accusait une augmentation de près de 90 %, et la base monétaire<sup>[15]</sup> une augmentation de 136 %. Les autorités ont par ailleurs placé les plus grandes banques insolvables sous la tutelle de l'Agence de garantie des dépôts, tout juste créée, tandis qu'un grand nombre d'institutions financières plus modestes durent fermer.

Vers la fin 1999, l'Équateur traversa l'une des pires crises bancaires de l'Amérique latine. La faillite de plusieurs banques et institutions financières entraîna des pertes totales de plus de 4 000 millions USD (soit près de 20 % du PIB). Ce furent finalement quinze banques, deux institutions financières et un fonds d'investissement qui passèrent sous l'administration de l'État. La proportion des actifs bancaires détenus par le secteur public atteignit alors 59 % des actifs totaux du secteur (Naranjo, 2003). Le sauvetage du système financier entraîna un coût colossal et inédit pour les finances publiques et, à la fin de l'année 1999, ce processus avait déjà englouti 25 % des réserves internationales. Les importantes sorties de capitaux constituaient un autre facteur d'instabilité à l'origine de la crise bancaire. En 1999, ce furent en effet pas moins de 2 milliards de dollars américains qui sortirent du pays, soit environ 10 % du PIB (Banco Central del Ecuador, 2017).

12 En 1992, la Banque centrale de l'Équateur lançait son « programme de stabilisation axé sur le taux de change », dans le but de juguler l'inflation. Le régime de change, qui était au départ un régime de flottement administré (Jacome, 2004), se transforma en 1994 en un régime de bande glissante à glissement préannoncé afin de mieux ancrer les prévisions d'inflation. Cependant, les paramètres de la bande du taux de change furent ajustés six fois de suite entre 1995 et 1998, ce qui entraîna une perte de crédibilité du régime de change.

13 Entre août 1988 et août 1999, la liquidité du système bancaire fut réduite de moitié, passant de 1 600 millions USD à 860 millions USD ; les crédits totaux baissèrent pour atteindre 40 % ; les prêts non-performants passèrent de 300 millions USD à 1100 millions USD ; les dépôts totaux, enfin, chutèrent de 33 %, passant de 5100 millions USD à 3 400 millions USD.

14 M1 est un agrégat qui regroupe l'essentiel de la partie liquide de la fourniture de monnaie, tels que les espèces, les dépôts des comptes courants, les chèques-voyage et autres dépôts mobilisables par chèque.

15 La base monétaire représente le montant total de la monnaie qui est soit en circulation parmi la population, soit dans les dépôts des banques commerciales auprès de la banque centrale.

En mars 1999, après les faillites de plusieurs grosses banques, le gouvernement prit la décision sans précédent de geler l'ensemble des fonds privés pour la totalité du secteur bancaire. L'objectif de cette mesure – qui devait au départ consister en un gel d'une semaine, mais qui se transforma en un gel des soldes de tous les dépôts pour une durée d'un an – était de stopper les retraits sur les comptes en banque causés par le manque de confiance de la population, ainsi que de faciliter la mise en place d'une nouvelle taxe sur les transactions financières. Depuis novembre 1998, une taxe de 1% sur l'ensemble des retraits et des transactions bancaires remplaçait l'impôt sur le revenu (pour les particuliers comme pour les entreprises); en avril 1999, il fut décidé de maintenir cette taxe. Ce n'est qu'en novembre 2000, c'est-à-dire après la fin du gel des soldes des dépôts bancaires, que cette taxe sur les transactions financières fut supprimée.

Comme on pouvait s'y attendre, le gel renforça la méfiance de la population à l'égard du système bancaire et encouragea la rétention d'espèces chez soi et les dépôts auprès de banques *offshore*. Au cours du gel des dépôts, les dépôts enregistrés dans les banques *offshore* augmentèrent de 755 millions USD pour l'année 1999 (soit un dixième du total des dépôts enregistrés dans les banques soumises à la réglementation nationale) et provoquèrent d'énormes sorties de capitaux (Naranjo, 2003).

Dans le sillage de la crise du secteur bancaire, les finances publiques de l'Équateur se dégradèrent sérieusement – conséquence des coûteuses recapitalisations bancaires et d'une conjoncture peu favorable. En 1999, le déficit du secteur public non industriel et non commercial atteignait 4,7 % du PIB, tandis que le pays devait faire face à un surendettement insoutenable. Le ratio de dette sur PIB bondit, passant de 67 % du

PIB en 1998 à 100 % du PIB en 1999. Les obligations émises par l'Agence de garantie des dépôts pour rembourser les déposants vinrent s'ajouter aux besoins de financement du secteur public, alimentant ainsi une dette publique grandissante (Cueva et Díaz, 2019). De 7,3 % du PIB en 1998, le service de la dette passa à 11,4 % en 1999, tandis que la dette extérieure passa de 47 % du PIB en 1998 à 70 % en 1999. Finalement, l'Équateur devint le premier pays à faire défaut sur ses *Brady Bonds*<sup>[16]</sup>, ce qui mit un coup d'arrêt à la totalité des financements extérieurs à destination du pays.

### 2.1.1 – Profonde récession économique et chute brutale de la demande intérieure

Dans un contexte de crise économique et de conjoncture internationale difficile, l'Équateur entra dans une récession profonde en 1999. Le PIB du pays se contracta de 4,7 % en une année et le taux de chômage atteignit 14 %. Pour ne rien arranger, le déficit courant, qui avait atteint 7,2 % du PIB à la suite d'une chute de 41 % des prix du pétrole à l'exportation, baissa à 4,5 %, ce qui était le résultat d'une chute des importations de 45 %.

Les conséquences économiques immédiates de cette crise furent dévastatrices pour la population. La dépréciation brutale se traduisit par une soudaine baisse des salaires, tandis que la pauvreté augmentait. En 1999, les revenus réels par habitant se situaient au même niveau qu'en 1977. Sur le marché du travail, la situation se dégrada sérieusement. En 1999, 14,4 % de la population active était au chômage (contre 6,9 % en 1995), et 58,5 % était sous-employée (contre 48,3 % en 1998) et ne percevait que de faibles revenus dans le secteur informel. En 1997, seule 27,0 % de la population active disposait d'un emploi officiel associé à une protection sociale adéquate (contre 36,0 % en 1995).

16 Les *Brady Bonds* sont des titres de créance émis par l'État, libellés en dollars américains (USD), émis principalement par les pays d'Amérique latine à la fin des années 1980. Elles portent le nom du secrétaire du Trésor américain Nicholas Brady, qui avait proposé un nouvel accord de réduction de la dette pour les économies émergentes dès qu'elles commençaient à entrer en défaut de paiement sur des obligations émises par leurs gouvernements respectifs.

## 2.2 – La décision définitive de procéder à la dollarisation intégrale

Dans un contexte de grande instabilité politique, le sucre connut à nouveau de fortes tensions sur les marchés de change<sup>[17]</sup> vers la fin de l'année 1999. En janvier 2000, les autorités équatoriennes décidèrent finalement d'adopter le dollar américain en tant que monnaie officielle, au taux de conversion fixe de 25 000 sucres pour 1 dollar américain<sup>[18]</sup>, une monnaie qui avait été choisie pour que les réserves de change puissent permettre à la banque centrale de couvrir ses engagements.

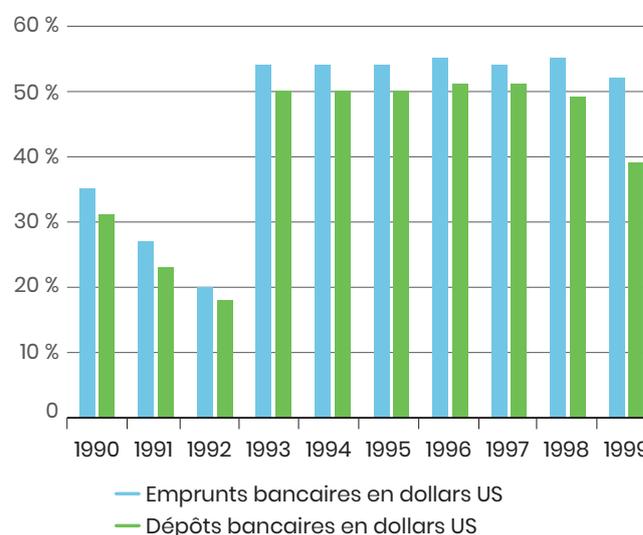
Pour Jamil Mahuad, le président au pouvoir à l'époque, l'adoption du dollar comme monnaie officielle constituait sans doute une méthode accélérée pour assurer un ancrage nominal face à l'inflation et rétablir une stabilité politique et économique. En d'autres mots, la dollarisation en Équateur fut une solution improvisée et adoptée dans l'urgence, sans que les conditions préalables nécessaires pour garantir sa viabilité aient été remplies – c'est-à-dire des finances publiques saines, un fonds de stabilisation du pétrole à même de réduire la volatilité des recettes fiscales, un secteur financier robuste et bien régulé, ainsi qu'un marché du travail relativement flexible (De la Torre *et al.*, 2001).

Peu après cette décision radicale de procéder à la dollarisation officielle, le mécontentement de la population et les troubles sociaux forcèrent le président Mahuad à démissionner. Son successeur et ancien vice-président, Gustavo Noboa, confirma néanmoins la dollarisation officielle de l'économie. Surtout, Noboa transmit au Congrès la Loi pour la transformation économique, qui établissait le cadre légal de la dollarisation et stipulait les changements nécessaires aux domaines financiers et fiscaux. La loi désignait la banque centrale comme le « gardien » du système officiellement dollarisé, tout en mettant fin à son rôle d'« émetteur de monnaie ».

L'Équateur entérina le passage à la dollarisation intégrale dans un contexte d'instabilité financière, économique et politique qui avait sérieusement entamé la crédibilité de sa politique monétaire nationale. On serait tenté de dire que la dollarisation officielle n'entraîna pas vraiment la perte d'un instrument politique dans la mesure où le pays avait entre temps perdu toute capacité d'action au niveau monétaire (Beckerman et Solimano, 2002).

Par ailleurs, le passage à la dollarisation intégrale fut grandement facilité par le développement d'une dollarisation *de facto*. La prolifération de filiales *offshore* parmi les banques locales<sup>[19]</sup> favorisa également la dollarisation progressive de l'économie, la part des dépôts libellés en dollars américains dans les dépôts totaux passant de 30,6 % en 1990 à 38,8 % en 1999. Parallèlement, des tendances similaires ont été observées au niveau des emprunts des particuliers en dollars américains. La part des prêts libellés en dollars américains passa de 35 % en 1990 à 52,2 % en 1999 (graphique 1).

Graphique 1 – Évolution des dépôts et des emprunts bancaires en dollars US (en % des dépôts et des emprunts totaux)



Source : Banque centrale de l'Équateur

17 Le sucre s'était déprécié, passant de 7123 sucres par dollar américain en janvier 1999 à 24 617 sucres par dollar américain en janvier 2000.

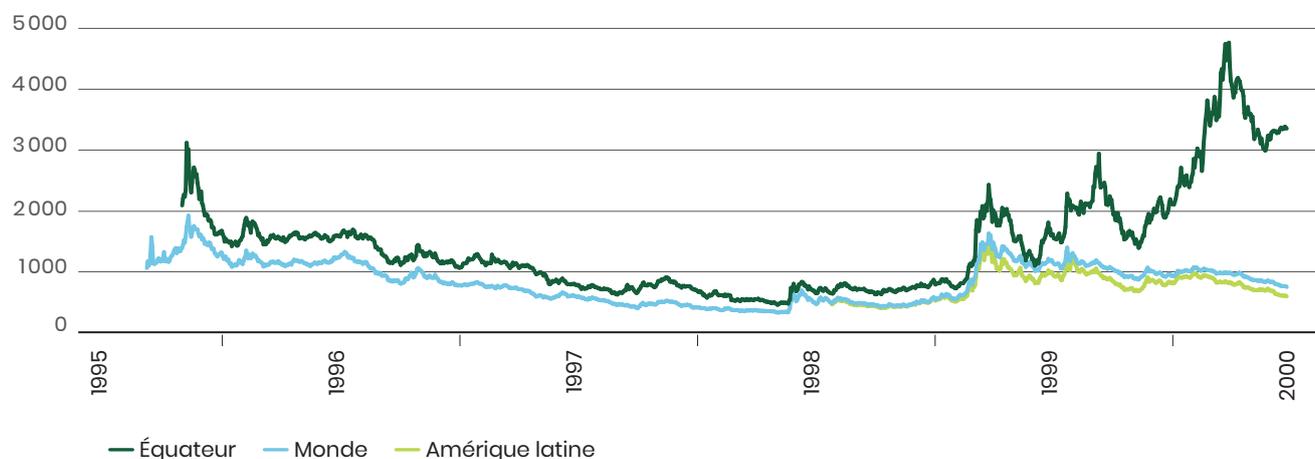
18 Lorsque les dépôts furent gelés en 1999, 1 dollar américain équivalait à 5 000 sucres. Une année plus tard, lorsque les Équatoriens eurent à nouveau accès à leurs comptes, pour chaque dollar – la nouvelle monnaie équatorienne – ils devaient payer cinq fois plus, c'est-à-dire 25 000 sucres. C'était une bonne nouvelle pour ceux qui s'étaient lourdement endettés dans la monnaie locale (les ménages ayant contracté de gros emprunts bancaires, par exemple, ou les entreprises avec des crédits à l'exportation élevés ou d'autres types de crédits), qui virent le montant de leurs dettes se réduire significativement. En revanche, l'épargne des ménages et les pensions de retraite diminuèrent fortement en un an.

19 Ces institutions ont essentiellement reçu des dépôts des résidents équatoriens et ont bénéficié de réglementations laxistes (absence de réserves obligatoires, faible contrôle).

Venant s'ajouter à cette dollarisation *de facto* qui prenait de plus en plus d'importance, une conjonction de différents facteurs structurels et de l'inertie politique prépara le terrain à la dollarisation officielle de l'Équateur (Jácome, 2004 ; De la Torre et al., 2001).

- **Facteurs institutionnels.** À l'instar d'autres pays d'Amérique latine, le processus de libéralisation économique enclenché au cours des années 1990 avait aggravé les fragilités du système bancaire national, en l'absence d'un véritable cadre de régulation et de réglementation adéquat pour accompagner cette libéralisation. La nouvelle loi bancaire adoptée en 1994, qui portait le nom de *Ley General de Instituciones del Sistema Financiero* (LGISF), avait pour but de répondre aux défis engendrés par la libéralisation du secteur financier. Cependant, la mise en œuvre de la LGISF ne s'accompagna pas de mesures de régulation, de contrôle et d'application, et elle fut lente à se matérialiser. Par ailleurs, le nouveau cadre juridique avait ses imperfections – et elles étaient de taille. Par exemple, il n'existait toujours pas de cadre juridique et institutionnel permettant d'éviter et de gérer les crises bancaires (tel qu'un cadre réglementaire de résolution de crise bancaire). En d'autres mots, l'État n'avait pas les capacités pour répondre à temps aux troubles économiques de fin 1998 et éviter ainsi l'aggravation de la crise bancaire.
- **Des finances publiques fragiles.** La grande fragilité financière caractérisant ces années 1997-1998 était également le résultat d'une politique monétaire extrêmement accommodante. Ainsi, les rigidités des finances publiques limitaient la possibilité pour l'État de corriger les déséquilibres budgétaires croissants générés par le coût des recapitalisations des banques. Parmi les autres facteurs ayant réduit la marge de manœuvre budgétaire du gouvernement, il y avait la part importante de recettes fiscales réservées à des lignes de dépenses spécifiques, l'absence de règles prudentielles dans le secteur financier, ainsi que la difficulté à parvenir à un consensus politique sur des sources de recettes budgétaires stables. Face à la forte pression politique et sociale de l'opposition, le gouvernement finit par annuler un certain nombre de ses décisions d'ajustement budgétaire (à l'exception de la taxe de 1999 sur les transactions financières). Par ailleurs, la capacité de l'État à emprunter sur les marchés de capitaux fut sérieusement entravée en raison de son surendettement, par la fragilité des finances publiques, ainsi que par la dégradation de la réputation économique du pays suite au défaut de paiement de la dette en 1987.

Graphique 2 - Spreads de l'indice EMBI sur les obligations souveraines (toutes échéances confondues)



Source : JP Morgan

• **Un secteur financier vulnérable.** Les réformes entreprises avant la crise de 1998 mirent à jour un certain nombre de failles inquiétantes dans le système bancaire. Le développement d'une dollarisation *de facto* (c'est-à-dire une part de plus en grande d'emprunts et de dépôts libellés en dollars américains) réduisit l'efficacité des fonds de sécurité en monnaie nationale. Les indicateurs de solvabilité des banques se détériorèrent : la proportion de prêts non-performants libellés en dollars américains augmenta, tandis que les principales sources de revenus des clients des banques étaient libellées en sucres. Surtout, la banque centrale ne disposait pas de réserves de change suffisantes pour empêcher l'affaiblissement de la monnaie nationale.

### 2.3 – La dollarisation officielle : des effets positifs immédiats

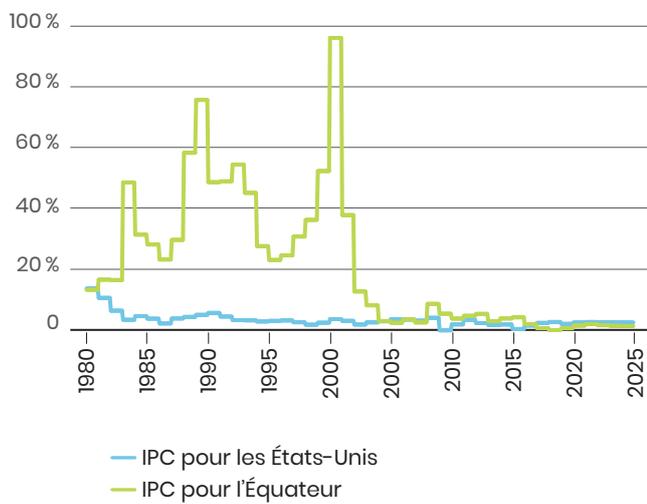
Alors que le pays traversait une crise politique et économique sans précédent, le passage à la dollarisation officielle constituait une solution « magique » pour rapidement remettre l'économie sur pied. En fait, la dollarisation intégrale de l'économie contribua effectivement à stabiliser aussitôt la situation monétaire et économique, mettant un terme définitif à un système où deux monnaies coexistaient, stoppant la dépréciation du taux de change réel et apaisant les tensions sur les liquidités. Elle permit également de rétablir la confiance

dans le secteur bancaire – et même davantage que ce qui était prévu. Au final, l'abrogation du gel des dépôts, en mars 2000, ne déclencha pas un énorme volume de retraits : les dépôts augmentèrent même légèrement en 2000 et en 2001.

Grâce à cet engagement fort en matière de politique monétaire, les *spreads* de l'Équateur diminuèrent aussitôt sur les marchés de capitaux ; en 2003, ces *spreads* commençaient à être au niveau de ceux des autres pays d'Amérique latine (graphique 2).

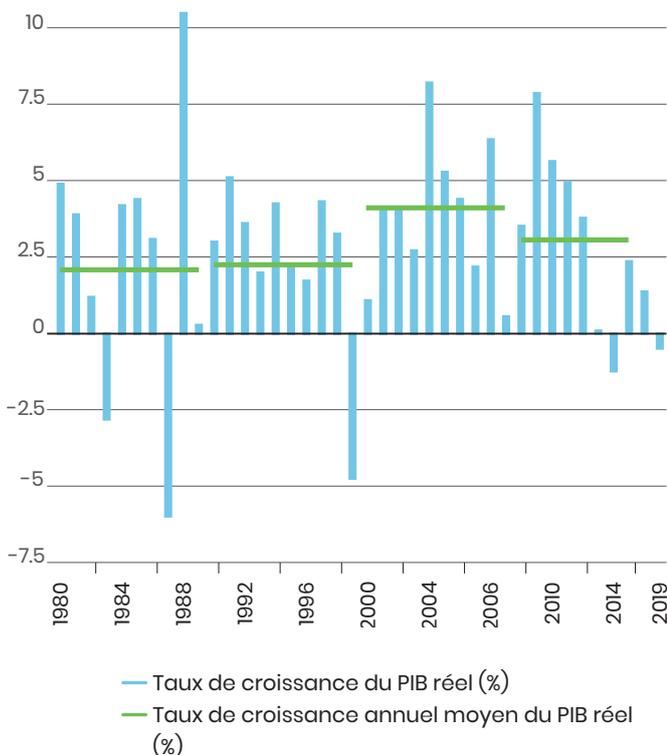
L'index des prix à la consommation révèle par ailleurs une baisse spectaculaire de l'inflation, laquelle passa de 96 % en 2000 à 12,5 % en 2002 (données de la Banque mondiale) ; en 2005, le niveau de l'inflation en Équateur était quasi similaire au niveau de l'inflation aux États-Unis (graphique 3). Elle se maintint à 3,1 % par an en moyenne sur la période 2004-2019, bien en-deçà de la moyenne de 28 % qui avait été relevée entre 1970 à 1999. Le contrôle de l'inflation après le passage à la dollarisation intégrale a permis aux entreprises et aux ménages d'évoluer dans un cadre macroéconomique stable et de bénéficier d'une réserve de valeur fiable, tout en permettant de se reposer sur un horizon de long terme pour les prises de décisions économiques et l'octroi de crédits. De manière générale, la fin de l'hyperinflation et le retour d'une stabilité des prix figurent parmi les bénéfices majeurs de la dollarisation en Équateur.

Graphique 3 - Indice des prix à la consommation en Équateur et aux États-Unis



Source : FMI (WEO)

Graphique 4 - Croissance du PIB (%)

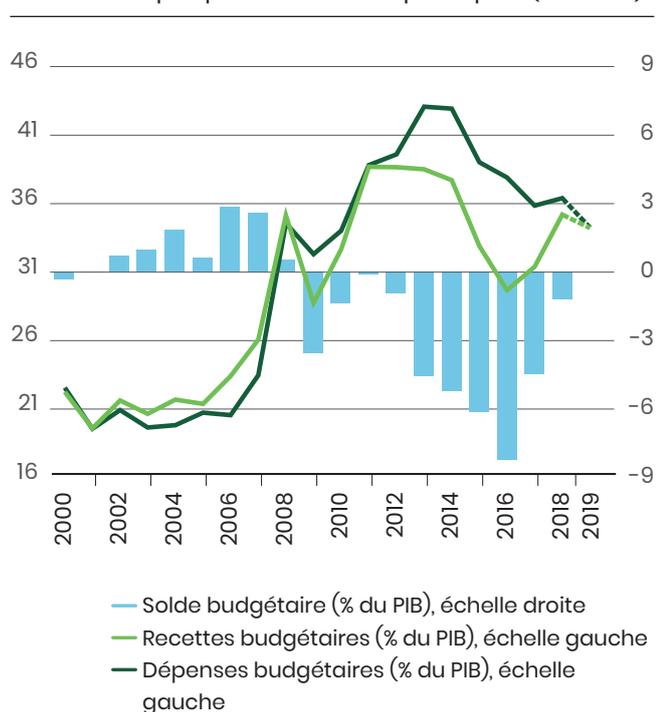


Source : FMI (WEO)

Un contexte international relativement favorable facilita grandement les premières années de la dollarisation en Équateur. L'économie du pays, qui dépend fortement de l'exportation de matières premières (74 % du total des exportations pour l'année 2004), bénéficia amplement du boom des matières premières du début des années 2000 (Sinnott *et al.*, 2010). Entre 2000 et 2008, la croissance enregistra ainsi un rebond et se stabilisa à 4,3 % en moyenne. Les recettes d'exportation de pétrole, qui représentaient près de la moitié des recettes totales du gouvernement à l'époque, contribuèrent à rétablir un équilibre budgétaire. Par ailleurs, la dépréciation, au début des années 2000, du taux de change effectif réel – qui révélait la faiblesse du dollar face aux devises des concurrents commerciaux de l'Équateur – contribua à contenir l'accroissement des importations. Le pays commença à reconstituer ses réserves de change, un processus facilité par un excédent courant important – lui-même stimulé par les exportations pétrolières et les emprunts auprès d'institutions financières internationales (FMI, Banque mondiale). Dans l'ensemble, avant que les premiers effets négatifs se fassent sentir vers la fin des années 2000 et que le contexte économique international commence à se dégrader, le choix du passage à la dollarisation fut vécu comme une réussite indiscutable.

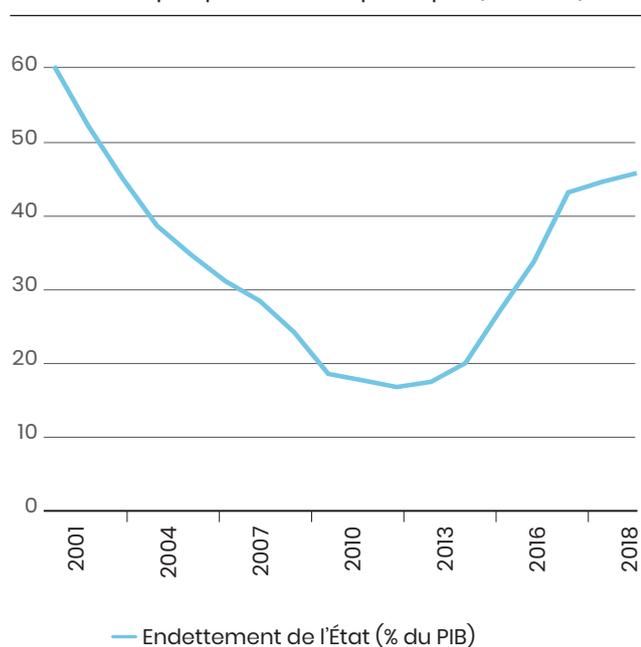
Les bénéfices immédiats de la dollarisation intégrale commencèrent à s'estomper peu à peu lorsque la conjoncture internationale devint moins favorable. Par exemple, la dollarisation intégrale ne semble pas constituer automatiquement un facteur de stimulation de la croissance. En effet, le dynamisme de l'économie équatorienne au cours des années 2000 était avant tout étroitement lié aux prix du pétrole et à l'exportation de celui-ci (graphique 4). Si la croissance réelle du PIB en Équateur s'établissait en moyenne à 3,9 % par an entre 2000 et 2010, elle a nettement ralenti entre 2011 et 2019 (2,8 % en moyenne). Plus inquiétant, la décision d'imposer une certaine rigueur budgétaire a provoqué depuis 2014 une baisse du PIB par habitant, et il est peu probable que cet indicateur s'améliore au cours des prochaines années si l'on prend en compte le programme macroéconomique actuel appuyé par le FMI.

Graphique 5 - Finances publiques (% du PIB)



Source : FMI (WEO)

Graphique 6 - Dette publique (% du PIB)



Source : FMI (WEO)

L'exemple de l'Équateur montre clairement que la dollarisation intégrale ne conduit pas toujours à l'établissement d'une discipline budgétaire à long terme. De façon paradoxale, la banque centrale nationale a abandonné son rôle de prêteur en dernier ressort en plein milieu d'une crise bancaire d'une ampleur inédite. Bien que le pays ait adopté différentes règles prudentielles bancaires ainsi que différents dispositifs ou fonds de stabilisation du pétrole au cours de la période 2002-2006, la majorité d'entre eux furent ensuite abandonnés entre 2007 et 2014, à une période où le pays avait adopté une politique budgétaire procyclique qui profitait d'un environnement extérieur extrêmement favorable (Cueva *et al.*, 2018). À partir de 2007, au cours de cette conjoncture internationale favorable caractérisée par les prix élevés du pétrole et des matières premières, les dépenses publiques explosèrent, atteignant 43,5 % du PIB en 2014. Malgré la chute des prix du pétrole, ces dépenses demeurèrent élevées : en 2018, par exemple, elles représentaient encore 37 % du PIB (graphique 5). Parallèlement, la dette publique a rapidement augmenté, s'établissant à 45,8 % du PIB en 2018 : le pays frôle actuellement le surendettement. Les prévisions du FMI indiquent que la dette publique devrait atteindre son plus haut niveau en 2020, à 50 % du PIB, soit un niveau bien supérieur au seuil de 40 % du PIB fixé par le cadre de viabilité du FMI. En effet, le FMI (2019a) avait émis l'idée de fixer un seuil plus bas pour la dette équatorienne par rapport au seuil des autres économies des marchés émergents, en raison de la volatilité de ses recettes budgétaires et des difficultés que le pays a pu rencontrer au moment d'instaurer des coupes budgétaires durables. Le FMI a ainsi recommandé qu'il « convenait de faire preuve de prudence concernant le seuil de la dette publique en Équateur, pour que celle-ci ne dépasse pas 40 % du PIB », et qu'il était « souhaitable que ce seuil atteigne 30 % à long terme ». Finalement, en 2018, les besoins bruts de financement de l'État atteignaient 9,1 Mds USD (soit 8,5 % du PIB), et 7,8 Mds USD (soit 7,3 % du PIB) étaient consacrés à l'amortissement de la dette existante.

# **3. Les mécanismes de la dollarisation intégrale en Équateur : principes de fonctionnement**

Avant d'analyser plus en détail les mécanismes spécifiques mis en place par l'Équateur, il nous faut tout d'abord clarifier ce que recouvre l'expression « réserves de change » dans une économie ayant acté le passage à la dollarisation officielle. Pour un pays qui dispose de sa « propre » monnaie, les réserves de change correspondent aux actifs liquides en devise étrangère détenus par une banque centrale (obligations, bons du Trésor et autres titres émis par un État étranger). En règle générale, les réserves de change permettent aux autorités monétaires de se protéger des risques intrinsèques. Ainsi, elles sont essentiellement utilisées pour donner l'assurance que le pays est en mesure de remplir ses obligations extérieures et, le cas échéant, pour soutenir la valeur de sa monnaie nationale. En revanche, dans une économie à dollarisation intégrale comme l'Équateur, les « réserves de change » se résument aux créances sur les non-résidents, bien que le bilan de la banque centrale soit entièrement libellé en dollars américains. En d'autres mots, les créances sur les entités nationales ou publiques ne sont pas comptabilisées en tant que réserves de change.

### 3.1 – Qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort en Équateur ?

En Équateur, le passage à la dollarisation officielle signifie que la banque centrale ne peut plus émettre de la monnaie, ni jouer le rôle de prêteur en dernier ressort pour les acteurs économiques. Cependant, la capacité à battre monnaie est précisément ce qui permet de garantir que toutes les créances – en monnaie nationale – soient honorées en cas de tension financière. Ainsi, dans les pays à dollarisation intégrale, les gouvernements et les banques sont obligés de constituer des fonds importants pour pouvoir répondre à d'éventuelles tensions sur la liquidité. C'est une des raisons pour lesquelles les banques équatoriennes ont l'obligation de constituer des réserves de liquidité importantes, ce qui pèse parfois sur leurs opérations d'intermédiation financière.

Afin de comprendre qui joue le rôle effectif de prêteur en dernier ressort en Équateur, il convient de présenter les deux institutions chargées de constituer des fonds de liquidité pour le système financier.

**Le Fonds d'assurance des dépôts** a été mis en place en 2008, dans la continuité de l'Agence de garantie des dépôts fondée en 1998. Ce dispositif permet de garantir<sup>[20]</sup> les fonds à destination des déposants lorsque l'établissement financier est incapable de remplir ses obligations. Toutefois, les actifs de ce fonds d'assurance sont actuellement, pour la plupart, investis dans des obligations souveraines, ce qui peut compromettre son accès à la liquidité lors de périodes troublées.

**Le Fonds de liquidité**, créé en 2009, constitue le principal acteur capable de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort et de résoudre les problèmes de liquidité des institutions financières. Les principales ressources qui alimentent le Fonds de liquidité sont les contributions des institutions financières, les rendements des investissements et les recettes annuelles en espèces, les dons, les emprunts, ainsi que les lignes de crédits préventives utilisées pour financer son activité. Surtout, l'investissement des ressources du Fonds de liquidité doit toujours obéir à des critères similaires à ceux s'appliquant aux réserves de change, c'est-à-dire qu'elles doivent être investies dans des organismes multilatéraux ou supranationales bénéficiant *a minima* d'une notation AA ; ces investissements doivent être réalisés par le biais de la banque centrale – et essentiellement cibler des actifs émis par la Banque des règlements internationaux et par le Fonds latino-américain de réserve.

Le Fonds de liquidité constitue un filet de sécurité important en matière de liquidité bancaire pour les besoins immédiats ou à court terme (un an au maximum), avec une réglementation stricte en matière de retraits. Les actifs du Fonds de liquidité sont privés et ne peuvent être saisis. Le Fonds permet d'ouvrir des lignes de crédit renouvelable afin de pallier les insuffisances des chambres de compensation gérées par la banque centrale. Il propose également des prêts d'une durée maximale d'un an pour répondre aux besoins de liquidité extraordinaires des institutions financières. Le Fonds de liquidité, qui constitue la ligne de crédit d'urgence pour les institutions en grande difficulté, a constitué des ressources importantes depuis sa création.

20 Le Fonds d'assurance des dépôts garantit l'ensemble des comptes courants, ainsi que les comptes d'épargne et de dépôt à terme, à hauteur de 32 000 dollars pour les banques privées et les institutions financières appartenant au segment I (c'est-à-dire avec des actifs supérieurs à 80 millions USD), et jusqu'à 1 000 USD pour les autres institutions, avec l'obligation légale de couvrir les déposants dans les 10 jours de la liquidation forcée d'une institution financière.

Celles-ci s'élevaient à 2,9 Mds USD en septembre 2019 (environ 2,7 % du PIB), soit 9,5 % des dépôts – un résultat proche de l'objectif de 10 %. Pour chaque banque contributrice, 70 % de sa contribution est réservée à ses propres besoins éventuels en liquidité, tandis que les 30 % restants vont dans un fonds commun destiné à soutenir les institutions financières plus modestes.

Bien qu'il ait accumulé des ressources importantes depuis sa création, le Fonds de liquidité n'a pas encore été mis à l'épreuve d'un risque systémique. En cas de perte généralisée de la confiance et d'une vague de retraits des dépôts, la capacité du Fonds à préserver la stabilité de l'ensemble des systèmes de paiement et à garantir les dépôts bancaires pourrait être menacée.

Outre le Fonds de liquidité, qui constitue la première ligne de défense en cas de grande difficulté financière, les réserves de change de la banque mondiale peuvent faire office de bouée de sauvetage en matière de liquidités. Dans une économie à dollarisation intégrale, les chocs qui traversent le secteur financier exercent une pression immédiate sur les réserves de change. Cependant, si la banque peut continuer à jouer le rôle de « quasi » prêteur en dernier ressort en Équateur, c'est à condition de disposer de réserves de change suffisantes, ou bien en étant capable d'emprunter – en dollars américains – auprès de sources extérieures telles que des investisseurs privés ou des organisations multilatérales (Davidson, 2002).

### **3.2 – Les réserves de change de la Banque centrale et la structure de son bilan**

#### **3.2.1 – À quoi servent les réserves de change dans une économie à dollarisation intégrale ?**

Habituellement, les réserves de change d'un pays permettent de préserver la stabilité macroéconomique et financière en évitant toute crise de la balance des paiements. En d'autres mots, les réserves de change fournissent aux autorités monétaires des liquidités à titre préventif pour que celles-ci puissent réagir à d'éventuels chocs ou à des dérèglements des conditions de marché. Toutefois, la détention de réserves de change implique également des coûts d'opportunité, dans la mesure où leur rendement est plus faible que celui d'autres placements.

Dans un pays à dollarisation intégrale, l'évaluation du niveau de réserves adéquat doit être réalisée en gardant à l'esprit plusieurs éléments. Tout d'abord, les économies à dollarisation intégrale n'ont pas besoin de réserves de change pour soutenir la valeur de leur monnaie nationale, atténuer ses fluctuations et faire office de coussin de sécurité en cas de déséquilibres monétaires. Toutefois, il est nécessaire pour les pays à dollarisation intégrale de constituer des coussins de liquidité pour pouvoir répondre aux épisodes de forte volatilité des flux en devises étrangères (Davidson, 2002 ; FMI, 2015).

Lorsqu'il est difficile d'obtenir des financements extérieurs, les réserves de change peuvent se révéler particulièrement cruciales afin de réduire l'impact des chocs budgétaires ; les réserves accumulées auprès de la banque centrale constituent alors la principale source de financement pour l'État. Ces réserves peuvent être utiles pour une raison supplémentaire : elles constituent une réponse possible en cas de variation inattendue des recettes ou des dépenses budgétaires lors de périodes difficiles (par exemple, en cas de catastrophe naturelle). Pour l'État, les comptes publics à la banque centrale peuvent effectivement faire office de fonds de liquidités à court terme (même dans le cas de besoin de financements récurrents et conjoncturels de court terme). Cet aspect s'applique tout particulièrement à l'Équateur, dans la mesure où le pays ne dispose pas encore d'un mécanisme de stabilisation budgétaire alternatif tel qu'un fonds souverain d'investissement opérationnel, comme nous l'avons expliqué plus haut. Le choix politique de ne pas alimenter activement le fonds de stabilisation du pétrole lors de l'augmentation importante des prix pétroliers au cours des années 2000 eut pour effet d'aggraver la grande fragilité du pays vis-à-vis des contraintes extérieures lors de la décennie qui suivit.

Outre leur fonction de fonds de sécurité, les réserves de changes des pays à dollarisation intégrale servent également à réduire les chocs liés au secteur bancaire. Dans la mesure où la banque centrale ne peut pas émettre de monnaie légale, les chocs financiers, voire les plus banales pénuries saisonnières de liquidités – pendant les vacances, par exemple – peuvent mettre sous pression les réserves de change de la banque centrale. Il va sans dire que des chocs financiers plus critiques, comme une panique bancaire, peuvent faire peser une pression immense sur les réserves de change et potentiellement déclencher une crise de la balance des paiements.

En résumé, **outre leur capacité à absorber les chocs relatifs à la balance des paiements et leur fonction de prêteur en dernier ressort, les réserves de change des pays à dollarisation intégrale remplissent un rôle crucial : réduire les chocs budgétaires et financiers.** Il est donc nécessaire, pour les pays ayant adopté la dollarisation intégrale, de constituer des coussins de liquidité adéquats afin d'atténuer les fluctuations et préserver la stabilité de leur système financier.

### 3.2.2 – Quelle est la composition des réserves de change de l'Équateur ?

La Loi fondamentale pour la transformation économique, instaurée immédiatement après le passage à la dollarisation officielle en 2000, ordonna la réorganisation de la banque centrale en quatre « systèmes » disposant chacun de son bilan propre. Elle classait les éléments du passif selon leur ordre de priorité et désignait des actifs correspondant à ces passifs. Les bilans de ces quatre systèmes, en tant qu'éléments comptables distincts et indépendants, étaient inclus dans le bilan de la banque centrale et publiés de façon hebdomadaire :

1. **Le système de change** inclut, en matière de passif, l'ensemble des pièces et des espèces monétaires émises par la banque centrale<sup>[21]</sup> (petite monnaie émise pour des raisons opérationnelles), et, en matière d'actif, les avoirs de change permettant de couvrir à 100 % ces passifs.
2. **Le système de réserves financières** inclut, en matière de passif, les dépôts de l'ensemble des institutions financières auprès de la banque centrale, et, pour ce qui est des actifs, les avoirs de change (qui viennent s'ajouter aux actifs du premier système) permettant de couvrir à 100 % ces passifs.
3. **Le système des opérations** inclut, en matière de passif, les dépôts (ou tout autre actif financier) des institutions du secteur public non-financier détenus par la banque centrale, et, pour ce qui est des actifs, les avoirs de change (qui viennent s'ajouter aux actifs du premier et du deuxième système) permettant de couvrir ces passifs.

21 L'Équateur n'émet pas de billets en dollars américains et dépend des émissions américaines. Cependant, la Banque centrale de l'Équateur émet de nouvelles pièces en centavos d'une valeur de 1c, 5c, 10c, 25c et 50c, qui sont identiques en taille et en valeur aux cents équivalents aux États-Unis.

4. **Le système des autres opérations**, qui servait à enregistrer l'ensemble des autres actifs et passifs, dont les avoirs nets.

En résumé, l'objectif qui sous-tend la structure de ces différents systèmes de catégorie de bilans<sup>[22]</sup> est de s'assurer que les avoirs de change liquides sont à même de garantir le passif de la banque centrale auprès de la population (système de change), du système financier (système de réserves financières) et des institutions du secteur public non-financier (système des opérations), dans la mesure où la banque centrale ne peut pas émettre elle-même sa monnaie officielle. Surtout, la Loi fondamentale pour la transformation économique permet d'instaurer un système de bilan robuste et transparent pour la banque centrale. Dans le cadre de cette loi, la banque centrale avait désormais le pouvoir d'assurer la qualité et la liquidité des actifs afin qu'ils puissent couvrir efficacement le passif de ces systèmes. La même loi stipulait que les éléments suivants seraient inclus dans les réserves de change de l'Équateur : les avoirs net en devises (monétaires et non-monétaires), les réserves en or, les positions de réserve de la banque centrale détenues sur les organismes monétaires internationaux, ainsi que l'ensemble des placements liquides ou à risque faible sur des titres financiers étrangers (émis par des non-résidents)<sup>[23]</sup>. Il était nécessaire que les réserves de change puissent être mobilisées rapidement et sans limitation afin de garantir les trois premiers passifs des systèmes de bilan susmentionnés. Par ailleurs, il a été demandé à la banque centrale d'assurer une gestion adaptée des réserves internationales de façon à réduire les risques de solvabilité et de liquidité du système financier.

22 L'ordre de ces systèmes de bilan reflète les priorités établies pour ces financements, en se basant sur le besoin de maintenir un fonds de liquidité suffisant afin de réduire les variations de détention par l'État des pièces et des espèces monétaires émises par la banque centrale (système de change), l'éventuelle volatilité des dépôts du système financier (système des réserves financières) et tous besoins répondant à des fluctuations budgétaires importantes (systèmes des opérations).

23 Les réserves internationales de l'Équateur sont majoritairement libellées en dollars américains, mais une partie est également libellée dans d'autres devises dominantes telles que l'euro ou les DTS. Elles sont comptabilisées à valeur marchande et obéissent aux pratiques de comptabilité internationales.

### 3.2.3 – Les raisons ayant conduit à l'érosion spectaculaire des réserves de change équatoriennes 2009

À partir de 2008, dans un contexte de détérioration des finances publiques, une série de changements juridiques modifia peu à peu la structure en quatre systèmes de la banque centrale. Plus précisément, ces changements réglementaires réduisirent progressivement l'indépendance de la banque centrale et préparèrent le terrain au financement de la dette publique par la banque centrale lors des années qui suivirent.

- En 2008, la nouvelle **Constitution supprima l'autonomie de la banque centrale** et transféra au gouvernement la responsabilité d'établir les politiques monétaire, financière, de crédit et de change que la banque centrale doit mettre en œuvre. La banque centrale devint ainsi un acteur du pouvoir exécutif<sup>[24]</sup> et, en 2009, l'ensemble de ses administrateurs furent remplacés par des ministres d'État. Surtout, en décembre 2008, la **banque centrale cessa de publier les bilans selon la structure en quatre systèmes** comme cela avait été le cas jusqu'alors.
- En 2014, le Code monétaire et financier créa la Commission politique de régulation monétaire et financière. En tant qu'acteur de l'exécutif, cette nouvelle commission était chargée d'établir, réguler et superviser les politiques monétaire, financière, de crédit, de change et de valeurs mobilières. Parmi les membres de la commission, il y avait trois ministres (des Finances, de la Politique économique et de la Production), le directeur du plan de développement, ainsi qu'un délégué présidentiel, tous nommés (et potentiellement révoqués) par le président. **Le Code a placé la Commission au-dessus de la banque centrale** ; il a confirmé le rôle de la banque centrale en tant qu'acteur de l'exécutif, et a **officiellement supprimé la structure en quatre systèmes**.
- En parallèle, d'autres **changements juridiques ont ouvert la voie au financement du budget public par la banque centrale**. Le Code monétaire et financier de 2014 incluait parmi les fonctions de la banque centrale celle « d'acquérir des titres de dette et des obligations émises par le ministère des Finances », et d'investir dans des instruments financiers domestiques. Le montant des avoirs que la banque centrale pouvait utiliser pour ces placements dépendait des évaluations de la banque centrale, en collaboration avec le ministère des Finances.
- Le Code a également stipulé que les **institutions du système financier devaient garder dans le pays une partie de leur liquidité totale afin de conserver un « niveau de liquidité adéquat** qui permette de stimuler la croissance et la création d'emplois dans le pays ». La Commission détermine la part de liquidité à conserver sur le territoire national, fléchissant ainsi les liquidités bancaires vers les financements domestiques.

Pendant les années d'expansion économique (période allant jusqu'en 2014), l'Équateur ne parvint pas à accumuler des réserves de change suffisantes. Cela fut en partie la conséquence des dépenses élevées en matière d'investissements publics (jusqu'à 15 % du PIB), financées par des recettes pétrolières exceptionnellement élevées. Malgré tout, pendant cette période d'expansion économique, l'important excédent commercial permit d'accroître les réserves de change, qui s'élevaient à 6,7 Mds USD en septembre 2014 (FMI, 2019a). Toutefois, à partir de 2015 – soit le début d'une période de baisse du prix des matières premières –, il fallut répondre à la hausse des besoins de financement du gouvernement central en trouvant des ressources autres que les exportations pétrolières. En conséquence, le gouvernement a non seulement commencé à emprunter massivement à l'international, mais a également eu recours aux sources de financement internes qu'il avait à sa disposition. Ainsi, la sécurité sociale (par le biais d'excédents liquides à court terme) et la banque centrale (c'est-à-dire l'emprunt direct ou indirect auprès des banques publiques) commencèrent à fournir des financements réguliers pour le budget.

24 En Équateur, la constitution de 2008 définit cinq pouvoirs : l'exécutif, le législatif, le judiciaire, l'électoral (le conseil électoral) et la « cinquième » catégorie relative à la participation et au contrôle social. Cette dernière englobe différentes entités de contrôle, tels que le Vérificateur aux comptes et la Surintendance des banques, les assurances, les coopératives, etc.

Finalement, les réserves de change de la banque centrale se tarirent progressivement face aux besoins de financement public et à la difficulté d'accéder à des sources de financement externes. Tandis qu'en 2004, soit cinq années après le défaut de paiement de 1999, l'Équateur était parvenu à intégrer à nouveau les marchés de capitaux internationaux, l'administration du président Correa prit une décision inhabituelle en 2008, à une période de recettes fiscales très importantes, en suspendant le remboursement des créances privées. Correa justifia cette décision par le refus (et non l'incapacité) de rembourser une dette considérée comme « illégitime ». Par conséquent, non seulement l'accès du pays aux marchés financiers fut considérablement réduit, mais le coût de la dette augmenta, en raison de primes de risque plus élevées, lorsque l'Équateur revint sur ces marchés à partir de 2014. Par ailleurs, si les liens entre le pays et les organismes financiers multinationaux furent relativement limités au cours des dix années d'exercice de Correa en tant que président (2007-2017), ils ont depuis pris un nouvel élan.

La composition du bilan de la banque centrale s'est modifiée au cours de la décennie passée, en laissant une part plus importante aux avoirs domestiques, tout particulièrement les obligations d'État. En ce qui concerne la structure du passif, les dépôts des banques commerciales sont devenus la première source de liquidité de la banque centrale. La conséquence logique de cette caractéristique fut l'érosion des réserves de la banque centrale destinées à couvrir les dépôts des banques commerciales, qui n'atteignaient désormais plus 100 % : le solde des réserves de change nettes était donc négatif.

Les graphiques 7 et 8 illustrent clairement l'érosion de la couverture par les réserves de change de la banque centrale des différents systèmes à partir de 2009. Au niveau du passif, le montant des pièces émises par la banque centrale (système 1) doit par définition être suffisamment bas afin qu'il soit toujours couvert par les réserves de change. Cependant, lorsqu'on ajoute les dépôts du système 1 à ceux des institutions financières privées détenus par la banque centrale (système 2), on constate que la couverture des réserves de change a baissé au fil des années (graphique 7).

Graphique 7 - Niveau de couverture des systèmes budgétaires 1+2 par les réserves de change



Source : Banque centrale de l'Équateur

En 2009, le ratio de couverture des systèmes 1+2 par les réserves de change entama une baisse prononcée, passant de 399 % en mai 2009 à 107 % en novembre 2015. À partir de décembre 2009, les réserves de change ne couvraient plus que 100 % des systèmes 1 et 2 combinés, avec quelques exceptions au cours de la décennie (novembre 2017, février et mars 2018). En décembre 2019, les réserves de change couvraient seulement 76 % de ces deux bilans combinés.

Comme le montre le graphique 8, lorsque les bilans 1, 2 et 3 sont combinés, on constate que, depuis 2005, **les réserves de change de la banque centrale n'ont jamais entièrement couvert ces passifs**, bien qu'elles aient fluctué. Ceci est une conséquence de l'augmentation des prêts à l'État, dans la mesure où la détention d'obligations souveraines ne peut pas, par définition, être intégrée aux réserves de changes. De janvier 2005 à avril 2009, les réserves de change couvraient les bilans 1, 2 et 3 à hauteur de 84 % en moyenne. Cette couverture a depuis baissé pour atteindre des niveaux extrêmement bas, avec une couverture moyenne de 36 % entre décembre 2015 et décembre 2019 ; en décembre 2019, elle s'établissait à 34 %.

**En résumé, dans un contexte de forte dominance budgétaire, le financement des politiques publiques par la banque centrale** (directement ou indirectement par le biais des banques publiques), ainsi que **l'accès limité aux financements des organisations internationales (comme le FMI et la Banque mondiale) sont devenus des facteurs cruciaux de la volatilité des réserves équatoriennes**. Jusqu'en 2014, les dépôts d'entités du secteur public auprès de la banque centrale demeurèrent relativement importants : en effet, le cours élevé du pétrole et le dynamisme de l'économie nationale au cours du boom simultané des matières premières stimulèrent les recettes publiques. Dans le sillage de la baisse brutale du cours des matières premières en 2015, si les recettes fiscales furent frappées de plein fouet, les dépenses budgétaires, cependant, ne baissèrent pas de façon significative avant 2017. Deux éléments expliquent cela : les financements externes, d'une part – émissions d'obligations, différents crédits commerciaux, une facilité de crédit rapide du FMI à hauteur de 364 millions USD à la suite du tremblement de terre de 2016 ; d'autre part, l'utilisation croissante des financements de la sécurité sociale et de la banque centrale par l'État.

Graphique 8 - Niveau de couverture des systèmes budgétaires 1+2+3 par les réserves de change



Source : Banque centrale de l'Équateur

En revanche, en raison de la régulation bancaire mise en œuvre au cours de la dernière décennie, les banques commerciales ont dû constituer des fonds de sécurité importants en liquidité. Les exigences de plus en plus complexes établies par le cadre réglementaire en matière de liquidité ont entraîné un cercle vicieux qui a affaibli le bilan de la banque centrale. Dans le cadre de la réglementation bancaire, les banques commerciales sont dans l'obligation de conserver une part importante des dépôts de leurs clients à la banque centrale (qui prête à l'État) ou bien d'investir leurs liquidités dans des titres émis par l'État et par d'autres entités publiques. En 2019, les emprunts d'État et les titres publics représentaient jusqu'à 38 % des avoirs nets des banques commerciales. En outre, cette relation accrue entre **le secteur bancaire et la dette souveraine fragilise davantage la situation financière de l'Équateur.**

Pour que l'Équateur, en dépit de ces vulnérabilités, puisse augmenter ses réserves de change, il est nécessaire de réduire progressivement le solde négatif de l'État auprès de la banque centrale. Évidemment, cela ne peut être possible sans **un renforcement croissant de sa situation financière et la mise en place d'un cadre de supervision bancaire destiné à soutenir les liquidités et les opérations d'intermédiation du secteur bancaire.**

### 3.2.4 – Quel plan concret pour reconstituer les réserves de change en Équateur ?

Les réserves de change de l'Équateur se situent actuellement bien en dessous des seuils recommandés pour consolider la dollarisation et réduire l'impact d'éventuels chocs économiques (FMI, 2019b). À la fin de l'année 2018, le stock de réserves de change s'élevait à 2,1 Mds USD (ce qui équivaut à 1,25 mois d'importations, ou à 12 % d'adéquation des réserves selon l'indicateur ARA). Les réserves de change nettes (qui n'incluent pas les dépôts des banques commerciales auprès de la banque centrale) présentaient un solde négatif de 1,7 Md USD à la fin de l'année 2018, suscitant de vives inquiétudes sur la stabilité du système financier. En se basant sur un ensemble de critères génériques ou spécifiques au pays, le FMI (2019a) a constaté que les fonds de sécurité de l'Équateur en matière de réserves de change sont bien inférieurs aux niveaux recommandés – qu'il s'agisse d'économies dollarisées ou non.

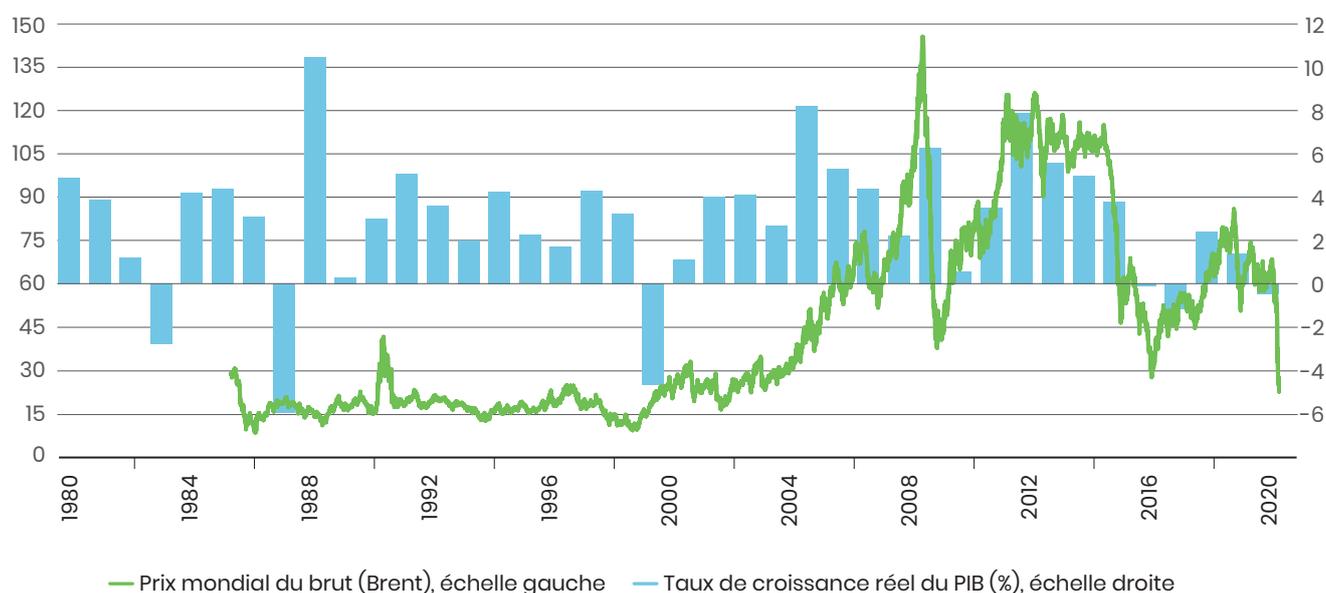
Pour les années à venir, le programme macroéconomique du gouvernement, avec le soutien d'une facilité élargie de crédit du FMI (mars 2019), a établi comme priorité la reconstitution des réserves de change par le biais des processus suivants :

- garantir le remboursement progressif des financements de la banque centrale ;
- établir des mécanismes budgétaires prenant en compte les fluctuations du cours du pétrole, afin de préserver les réserves de change et le bilan de la banque centrale face au cycle budgétaire ;
- revenir progressivement à un niveau de réserves adéquat permettant de couvrir les créances du secteur privé sur la banque centrale (bilans susmentionnés 1+2) ;
- redonner une indépendance effective à la banque centrale et réinstaurer la structure en quatre systèmes (ou tout autre dispositif similaire) afin de favoriser l'établissement de priorités et de règles de gestion transparentes en matière de réserves.

Autre événement d'importance : une nouvelle loi (la *Ley de Fomento Productivo*), promulguée en mai 2018, a interdit à la banque centrale l'acquisition d'obligations et/ou d'autres instruments financiers émis par le ministère des Finances ou par toute autre institution publique. Cette loi signait la fin, pour la banque centrale, de la possibilité de constituer l'un des prêteurs majeurs de l'État ; l'ensemble des obligations existantes, par ailleurs, devront être remboursées à l'échéance. En outre, comme l'a indiqué le FMI (2019b), l'une des réformes structurelles envisagées dans le cadre de la facilité élargie de crédit est la réforme du Code monétaire et financier, afin que celui-ci soit conforme aux bonnes pratiques des banques centrales des économies dollarisées, et tout particulièrement pour permettre une autonomie et une transparence renforcées, l'indépendance de ses dirigeants, ainsi que la mise en œuvre des processus susmentionnés.

# 4. Quel impact sur le secteur extérieur et la compétitivité ?

Graphique 9 - Croissance du PIB et cours du pétrole



Source : FMI, ICE

#### 4.1 – Après 2008, une plus grande fragilité et une compétitivité médiocre

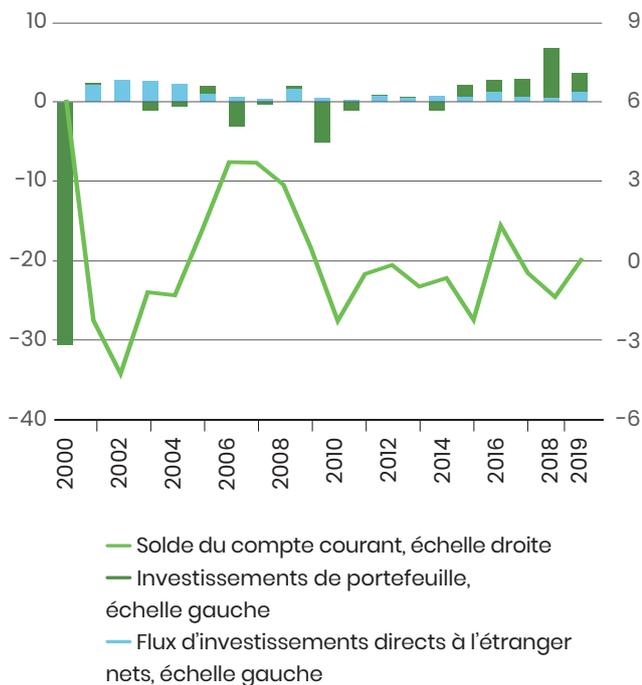
L'économie de l'Équateur, en tant que petit pays exportateur de pétrole, repose fortement sur l'évolution du marché du pétrole. Cette grande dépendance aux exportations pétrolières est clairement apparente dans la volatilité de la croissance économique nationale (graphique 9). En dépit de son affaiblissement continu depuis les années 2000, le secteur pétrolier représentait 36 % des exportations totales de l'Équateur en 2019 (contre 57 % en 2013) et environ un tiers des recettes publiques totales. Outre le pétrole, l'Équateur exporte principalement des produits de base et des matières premières qui sont extrêmement sensibles aux fluctuations des cours au niveau mondial<sup>[25]</sup>.

Autre caractéristique importante des comptes extérieurs de l'Équateur : son régime de change. Dans le cadre de sa dollarisation intégrale, le pays ne peut pas répondre à une crise de la balance des paiements avec les moyens habituels, dans la mesure où il ne peut pas être exposé à une « asymétrie des devises » dans ses transactions internationales. Cependant, une détérioration brutale des termes de l'échange aura un impact négatif sur les recettes d'exportation en dollars, réduisant ainsi la masse monétaire nationale et posant des problèmes de liquidités pour le système financier.

Le mécanisme d'ajustement aux chocs d'une économie dollarisée diffère radicalement de celui des économies disposant de leur propre monnaie. Afin de réduire les impacts d'éventuels chocs des termes de l'échange et répondre aux tensions associées sur la liquidité, les autorités, qui ont renoncé à leur politique monétaire et à leur rôle de « prêteur en dernier ressort », disposent comme seuls leviers d'action de leur politique budgétaire, de financements extérieurs et de la gestion des liquidités par la banque centrale grâce aux réserves de change.

25 L'Équateur demeure le premier pays exportateur de crevettes (15,6 % des exportations totales du pays en avril 2019), de bananes (15,6 %), de conserves de poisson (5,3 %) et de fleurs naturelles (4,6 %). Les principaux partenaires économiques de l'Équateur sont les États-Unis et les pays d'Amérique latine, suivis par les pays asiatiques et européens.

Graphique 10 - Compte courant et flux d'investissements étrangers (% du PIB)

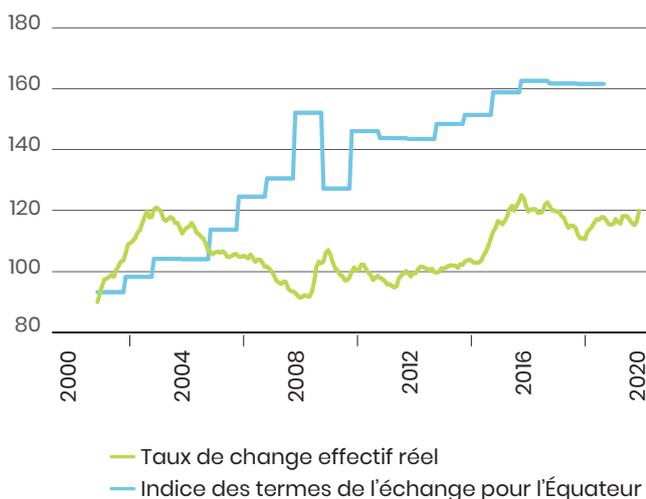


Source : FMI (FSI, PEM)

#### 4.1.1 – Un compte courant tiré par une conjoncture économique favorable

- Au cours de l'année 2000, après le passage à la dollarisation intégrale, l'Équateur vécut tout d'abord une période de forte inflation, qui était la conséquence de la brutale dévaluation de 1999 et de la libéralisation des prix. Le pays connut donc une appréciation importante de son taux de change réel, accompagnée par une forte dégradation de son compte courant. Ainsi, alors que le pays présentait un PIB excédentaire de 2,3 % en 2000, celui-ci se transforma en un déficit de 2,5 % en 2002 (graphiques 10 et 11).
- Jusqu'en 2002, une conjoncture économique avantageuse favorisa le compte courant du pays. Durant cette période, non seulement le cours des matières premières était en augmentation, mais les taux de change étaient par ailleurs relativement bas car l'Équateur bénéficiait d'une politique monétaire américaine accommodante. Cela contribua à attirer des flux de capitaux vers le pays, alimentés par des investisseurs à la recherche de rendements élevés. La dépréciation du dollar américain par rapport aux autres monnaies dominantes permit également de renforcer la compétitivité-prix des exportations équatoriennes.

Graphique 11 - Termes de l'échange et taux de change effectif réel



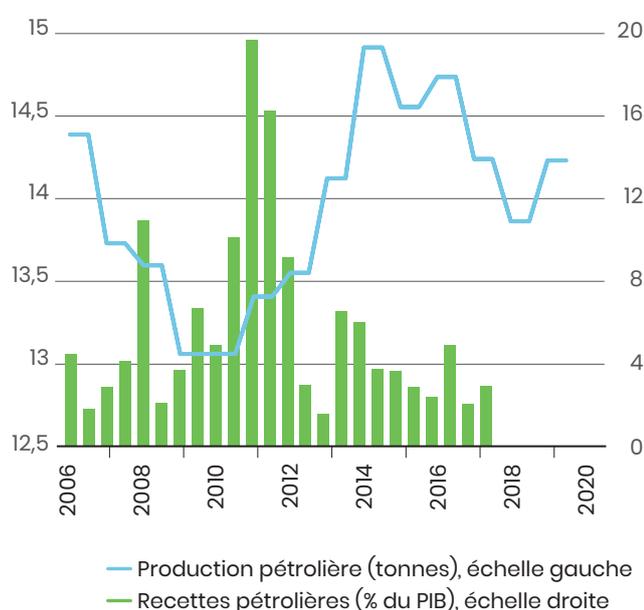
Source : CNUCED

Bien que la dépréciation du dollar ait été initialement déclenchée par la politique accommodante de la Réserve fédérale américaine, elle se poursuit dans les années qui suivent. En fait, la période d'expansion économique que vivaient les États-Unis généra une demande agrégée excédentaire, et par conséquent l'accroissement des déséquilibres de la balance des paiements a affaibli la valeur du dollar américain sur les marchés de change. L'Équateur, qui bénéficiait de cette conjoncture favorable aux États-Unis, connut une dépréciation de son taux de change effectif réel entre 2003 et 2008 et parvint à rester relativement compétitif jusqu'en 2013 (graphique 11). Entre-temps, le compte courant enregistra un excédent moyen de 2,8 % du PIB entre 2005 et 2008. Au cours de ces années, l'Équateur bénéficia à la fois de termes de l'échange plus élevés – conséquence de l'augmentation du cours du pétrole et d'autres matières premières – et d'une dépréciation de son taux de change réel. Tandis que le premier aspect se traduisit par des recettes pétrolières plus élevées, le second permit de soutenir la compétitivité des autres produits exportés.

#### 4.1.2 – Une détérioration du compte courant à partir de 2008

Cette conjoncture favorable prit fin en 2008 avec la crise financière mondiale, qui déboucha sur une chute du cours du pétrole – la demande mondiale ayant baissé – et sur une appréciation du dollar américain, considéré comme une valeur refuge par les investisseurs internationaux. Par conséquent, l'Équateur connut une chute de ses termes de l'échange, qui entraîna la détérioration progressive de sa compétitivité. Bien que ses recettes d'exportation aient quelque peu résisté, le compte courant du pays commença peu à peu à s'effriter et, en 2010, il tomba dans le négatif (-2,2 % du PIB). Outre ces chocs qui nuisent aux exportations, les politiques publiques expansionnistes mises en œuvre sous le mandat du président Correa stimulèrent la demande dans le secteur des produits étrangers ; par ailleurs, certains projets d'investissement de grande ampleur dans les secteurs des industries minières et pétrolières favorisèrent les importations de services.

Graphique 12 – Production de pétrole et recettes pétrolières publiques



Source : FMI, Bilan statistique de BP sur l'énergie mondiale

#### 4.1.3 – Des déséquilibres de la balance des paiements qui se sont accrus avec la chute spectaculaire du cours du pétrole

La chute spectaculaire du cours du pétrole au milieu de l'année 2014 fit baisser les recettes pétrolières de l'Équateur et accrut les déséquilibres existants de la balance des paiements (graphique 12). Par ailleurs, au cours de cette période, le pays a connu une appréciation importante de la valeur de sa monnaie, causée par une normalisation de la politique monétaire américaine qui faisait suite à une longue période de politique accommodante. En dépit de la baisse du cours du pétrole, la forte appréciation du taux de change effectif réel de l'Équateur, en 2014, déclencha une hausse des termes de l'échange. Réciproquement, la détérioration des termes de l'échange affecta la compétitivité du pays au niveau de ses prix à l'exportation pour les produits non-pétroliers et réduisit le volume global des exportations.

Surtout, la chute du cours du pétrole à partir de 2014 a exposé les fragilités structurelles du modèle de croissance équatorien. Le niveau extrêmement élevé des dépenses publiques a fait fuir les investissements privés, tandis que la productivité des facteurs, quant à elle, stagna (FMI, 2019b). Ce choc négatif fit peser des pressions macroéconomiques considérables, et l'Équateur dut faire face à des choix de politiques cruciaux. De même que pour les autres exportateurs de matières premières, il devint impératif pour l'Équateur de réduire les dépenses nationales agrégées symétriquement à la baisse des revenus d'exportation. Néanmoins, l'impact de cette mesure fut retardé de plusieurs années en raison du recours important du pays aux financements étrangers (marchés de capitaux internationaux, préventes de pétrole et emprunts gagés sur le pétrole avec la Chine) et de l'augmentation de l'utilisation de financements nationaux (sécurité sociale et banque centrale). Par conséquent, du fait de la nette baisse des dépenses publiques, le choc du cours du pétrole se répercuta sur le secteur réel. Le secteur privé, contraint par une rigidité structurelle et un sous-investissement, fut incapable d'amortir la chute de l'activité économique. L'Équateur enregistra brièvement un excédent de son compte courant à hauteur de 1,1 % du PIB, généré principale-

ment par une forte contraction de ses importations (-23 % en un an) dans un contexte de récession économique (croissance réelle du PIB de -1,2 %). Suite à cet excédent temporaire, le compte courant retomba dans le négatif en 2017 (-0,1 % du PIB), 2018 (-1,2 % du PIB) et 2019 (-0,1 % du PIB).

Le financement du déficit du compte courant en Équateur a également révélé les fragilités structurelles de son économie. Comme le financement national du déficit repose principalement sur des flux de capitaux à court terme, les comptes extérieurs sont extrêmement sensibles aux changements d'appréciation des investisseurs et exposés au risque d'un arrêt soudain de l'afflux de capitaux. En fait, l'Équateur fut confronté à un phénomène de surchauffe économique au cours des années 1990. La montée en flèche des entrées de capitaux et des crédits domestiques en 1993 et 1994 fut suivie d'un arrêt soudain des flux financiers en 1995 et 1996. Au cours de ces années, la surexposition de l'Équateur à des flux de capitaux volatiles contribua à provoquer la crise financière inédite de la fin de l'année 1998. Par contraste, le financement à long terme des comptes extérieurs est resté limité, même après la dollarisation intégrale. Les IDE demeurent structurellement faibles (1 Md USD, soit 0,9 % du PIB en 2019) et ne suffisent pas à couvrir le déficit du compte courant<sup>[26]</sup>. La détérioration de la balance du solde courant a progressivement accru les besoins en financements externes de l'Équateur, tout particulièrement la nécessité d'amortir une dette extérieure en augmentation et celle de couvrir le déficit budgétaire. Les besoins en financement externes du pays, évalués à 10 Mds USD (9,3 % du PIB) en 2019, étaient pour l'essentiel couverts par la dette contractée auprès du secteur privé et des organismes multilatéraux et bilatéraux. La dette extérieure (à la fois publique et privée) s'est maintenue à des niveaux difficilement soutenables depuis le choc pétrolier de 2014, atteignant 41 % du PIB en 2018 (contre 25,2 % en 2014). Cette dette est majoritairement émise par le secteur public (33,6 % du PIB), tandis que la dette extérieure du secteur privé reste modérée (7,5 % du PIB).

#### 4.2 – Quels sont les défis spécifiques des déséquilibres de la balance des paiements en Équateur ?

Concernant l'ajustement des comptes extérieurs, le cas de l'Équateur est particulier pour trois raisons principales.

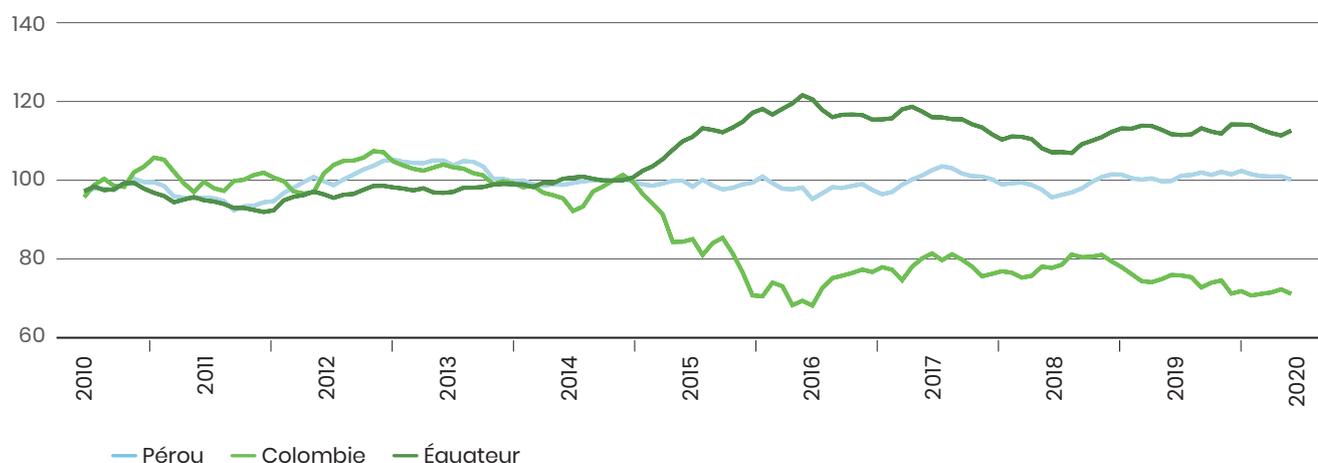
1. À cause de la dollarisation, le pays ne peut pas utiliser de mécanisme d'ajustement pour influencer sur les mouvements de change ; par ailleurs, celle-ci pénalise sa compétitivité.
2. Les comptes extérieurs du pays dépendent fortement des recettes pétrolières, qui fluctuent symétriquement en fonction du cours très volatil du pétrole.
3. Les changements de politique budgétaire, au cours de la dernière décennie, ont grandement fragilisé les comptes extérieurs en raison de l'augmentation des importations – qui a dégradé la balance commerciale – et de l'augmentation du poids de la dette extérieure en raison d'une dette publique élevée détenue par des investisseurs étrangers.

Chacun de ces éléments représente un défi spécifique que l'Équateur doit résoudre.

Tout d'abord, concernant le **régime de change**, nous avons pu voir que l'adoption du dollar a initialement débouché sur des bénéfices importants pour l'Équateur. Mais alors que le début des années 2000 fut particulièrement favorable pour une économie à dollarisation intégrale exportatrice de pétrole, la période récente a également montré que la dollarisation pouvait poser des problèmes importants lorsque la conjoncture économique est plus difficile. Dans un pays qui émet sa propre monnaie, le taux de change se déprécie à la suite d'un choc négatif, ce qui entraîne une modification des prix relatifs et favorise la production nationale et les exportations. En revanche, dans une économie dollarisée, le taux de change ne constitue plus un filet de sécurité : l'économie doit alors amortir seule l'impact total des chocs externes (De la Torre *et al.*, 2020). Par exemple, dans les autres pays d'Amérique latine exportateurs de matières premières, lorsque le cours de celles-ci chuta en 2014-2015, les monnaies se déprécièrent grâce à des régimes de change flexibles et à un bas niveau d'inflation (ce qui renforça la crédibilité des institutions monétaires). En tant que pays dollarisé, l'Équateur n'avait pas le pouvoir de dévaluer

26 En revanche, le montant net de l'envoi de fonds par des citoyens ayant migré à l'étranger, principalement en États-Unis et en Espagne, contribue à financer le déficit de la balance courante (2,5 % du PIB en 2018).

Graphique 13 - Termes de l'échange



Source : JP Morgan

sa monnaie et ainsi gagner en compétitivité face à ses principaux concurrents tels que le Pérou ou la Colombie (graphique 13).

Dans un pays à dollarisation intégrale qui ne dispose d'aucun moyen pour influencer sur son taux de change, les solutions suivantes deviennent cruciales pour rétablir un niveau de compétitivité élevé : (i) revoir à la baisse les salaires et les marges des profits (dévaluation interne) et (ii) réaliser des gains de productivité importants par le biais de réformes structurelles de grande ampleur.

Selon les calculs du FMI (2019b), le taux de change effectif réel de l'Équateur est surévalué d'environ 32 %, pesant ainsi sur la compétitivité-prix à l'international. Aussi est-il nécessaire d'apporter des ajustements d'ampleur et rapides pour que l'Équateur résolve ses déséquilibres de la balance des paiements. De manière générale, il existe deux types principaux d'ajustement permettant de résoudre des déséquilibres de la balance des paiements pour les pays qui se trouvent dans une situation similaire : la réorientation des dépenses (*expenditure-switching*) ou le transfert des dépenses (*expenditure-shifting*).

La réorientation des dépenses exige une dépréciation des taux de changes réels, ce qui, **en l'absence d'un taux de change nominal, contraint à une forte dévaluation interne, c'est-à-dire une douloureuse période de déflation et de réduction/ limitation des salaires**. Outre la rigueur salariale, un autre moyen de rétablir un bon niveau de **compétitivité consiste à améliorer significativement la productivité**. Surtout, la baisse des salaires nominaux et l'ajustement baissier des prix nationaux est uniquement possible dans des économies disposant d'un **marché du travail et des produits flexibles**. Cependant, la rigidité du travail est élevée en Équateur (un seul type de contrat de travail universel, coûts de licenciement élevés), la mobilité est limitée et le salaire minimum ainsi que les augmentations de salaire du secteur public sur la dernière décennie ont largement dépassé les gains générés par les améliorations de la productivité. Par conséquent, les entreprises n'ont pas la possibilité d'ajuster leurs coûts de production lorsque cela est nécessaire. En matière de **compétitivité internationale**, les performances de l'Équateur sont médiocres dans de nombreux aspects. Le pays était classé 90<sup>e</sup> sur 141 pays par le Forum économique mondial (FEM) dans son Rapport 2019

sur la compétitivité mondiale, derrière d'autres économies d'Amérique latine telles que le Mexique (48°), la Colombie (57°), le Pérou (65°) et le Brésil (71°). Dans le rapport, le manque de dynamisme de l'environnement économique, la rigidité des marchés du travail et des produits, ainsi que le manque de qualité des institutions, sont décrits comme les principaux obstacles à la compétitivité du pays.

Lorsque la réorientation des dépenses n'est pas possible en raison de problèmes structurels, les ajustements externes peuvent être mis en place dans le cadre d'un **transfert des dépenses, c'est-à-dire par le biais d'une réduction de la demande agrégée et donc d'une forte contraction des importations**. Comme cela fut précisément le cas pour l'Équateur en 2016-2017, cet ajustement se traduit souvent par une forte récession économique. **C'est une situation similaire à celle qu'ont traversée les pays les plus vulnérables de la zone euro lors de la crise de la dette de 2011**, alors que l'ajustement externe menait à des contractions drastiques du PIB en l'absence de taux de changes spécifiques au pays ou d'un marché du travail et d'un marché des produits plus flexibles.

Le deuxième défi pour l'Équateur est lié au **manque de diversité de ses exportations**. Extrêmement dépendant de ses recettes pétrolières, le pays est vulnérable aux chocs du marché du pétrole, lesquels entraînent soit une chute du cours du pétrole, soit une réduction de la demande de pétrole. En raison de la prédominance de la production pétrolière dans le PIB, l'économie équatorienne est des plus volatiles et les cycles économiques sont amplifiés par les fluctuations du cours du pétrole. Au cours de la période 2000-2019, l'écart-type de la croissance réelle du PIB était de 2,6 en Équateur, un niveau largement supérieur à ceux du Chili, de la Colombie et du Pérou.

Par ailleurs, dans la mesure où le **cours du pétrole, tel que cela a pu être constaté, tend à être inversement proportionnel à la valeur de change du dollar américain**<sup>[27]</sup>, l'Équateur, en tant qu'économie dollarisée, doit faire face à des cycles amplifiés du cours du pétrole. Par exemple, pendant les périodes les plus avantageuses (entre 2002 et 2008, par exemple), l'économie bénéficia d'une augmentation des recettes pétrolières liées à un cours du pétrole plus élevé ainsi que de la dépréciation du dollar américain qui favorisa la compétitivité des produits non-pétroliers sur les marchés extérieurs. Dans des conditions plus difficiles (comme en 2008 ou en 2014), la chute du cours du pétrole s'accompagna d'une appréciation du dollar américain – le premier de ces phénomènes menant à une baisse des recettes pétrolières, le second à une détérioration de la compétitivité extérieure.

Comme nous l'avons vu plus haut, le problème de la compétitivité peut être résolu par des réformes structurelles ayant pour objectif de flexibiliser le marché du travail et le marché des produits, et de stimuler les gains de productivité. Seule la diversification des principaux secteurs exportateurs, en revanche, permettra de réduire la dépendance des comptes extérieurs aux fluctuations du cours du pétrole : l'objectif ici serait de privilégier l'exportation de produits plus sophistiqués (c'est-à-dire à plus haute valeur ajoutée). Les réformes structurelles peuvent également encourager les entrées de capitaux sur le long terme (notamment les projets d'IDE), qui permettraient de soutenir le développement des industries manufacturières, de diversifier les spécialisations du pays et d'accroître les transferts de technologie. Non seulement ces entrées d'IDE rendraient le pays plus résilient face à la volatilité des flux de capitaux et à d'éventuels coups d'arrêt, mais ils seraient également cruciaux pour permettre à l'Équateur de se spécialiser dans la production de produits à plus forte valeur ajoutée.

27 Plusieurs explications ont été fournies pour expliquer cette corrélation négative. Tout d'abord, les variations du taux de change du dollar américain peuvent impacter le cours du pétrole car elles affectent la demande globale en pétrole et conduisent donc à une modification de la fixation des prix par les producteurs de pétrole. Les fluctuations du cours du pétrole peuvent également affecter le taux de change du dollar américain en redéfinissant les perspectives de croissances américaine et mondiale, et ainsi impacter l'affectation de capitaux et les flux commerciaux. Pour plus de détails sur ce sujet, consulter Coudert *et al.* (2008).

Le dernier défi qui se pose à l'Équateur est lié au besoin de rétablir une véritable stabilité budgétaire. Depuis 2008, la politique budgétaire a activement contribué à l'aggravation des déséquilibres de la balance des paiements. Plus particulièrement, l'accroissement des dépenses publiques a fait augmenter l'importation de services dédiés à des projets d'ampleur dans les secteurs du pétrole et des ressources minières, contribuant à la détérioration du solde courant. Par ailleurs, dans le cas d'une économie dollarisée, les déséquilibres budgétaires se traduisent par une baisse des réserves de change, qui peut, lorsqu'elle est excessive, déboucher sur une crise de liquidité. Comme nous l'avons montré plus haut, l'augmentation des prêts à destination du secteur public par le biais d'obligations d'État a érodé les réserves de change de la banque centrale. Quelles que soient les causes de déséquilibre de la balance des paiements, la politique budgétaire joue le plus souvent un rôle crucial dans le processus d'ajustement de la balance. Ce rôle est particulièrement important dans le cas d'une économie dollarisée, dans la mesure où la politique budgétaire devient un élément majeur pour maintenir un niveau de réserves de change permettant de garantir la viabilité du système financier. Tout financement de la dette publique par émission de monnaie étant impossible, il est impératif de maintenir un équilibre budgétaire pour garantir le bon fonctionnement du système, afin que l'économie ne manque pas de liquidité. En ce sens, si l'Équateur disposait d'un fonds souverain qui était alimenté activement par les recettes pétrolières lors des « bonnes périodes » (lorsque le cours du pétrole est élevé), le pays serait davantage capable de faire face à une récession économique. Cependant, dans la mesure où l'Équateur ne dispose pas d'amortisseur budgétaire, le pays **doit passer par un processus d'ajustement budgétaire rigoureux qui implique des coûts sociaux importants**. L'échec de la suppression soudaine des subventions au pétrole, en octobre 2019, en raison des troubles sociaux et politiques importants qu'elle suscita, montre qu'il est vital d'établir un véritable consensus social pour les mesures budgétaires les plus contraignantes, compte tenu de leur impact sur les segments les plus vulnérables de la population, dans un pays où les richesses sont très inégale-

ment redistribuées<sup>[28]</sup>. Par ailleurs, aggravées par la rigidité réglementaire du marché du travail, les mesures d'austérité peuvent générer des effets secondaires négatifs – par exemple, elles peuvent inciter la main-d'œuvre à rejoindre un secteur informel déjà très fourni. Aussi les ajustements budgétaires doivent-ils reposer sur la juste combinaison de coupes dans les dépenses et de mesures améliorant les recettes. Pour préserver la bonne santé des finances publiques, si la maîtrise des dépenses est vitale, il semble tout aussi important de diversifier les recettes budgétaires, d'établir des dispositifs pour améliorer leur stabilité et de réduire la volatilité des cycles économiques.

### 4.3 – Comment la pandémie de Covid-19 a-t-elle affecté l'économie de l'Équateur ?

Bien que l'essentiel de cet article ait été rédigé avant la crise sanitaire liée à la Covid-19, un épisode aussi exceptionnel mérite que nous le commentions brièvement afin de souligner les défis posés par tout événement critique sur les faiblesses accumulées par le pays au cours des dernières décennies. La crise de Covid-19 a touché les pays d'Amérique latine en ayant un impact très sérieux sur la demande internationale de biens et de services. Cela s'est combiné à une réduction brutale de la production nationale, consécutive aux mesures de confinement mises en place pour contenir la propagation du virus et réduire la pression pesant sur des systèmes de santé locaux peu robustes de manière générale.

En Équateur, la crise a également fortement réduit les recettes de l'État en raison du net recul du cours du pétrole au niveau mondial, de la baisse des recettes fiscales dans un contexte déprimé, ainsi que de la perte des recettes prévisionnelles à la suite du transfert des avoirs publics dans le secteur de l'énergie au profit d'une gestion privée. L'impact combiné de ces facteurs est estimé à 7 % du PIB. En outre, le pays doit augmenter les dépenses d'aide sanitaire d'urgence afin d'aider les citoyens les plus pauvres et les groupes les plus vulnérables qui dépendent de leur travail quotidien pour survivre. Il

28 Depuis septembre 2019, la part de la population disposant d'un emploi adéquat (soit la population travaillant dans le cadre d'un contrat de travail à plein temps et bénéficiant de la sécurité sociale) atteignait seulement 38,5 % de la population active, soit 10 points de pourcentage de moins que cinq ans auparavant.

doit par ailleurs tenter de minimiser l'impact de la crise sur l'emploi et sur les entreprises, tout particulièrement les micro-entreprises et les PME.

L'Équateur apparaît comme l'un des pays les plus vulnérables du continent face à la crise de Covid-19. Le pays doit faire face à plusieurs défis qui avaient déjà été observés auparavant :

1) absence de marge budgétaire, dans la mesure où le programme économique subissait déjà des pénuries financières ; 2) absence de fonds souverain ; 3) absence d'accès aux marchés de capitaux internationaux (cet accès, qui était déjà limité et très coûteux, est désormais inexistant) ; 4) absence de capacité de financement pour la banque centrale, comme le montrent les chiffres attestant de l'affaiblissement de son bilan ; et 5) impossibilité d'utiliser la dépréciation de la monnaie pour rétablir la compétitivité à court terme.

Plusieurs autres pays d'Amérique latine ont annoncé l'octroi d'une importante enveloppe budgétaire et monétaire contracyclique pour atténuer l'impact de la crise, financée par leur accès au marché international ou local, par des filets de précaution budgétaires préexistants et par l'émission de monnaie. L'Équateur, en revanche, ne dispose que d'une marge de manœuvre très limitée. Les relations avec le FMI, à la suite de l'approbation du 1<sup>er</sup> mai 2020 sur les 643 millions USD d'aide d'urgence dans le cadre de la pandémie, devront être renégociées afin de trouver un accord sur une nouvelle facilité élargie de crédit. Dans le même temps, le pays s'est mis à la recherche de financements extérieurs exceptionnels pour surmonter ce choc. Recommencer à utiliser des financements

extérieurs, combinés à une baisse inattendue du PIB réel de 6 % *a minima* – et sans doute de beaucoup plus selon plusieurs institutions, dont le FMI et la Banque mondiale –, conduirait sans doute à une augmentation conséquente du ratio de dette sur PIB. En outre, l'Équateur a décidé de ne pas payer les intérêts de sa dette publique externe due aux créanciers privés. Cette décision, consécutive à l'accord d'une majorité des porteurs d'obligations pour que soit entamé un processus amiable de renégociation de la dette, montre bien que la dollarisation intégrale ne protège pas systématiquement des défauts de paiement.

Tandis que les retraits de dépôts bancaires sont jusqu'ici restés raisonnables, et compte tenu du niveau limité de réserves de change, le fonds de liquidité et les avoirs extérieurs nets des banques privées ont joué un rôle clé dans la gestion de la première réponse à la crise. La capacité du système financier à résister à la crise dépendra de plusieurs facteurs, notamment (i) la durée de la crise sanitaire mondiale et des mesures de protection sanitaire locales ; (ii) la capacité des entreprises (en particulier des micro-entreprises et des PME) à se réinventer et à conclure des accords avec les différentes parties prenantes pour préserver autant d'emplois que possible et assurer une stabilité financière ; (iii) la capacité de la société équatorienne à aboutir à un consensus minimal sur la répartition des coûts de la crise ; et (iv) la disponibilité de financements extérieurs suffisants. Il s'agit sans aucun doute d'un moment crucial pour observer la capacité de la dollarisation à résister à une crise d'une ampleur inédite.



# Conclusion

Bien que ce processus ait fait l'objet de nombreuses analyses au début des années 2000, peu de recherches se sont depuis intéressées aux économies ayant adopté une monnaie étrangère comme monnaie officielle. Le cas de l'Équateur – de loin l'économie intégralement dollarisée la plus importante – fournit certaines leçons pour d'autres pays envisageant un changement de politique monétaire aussi radical. D'un point de vue empirique, une durée de vingt ans depuis l'instauration de cette politique ne représente qu'un laps de temps très court pour analyser les problématiques à long terme, comme la viabilité des finances publiques et de la balance des paiements. Ces réserves une fois émises, il est cependant possible de dégager un ensemble de conclusions en se basant sur une analyse factuelle de la situation équatorienne.

L'Équateur a adopté la dollarisation intégrale en 2000, en pleine crise économique et financière d'une extrême gravité. La dollarisation intégrale généra des bénéfices immédiats importants en stabilisant l'économie et en fournissant un ancrage nominal fiable pour la monnaie. **Dans l'ensemble, entre 2000 et 2008, le passage à la dollarisation fut un succès incontestable car les conditions suivantes étaient réunies** : un cours du pétrole élevé, un certain niveau de discipline budgétaire, une banque centrale indépendante, ainsi qu'un taux de change effectif réel compétitif (grâce à une politique monétaire américaine accommodante). **Cependant, après 2008, ces circonstances favorables disparurent les unes après les autres en Équateur.**

Tout d'abord, les dépenses publiques montèrent en flèche entre 2009 et 2013, tandis que la hausse des recettes publiques (essentiellement générée par les exportations pétrolières) resta modérée. Au cours de cette période, la banque centrale perdit son indépendance et commença à prêter massivement à l'État, affaiblissant peu à peu les réserves de change du pays. Ensuite, en tant que pays exportateur de matières premières, l'Équateur fut durement touché par la baisse du cours du pétrole en 2014. Pendant cette même période, l'appréciation du taux de change effectif réel a sérieusement nui à la compétitivité des exportations non-pétrolières. Tandis que les recettes du gouvernement baissaient fortement, l'absence d'un fonds souverain de stabilisation actif (un dispositif souvent présent dans les pays exportateurs de pétrole) et de réglementations financières prudentielles alimentèrent les déséquilibres du secteur public. Par conséquent, le système financier traversa une grave crise de liquidité et les financements externes continuèrent à augmenter fortement.

**Il serait cependant erroné de dire que la dollarisation officielle est la principale responsable des problèmes économiques de l'Équateur.** Tout d'abord, bien que la dollarisation intégrale ait éliminé le risque de change, l'Équateur n'a pas réussi à attirer des flux d'investissements directs étrangers importants, ni à capter des liquidités monétaires internationales par le biais de son secteur privé. Il est fort probable que les nombreux obstacles politiques et réglementaires aient empêché le pays de récolter tous les bénéfices qu'implique l'adoption du dollar américain comme monnaie légale. Comme l'illustre l'exemple du Panama, passé à la dollarisation intégrale il y a plus d'un siècle, il est essentiel de garantir un soutien international fort au système bancaire, en l'absence de prêteur en dernier ressort (c'est-à-dire la banque centrale).

Ensuite, **certaines problématiques économiques rencontrées par l'Équateur sont communes à un grand nombre de petits pays exportateurs de matières premières, qu'ils soient ou non officiellement dollarisés.** De manière générale, ces économies sont grandement vulnérables aux chocs brutaux du cours des matières premières, qui finissent par dégrader leurs recettes budgétaires. Il est vrai que, **en Équateur, la dollarisation intégrale a aggravé la vulnérabilité du pays aux chocs extérieurs, dans la mesure où les ajustements du taux de change nominal et la création monétaire n'étaient plus des options envisageables.** Néanmoins, même dans une économie à dollarisation intégrale, il est possible de résoudre ces problématiques. Trois principales solutions existent : *(i)* diversifier les secteurs exportateurs en privilégiant les marchandises à forte valeur ajoutée, afin de réduire la dépendance nationale vis-à-vis du pétrole, *(ii)* flexibiliser le marché du travail et le marché des produits afin de permettre des ajustements du prix relatif par le biais d'une dévaluation interne et *(iii)* créer des coussins de sécurité budgétaire pendant les années d'expansion économique (par exemple, établir un fonds souverain actif) et mettre en œuvre une politique budgétaire permettant un assainissement des finances – sans avoir recours au financement de la banque centrale – afin d'éviter les crises de liquidité.

Dans l'ensemble, les deux décennies qui se sont écoulées depuis le début de la dollarisation intégrale laissent à penser que celle-ci, en constituant une solution d'urgence à l'instabilité des finances et du taux de change, a permis de surmonter la grave crise économique de 1999. En outre, la dollarisation intégrale s'est avérée être une réussite incontestable dans la lutte contre l'hyperinflation et pour stabiliser des prix. Néanmoins, la dollarisation n'a pas systématiquement stimulé la croissance économique ou mené à une plus grande discipline budgétaire. En d'autres termes, la dollarisation seule ne constituait ni une solution de remplacement **ni un élément déclencheur suffisant pour l'établissement de politiques budgétaires et financières saines, ainsi que de réformes structurelles axées sur la croissance.** Plus inquiétant encore, avec la pandémie de Covid-19, l'Équateur doit faire face, en 2020, à un choc économique sans précédent, tandis que les autorités ne disposent que d'une marge de manœuvre fiscale et monétaire très limitée pour amortir l'impact de cette crise. Il est encore trop tôt, cependant, pour déterminer si la dollarisation intégrale pourra permettre au pays d'éviter un défaut de paiement.

Cela dit, le choix de la dollarisation officielle continue à bénéficier d'un soutien important en Équateur, et la possibilité d'une éventuelle dé-dollarisation de l'économie n'est quasiment jamais abordée dans les débats. La capacité du pays à émettre sa propre monnaie est associée, pour la majorité des Équatoriens, à une crédibilité monétaire faible, ainsi qu'à l'hyperinflation et aux fortes dévaluations qui affaiblissent grandement leur épargne et leurs revenus en 1999. En outre, les exemples d'autres pays révèlent que la sortie de la dollarisation n'est jamais simple, ni harmonieuse : un tel changement entraîne en effet des coûts gigantesques et des résultats imprévisibles.

En Équateur, la dollarisation avait été adoptée en tant que solution d'urgence, sans que les conditions préalables nécessaires pour garantir sa stabilité aient été réunies. Renoncer à l'émission de sa propre monnaie présente des défis spécifiques : de manière générale, il est nécessaire que les pays réalisent une évaluation approfondie de leur capacité à répondre à ces défis avant de prendre une décision de politique monétaire aussi radicale.

# Bibliographie

- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR (2017), *Noventa Años del Banco Central del Ecuador – Série Estadísticas Históricas 1927 –2017*.
- BECK T., A. DEMIGÜÇ-KUNT, R. LEVINE (2007) “Finance, inequality and the poor”, *Journal of economic growth*, Vol. 12 (1) pp. 27-49.
- BECKERMAN P. (2001), “*Dollarization and Semi-Dollarization in Ecuador*”, Banque mondiale, Policy Research Working Paper No. 2643.
- BECKERMAN P. et A. SOLIMANO (eds) (2002), *Crisis and Dollarization in Ecuador: Stability, Growth and Social Equity*, Banque mondiale, Washington D.C.
- BERG A. et E. BORENSZTEIN (2000), “The Pros and Cons of Full Dollarization”, FMI, Working Paper WP/00/50, Washington D.C.
- COUDERT V., V. MIGNON et A. PENOT (2008), “Oil Price and the Dollar”, *Energy Studies Review*, 15(2).
- CUEVA S., J.P. DIAZ (2019), *The Monetary and Fiscal History of Ecuador: 1960-2017*, Working Paper, Becker-Friedman Institute, University of Chicago.
- CUEVA S., R. MOSQUERA, ORTIZ M.C. (2018), “*Ciclicalidad de la política fiscal ecuatoriana desde la dolarización*”, in DIAZ-CASSOU J., M. RUIZ-ARRANZ (eds), *Reformas y desarrollo en el Ecuador contemporáneo*, BID.
- DAVIDSON P. (2002), “Dolarización, las funciones de un Banco Central y la economía ecuatoriana”, *Cuestiones económicas*, Vol. 18, Quito.
- DE LA TORRE A., S. CUEVA, M.A. CASTELLANOS-VASCONEZ (2020). “The Macroeconomics of the Commodities Boom in Ecuador: A Comparative Perspective”, in SANCHEZ F., PACHANO S. (eds) *Assessing the Left Turn in Ecuador. Studies of the Americas*. Palgrave Macmillan, Cham.
- DE LA TORRE A., R. GARCIA-SALTOS et Y. MASCARO (2001), *Banking, Currency, and Debt Meltdown: Ecuador Crisis in the Late 1990s*, World Bank working paper, Banque mondiale, Washington D.C.
- DEL NEGRO M., A. HERNANDEZ-DELGADO, O. HUMPAGE et E. HUYBENS (2001), “Introduction: Context, Issues, and Contributions”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33 (2), Part 2, pp. 303-11.
- EICHENGREEN B. (2000), “When to Dollarize?”, communication présentée dans le cadre d’une conférence sur la dollarisation organisée à la Federal Reserve Bank of Dallas, 6-7 mars 2000.
- FISCHER S. (2001), “Ecuador and the International Monetary Fund”, in ALESINA A. et BARRO, R.J. (eds), *Currency Unions*, Hoover Institution Press Publication, pp. 1 –10, Stanford California.
- FISCHER S. (1982), “Seigniorage and the Case for a National Money”, *Journal of Political Economy*, Vol. 90 (2), pp. 295-313.
- FRANKEL J. A. et A. K. ROSE (1998), “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, *The Economic Journal*, 108 (July), pp. 1009 –25.
- Junta de Política y Regulación Monetario y Financiera. Resolutions No. 176-2015-F; 203-2016-F; 243-2016-F; 433-2017-G (Estatuto Banco Central del Ecuador 2018); 451-2018-F; 465-2018-M; 466-2018-G.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2019a), *IMF Staff Report for the 2019 Article IV Consultation and Request for an Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*, FMI, Country Report No. 19/79, mars 2019.
- IMF (2019b), *Ecuador: Selected Issues Paper and Analytical Notes*, Country Report No. 19/80, mars 2019.
- IMF (2019c), *Ecuador: First Review Under the Extended Fund Facility Arrangement*, FMI, Country Report No. 19/210, juillet 2019.
- IMF (2015), *Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals*, avril 2015.
- JACOME L. (2004), *The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work*, FMI, Working Paper WP/04/12.
- KOSE M. A. (2002), « Explaining business cycles in small open economies: How much do world prices matter ? », *Journal of International Economics* 56, pp. 299-327.
- Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, Codificación. (2010).

MENDOZA E. (1995), "The Terms of Trade, the Real Exchange Rate, and Economic Fluctuations", *International Economic Review* 36, février, pp. 101-137.

NARANJO M. (2003), "La dolarización de la economía del Ecuador: tres años después", *Cuestiones económicas*, Vol. 19.

ROSE A. K. et C. ENGEL (2000), Currency Unions and International Integration, NBER Working Paper No. 7872, septembre.

SINNOTT E., J. NASH et A. DE LA TORRE (2010), *Natural Resources in Latin America and the Caribbean – Beyond Booms and Busts?*, Banque mondiale, Washington.

WINKLER A., F. MAZZAFERRO, C. NERLICH et C. THINMANN (2004), *Official dollarization/euroisation – motives, features and policy implications of current cases*, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 11, février 2004.



## Qu'est-ce que le Groupe AFD ?

Le groupe Agence française de développement (AFD) est un établissement public qui finance, accompagne et accélère les transitions vers un monde plus juste et durable. Plateforme française d'aide publique au développement et d'investissement de développement durable, nous construisons avec nos partenaires des solutions partagées, avec et pour les populations du Sud.

Nos équipes sont engagées dans plus de 4 000 projets sur le terrain, dans les Outre-mer et dans 115 pays, pour les biens communs de l'humanité – le climat, la biodiversité, la paix, l'égalité femmes-hommes, l'éducation ou encore la santé.

Nous contribuons ainsi à l'engagement de la France et des Français en faveur des Objectifs de développement durable.

Pour un monde en commun.

**Directeur de publication** Rémy Rioux  
**Directeur de la rédaction** Thomas Mélonio  
**Création graphique** MeMo, Juliegilles, D. Cazeils  
**Conception et réalisation** Luciole

**Dépôt légal** 3<sup>rd</sup> quarter 2020

**ISSN** 2116- 4363 | © **AFD**

Imprimé par le service de reprographie de l'AFD

Pour consulter les autres publications de la collection **MacroDev** :

<https://www.afd.fr/collection/macrodev>