



HAL
open science

Financement soutenable et création monétaire en régime de dollarisation : le cas de l'Équateur

Jean-François Ponsot

► **To cite this version:**

Jean-François Ponsot. Financement soutenable et création monétaire en régime de dollarisation : le cas de l'Équateur. Journée d'étude "Création monétaire", Les Économistes atterrés, Mar 2012, Paris, France. halshs-00687369

HAL Id: halshs-00687369

<https://shs.hal.science/halshs-00687369>

Submitted on 13 Apr 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Journée d'études des Economistes Atterrés sur la Création monétaire
Paris, 24 mars 2012

Financement soutenable et création monétaire en régime de dollarisation Le cas de l'Equateur

Jean-François PONSOT
CREG-Université Pierre Mendès France, Grenoble
jfponsot@yahoo.fr

***Résumé :** En régime de dollarisation, le processus de création monétaire et la gestion de la liquidité par la Banque centrale sont contraints. Ceci modifie la dynamique du crédit par rapport à un régime monétaire traditionnel de type Central Banking. Principale conclusion pour l'analyse monétaire, le pouvoir de création de monnaie centrale et le degré d'accommodation de la banque centrale sont déterminants sur l'offre de crédit des banques. Ceci est conforme à l'hypothèse d'endogénéité de l'offre de monnaie développée notamment par les post-keynésiens.*

L'Equateur a décidé d'abandonner sa monnaie nationale – le sucre - et de la remplacer par le dollar américain en 2000. Cette décision unilatérale a surpris les observateurs, les Etats-Unis et les institutions financières internationales. Cette décision s'inscrit pleinement dans l'état de l'esprit de l'époque : le consensus académique autour des « solutions en coin » (*corner solutions*) invitaient les économies émergentes à adopter soit un régime de change flottant, soit un régime de change ultra fixe (*hard peg* de type *currency board*). Au nom du paradigme de la crédibilité monétaire, il convenait de renoncer à toute forme de souveraineté monétaire et mettre l'économie en pilotage automatique. La dollarisation intégrale est conforme à cette logique : il n'y a plus d'unité de compte nationale, donc plus de possibilité d'émettre de la monnaie centrale par la Banque centrale. Les principes basiques du *central banking* (fixation des taux d'intérêt et prêt en dernier ressort) sont aliénés. Nous montrons que

cette restriction des prérogatives allouées généralement à la Banque centrale vient contrarier le mécanisme de création monétaire par les banques et exerce un impact négatif sur la dynamique du crédit bancaire. L'inélasticité de l'offre de monnaie centrale exerce alors une tension sur la liquidité qui se traduit par des taux d'intérêt élevés et une surliquidité des banques (motif de précaution).

La décision de dollarisation relève aussi d'une logique spécifique à l'économie politique équatorienne. La Banque centrale avait systématiquement refinancé des banques insolvables au cours des années 1980-90. Non pas en raison de son incapacité à distinguer illiquidité et insolvabilité bancaire, mais en raison de la « relation incestueuse » entretenue avec les grandes banques et les entreprises du pays détenues par une poignée de « groupes financiers » (oligarchies locales). La Banque centrale, devenue illégitime, a donc fait figure de bouc émissaire lors de la profonde crise économique et politique rencontrée à la fin des années 1990. En éliminant le sucre, on limitait considérablement le pouvoir de la Banque centrale et, ainsi, on entendait dépasser la crise de régime. En le remplaçant par le dollar, on instaurait une monnaie crédible et plus légitime que l'ancienne.

Cette dimension symbolique et politique de la dollarisation ne doit pas être minimisée (Ponsot 2007). L'actuel président Rafael Correa, fervent critique de la dollarisation lorsqu'il était professeur d'économie, a maintenu et consolidé ce régime monétaire après son élection. Parfaitement conscient des renoncements associés à l'abolition du *central banking*, il sait qu'il ne peut y toucher sans risquer d'être confronté à une profonde opposition des élites économiques. Ce compromis ne sera pas menacé tant que l'Equateur sera en mesure d'accumuler des dollars à travers ses exportations de pétrole et les transferts de fonds de migrants.

Mais les marges de manœuvre, déjà bien étroites, tendent à se réduire malgré le prix élevé du pétrole (Paez & Ponsot 2012). Le gouvernement équatorien a donc cherché des solutions permettant de dépasser les contraintes de financement posées par la dollarisation. Au niveau interne, tout d'abord, des mécanismes financiers ou « procédures spéciales de liquidité » ont été développés pour permettre de gérer la liquidité bancaire sans création de monnaie par la Banque centrale. Au niveau externe, ensuite, l'Equateur a joué un rôle moteur dans la définition de la « nouvelle architecture financière régionale » (Monvoisin, Gnos & Ponsot 2010). La Banque du sud et le Plan Sucre permettraient d'obtenir des prêts de long terme et une assistance financière en cas de crise de liquidité. Enfin, l'Equateur a développé une coopération financière privilégiée avec la Chine qui, dans une certaine mesure, peut faire office de prêteur en dernier ressort externe (en janvier 2012, le gouvernement équatorien a

ainsi obtenu un prêt d'un milliard de dollars, lui permettant de surmonter son déficit budgétaire croissant).

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

Il en résulte une « insécurité financière » (Ponsot 2007) résiduelle de la dollarisation. Il convient alors de s'interroger sur les modalités de refinancement et de prêt en dernier ressort. Le papier met en lumière les mécanismes qui ont été échafaudés en vue de compenser l'absence de prêteur en dernier ressort domestique et évalue leur efficacité en termes de stabilité du système financier.

Une dynamique du crédit et des taux d'intérêt défavorables

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

Contrairement aux prévisions, la dollarisation n'a pas apporté sur le long terme un contexte serein de taux d'intérêt. Ces derniers se maintiennent à un niveau élevé, ce qui pénalise à terme le secteur productif.

Trois institutions du secteur bancaire cohabitent difficilement en Équateur : la banque centrale, la Superintendance des banques (SBS) et l'Agence de garantie des dépôts (AGD). Les prérogatives attribuées aux deux premières tendent à se recouper, ce qui ne facilite pas la cohabitation qui a été toujours été conflictuelle entre ces deux institutions.

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

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

La Banque centrale de l'Équateur continue par ailleurs d'assurer la compensation interbancaire, de gérer les opérations externes du gouvernement, et assume même une mission prudentielle en gérant les réserves obligatoires des institutions financières qui figurent au

passif de son bilan. Elle a également recentré ses activités sur l'analyse statistique et macroéconomique, et remplit une mission culturelle de premier plan avec, en particulier, la gestion des plus importants musées du pays. En définitive, la disparition de la fonction de prêteur en dernier ressort est la principale conséquence du passage à la dollarisation. Or, cette fonction est primordiale car elle permet de maintenir la stabilité du système financier et de limiter les risques de crise bancaire. Habituellement, une banque centrale utilise en effet son pouvoir de création monétaire pour injecter de la liquidité sur le marché monétaire et ainsi porter assistance aux banques temporairement en déficit de liquidité. Dans ce nouveau contexte, si elle souhaite alimenter les banques équatoriennes en liquidité, elle doit utiliser ses propres réserves en dollars ou emprunter des dollars à l'étranger.

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

L'*Agence des Garantie des Dépôts* été créée en décembre 1998 par le gouvernement afin de préserver les dépôts privés à 100% - le plafond sera ensuite abaissé. L'institution a assumé avec plus ou moins de succès le contrôle de la vingtaine de banques en situation critique en vue de les réhabiliter, de les fusionner, ou de les liquider. Après avoir été financée par des fonds publics, l'AGD reçoit désormais une cotisation annuelle des banques, équivalente à 6,5 pour mille de la valeur de leurs actifs.

La crise bancaire de 1998 à 1999 a sévèrement épuré le système bancaire. En décembre 2005, seulement 23 banques subsistent – dont 22 sont des établissements privés – contre 43 en 1998. Il a fallu néanmoins attendre les années 2001, 2002 et 2003 pour constater un réel redressement de l'ensemble des indicateurs du secteur bancaire. La rentabilité des banques s'est considérablement améliorée ; le taux de rentabilité moyen s'établissait à 9,5% en 2005, après avoir atteint un niveau record de 17,9% en 2008.

Sur un plan plus macroéconomique, le principal facteur d'inquiétude réside dans le *niveau dissuasif des taux d'intérêt* (cf. tableau 1), ce qui constitue un frein majeur à l'investissement. L'annonce de la dollarisation en janvier 2000 a stoppé les anticipations de dévaluation et entraîné dans son sillage une baisse des taux d'intérêt. Le tableau 1 donne une

vision sommaire de l'évolution. Le principal constat est la baisse des taux d'intérêt nominaux, mais l'augmentation des taux d'intérêt réels, qui demeurent élevés.

Tableau n° 1. Taux d'intérêt et inflation (% annuel)

	Taux débiteur de référence*	Taux microcrédit référentiel	Taux créditeur de référence**	Taux annuel d'inflation
Mars 2000	15,57		9,72	80,9
Mars 2001	15,67		7,56	58,8
Mars 2002	14,01		5,12	15,3
Mars 2003	12,78		5,54	9,2
Mars 2004	12,68		4,92	3,9
Mars 2005	9,47		3,51	1,5
Mars 2006	8,62		4,02	2,8
Mars 2007	10,92		5,53	2,2
Mars 2008	11,43	36,2	5,96	8,4
Mars 2009	9,84	31,6	5,51	5,1
Mars 2010	9,71	30,2	4,97	3,5
Mars 2011	9,15	28,9	4,30	4,7
Fév. 2012	9,07	28,2	3,97	

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

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

Source : Banque centrale de l'Équateur.

À cela s'ajoute l'*inégalité de traitement* qui existe entre, d'une part, les grandes entreprises et, d'autre part, les petites et moyennes entreprises. Le taux d'intérêt débiteur de référence, c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal moyen des crédits à 84-91 jours accordés par les banques privées aux entreprises du secteur privé, ne concerne en effet que les entreprises qui ont un chiffre d'affaires supérieur à cinq millions de dollars, c'est-à-dire seulement 700 entreprises. Les autres entreprises empruntent à un taux supérieur de cinq à six points en moyenne. Cet effet de sélection ne cesse de s'accroître avec le temps. Si l'on prend en compte les taux créditeurs, on aboutit à un *spread* élevé : plus de 5% aujourd'hui pour les grandes entreprises. La marge financière auprès des autres entreprises est encore plus élevée : entre 12% et 20%.

Autre facteur d'inquiétude, *la faiblesse et le caractère déséquilibré du crédit*. Les micro-entreprises urbaines et rurales sont les plus touchées par ce phénomène de rationnement ou de restriction du crédit. On en décompte 1,5 million dans le pays. Leur activité ne représente que 10 à 15% du PIB, mais elles génèrent la majorité des emplois. Or, la majorité d'entre elles n'ont pas accès au crédit traditionnel. Elles sont alors tentées de se tourner vers des créanciers informels (les « *chulqueros* ») qui pratiquent des taux prohibitifs. Si les banques semblent délaisser le crédit aux entreprises, il n'en est pas de même pour le crédit à la consommation, en particulier en ce qui concerne le financement des achats d'automobiles.

La *vigueur du crédit à la consommation* ne masque cependant pas une tendance majeure qui caractérise les banques équatoriennes depuis la dollarisation : le maintien de *positions structurelles de surliquidité*. La « réserve autonome de liquidité » (« *autoseguro* ») du système bancaire, c'est-à-dire les réserves excédentaires de liquidité spontanément accumulées par les banques correspond au tiers du total de leurs actifs. À cela s'ajoute un autre trait marquant du comportement des banques : le développement rapide du *placement de leurs liquidités à l'étranger*. Les opérations réalisées par les succursales *off-shore* prennent ainsi une place de plus en plus importante dans l'activité des principales banques. Banco del Pichincha dispose ainsi de succursales en Colombie et au Pérou, pays voisins, mais aussi à Miami et Nassau (Bahamas). Banco del Pacifico dispose également de filiales *off-shore* à Miami et au Panama. En résumé, tout se passe comme si les banques équatoriennes abandonnaient progressivement le financement de l'activité productive par le crédit bancaire pour se consacrer à des activités plus lucratives et délocalisées.

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

Une autre explication renvoie au *caractère oligopolistique du marché bancaire équatorien* : les « quatre grandes » concentrent les trois quarts actifs. Selon une étude de la CAF, sur l'ensemble des Amériques, seuls le Salvador, le Pérou et le Mexique ont des marchés bancaires plus concentrés. Cette concentration attribuerait un *pouvoir de marché* aux grandes banques. Celui-ci expliquerait la résistance des taux d'intérêt à la baisse et la sélectivité défavorable aux petites et moyennes entreprises. Sur ce dernier point, il est vrai que

l'épurement lié à la crise bancaire n'a pas complètement épuisé ce que les Équatoriens qualifient de « relation incestueuse » entre les plus grandes entreprises et les principales banques du pays : ces dernières restent encore majoritairement contrôlées par des groupes financiers contrôlés par les principales familles d'Équateur, si bien que la pratique des « crédits-liés », de nature préférentielle, est toujours d'actualité. Enfin, on invoque les insuffisances du système judiciaire équatorien, qui serait défavorable aux créanciers, pour expliquer l'apathie de la dynamique du crédit.

L'inélasticité de l'offre de liquidité par la Banque centrale

À toutes ces explications, il convient d'ajouter un argument de nature plus théorique et directement imputable à la dollarisation : l'*inélasticité de l'offre de liquidité ultime par la banque centrale*. Selon cette hypothèse, l'absence de refinancement accommodant et de prêt en dernier ressort aurait *nécessairement* pour corollaire une faible dynamique du crédit et un niveau élevé des taux d'intérêt.

Trois types d'explication peuvent être envisagés pour expliquer ce phénomène, selon que l'on s'appuie sur la conception standard de la création monétaire, la conception plus keynésienne de préférence pour la liquidité des banques, ou sur la conception post-keynésienne « horizontaliste » de l'offre de liquidité.

La conception standard fondée sur le multiplicateur de crédit n'offre pas une explication satisfaisante. Les banques créent de la monnaie en fonction de leurs réserves excédentaires. Et de hauts taux d'intérêt ne sont pas nécessairement préjudiciables à l'économie. En revanche, les deux autres approches sont plus convaincantes pour expliquer la dynamique du crédit défavorable en régime dollarisé.

Si on se réfère à l'analyse traditionnelle de l'offre de liquidité par la banque centrale, le raisonnement est le suivant. Les anticipations des banques relatives à leur position de liquidité jouent un rôle déterminant dans leur offre de crédit. L'impossibilité pour la banque centrale de « créer » de la liquidité ultime constitue un signal fort lancé à destination des banques. On retrouve ici la question de la levée de l'aléa moral. Pour maintenir leur position de liquidité, celles-ci doivent rationner leur offre de crédit. Le gel de la fourniture de liquidité par la banque centrale invite les banques à refuser l'octroi de crédit, et/ou à accumuler des réserves de liquidité, en vue de répondre à la demande de crédit. Dans une certaine mesure, on retrouve cette conception dans la théorie de la préférence pour la liquidité des banques, principalement développée en France par E. Le Héron (2001). Selon cette perspective,

l'inélasticité de l'offre de liquidité par la banque centrale a un impact négatif sur le comportement d'offre de crédit des banques.

Si on adhère à la conception post-keynésienne « horizontaliste » de l'offre de liquidité par la banque centrale, la dollarisation constitue un « régime monétaire contre-nature¹ ». Elle signifie, en effet, que l'institut d'émission n'est pas « accommodant » dans son offre de liquidité ultime, ou, dit en d'autres termes, que le principe d'endogénéité des réserves est contrarié². Contrairement à la conception traditionnelle, ici, les banques satisfont toute demande de crédit remplissant les critères de sélectivité et de solvabilité. L'absence d'accommodation de la banque centrale dans son offre de refinancement est génératrice de hauts taux d'intérêt. Cette élévation du taux d'intérêt a alors une répercussion défavorable sur la demande de crédit.

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

Comment limiter les contraintes financières de la dollarisation ?

Compte tenu de la dollarisation, la banque centrale n'a pas le pouvoir d'engager une politique de baisse des taux d'intérêt. Pour dissuader les banques de pratiquer des taux d'intérêt trop élevés, celle-ci calcule, depuis août 2000, un *taux d'intérêt plafond* (« *tasa máxima convencional* ») qui ne peut être dépassé. Dans sa forme la plus simple, ce taux correspond à 1,5 fois le taux d'intérêt débiteur de référence. La portée de cet instrument demeure cependant très modeste.

Un autre facteur favorable à la dynamique du crédit aux petites et moyennes entreprises à des taux d'intérêt bas serait à trouver dans une *augmentation de l'implantation des banques étrangères*. Depuis les vagues de libéralisation financière impulsées par le

¹ PONSOT (2007).

Consensus de Washington, les banques étrangères contrôlent plus de la moitié de l'activité bancaire des économies latino-américaines. Mais sur cette question, l'Équateur fait figure d'exception (avec le Brésil) : depuis la dollarisation, aucune banque étrangère ne s'est implantée en Équateur, malgré le souhait des autorités de voir entrer des investisseurs étrangers (en particulier espagnols). La Citibank et la Lloyds sont toujours présentes, mais la néerlandaise ABN-Amro a quitté le pays, en février 2001, en scellant toutefois une alliance avec le Banco del Pichincha.

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

Une proposition récurrente pour revigorer la dynamique du crédit serait la mise en place d'un vaste programme de microcrédits destinés aux petites entreprises. Pour cela, le gouvernement encourage les initiatives des institutions de microcrédit qui prennent la forme de fondations, coopératives et ONG. Le marché du microcrédit équatorien représente un potentiel de 500 millions à 1 milliard de dollars (soit entre 2,5% et 5% du PIB) et suscite donc l'intérêt des institutions étrangères. Une autre impulsion provient directement du gouvernement qui s'est engagé à plusieurs reprises à instaurer des mécanismes de *microcrédits à taux préférentiels*. Le problème est de trouver les ressources nécessaires à la constitution de ce qui pourrait prendre la forme d'un Fonds national de microcrédit (FMN) et d'éviter les désillusions. Pour alimenter ce fonds, il paraît difficile de mobiliser l'épargne domestique, relativement faible, et orientée vers d'autres types de placements. Une solution plus intéressante consisterait à mobiliser les transferts de capitaux provenant des Équatoriens installés à l'étranger. Ces fonds (« *remesas* ») constituent en effet la deuxième source d'entrées de capitaux dans le pays, après le pétrole.

² Pour une présentation des thèses « horizontalistes » sur la banque centrale, voir LAVOIE (2004), et MONVOISIN & ROCHON (2006).

A la recherche d'un prêteur en dernier ressort

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

Le premier dispositif visant à sécuriser le système de paiements est le Fonds d'assurance des dépôts (« *Seguro de Depositos* »), géré par l'AGD. Ce système de garantie des dépôts privés, financé par les cotisations annuelles des banques (6,5 pour mille de la valeur de leurs actifs), a permis de constituer un fonds de 150 millions de dollars, ce qui correspond à 1 à 3% de la valeur des dépôts bancaires. Le montant est faible mais demeure suffisant pour provoquer la grogne des banques qui estiment que cette cotisation grève leur rentabilité financière.

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

Deux sources alimentent le Fonds de liquidité : un apport préalable du gouvernement (70-100 millions de dollars), réalisé en 2000 et les réserves obligatoires des institutions financières privées (85 millions de dollars en mars 2010). L'organe de décision du Fonds de liquidité est le Directoire, composé d'un membre de la banque centrale, d'un membre de la Superintendance des banques, du Vice-ministre de l'Économie, d'un représentant des banques commerciales et d'un représentant des sociétés financières.

Cette marge de manœuvre de la banque centrale sur la liquidité des banques est contestée par les avocats de la dollarisation qui y voient le maintien du problème de l'aléa moral ayant causé tant de dégâts lors de la crise de 1998-99. Au-delà de cette critique, il reste que l'efficacité de ce dispositif demeure *quantitativement* limitée, ce qui le rendrait sans doute insuffisant en cas de crise systémique. Les ressources ne dépassent pas quelques dizaines de millions de dollars et le processus de décision est trop lourd pour envisager une action dans une situation d'urgence. En particulier, des conflits d'intérêt sont susceptibles d'apparaître au moment de la répartition des crédits entre les institutions à besoin de liquidité.

Initialement, la mise en place d'un taux de *réserves obligatoires* imposé légalement aux banques était censée remplir un rôle uniquement prudentiel. Mais cette disposition peut constituer un instrument de régulation de la liquidité. Une solution envisagée par la Banque centrale de l'Équateur consisterait à augmenter progressivement le taux de réserves obligatoires (par exemple de 2 points tous les mois) jusqu'à atteindre un niveau relativement élevé (10 %, voire plus). Celle-ci disposerait alors de marges de manœuvre élargies, en ayant la capacité d'abaisser le taux légal pour améliorer la liquidité des institutions financières.

Néanmoins, comme le remarque elle-même la banque centrale, ce système visant à instaurer de hautes exigences de liquidité présente l'inconvénient de grever la rentabilité des institutions financières et risque d'entraîner une forme de « résistance » de leur part.

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

Une autre option inspirée par les modèles d'efficacité financière consisterait à renforcer l'efficacité du système de recyclage de la liquidité. Un moyen de parvenir à ce résultat est d'encourager les innovations financières qui permettent aux banques d'économiser leurs réserves. Les activités de gestion de passif, par exemple, conduisent à la diminution de la part des « liquidités oisives » détenues en dépôt dans les banques et assurent une

accélération de la vitesse de circulation de la liquidité. Il convient cependant de garder à l'esprit qu'il s'agit là d'un procédé factice qui n'améliore en rien la liquidité globale du système bancaire. Si on ajoute à cela que les innovations financières s'inscrivent nécessairement dans un processus de libéralisation financière, porteur d'instabilité financière et générateur de crises bancaires, on en vient à émettre des réserves quant à cette solution.

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

L'internationalisation du système bancaire est décrite comme une condition de réussite de la dollarisation, car elle assure un soutien financier externe, à défaut de soutien interne. En cas de tension sur la liquidité, les banques équatoriennes ouvertes au capital étranger pourraient se tourner vers l'extérieur pour obtenir des dollars. Cette forme d'externalisation de la fonction de prêteur en dernier ressort est largement développée au Panama et dans la plupart des économies sous *Currency Board*³. Malheureusement, on l'a vu précédemment, les conditions ne semblent pas réunies en Équateur pour s'orienter dans cette voie. Plusieurs raisons contribuent aux réticences des banques étrangères à s'implanter en Équateur : les incertitudes macroéconomiques et politiques, le cadre juridique insuffisant, ainsi que le caractère oligopolistique du secteur bancaire, soumis à l'inertie des pratiques récentes marquées par un manque de transparence et une connivence étroite avec les élites économiques et politiques du pays.

La dollarisation a incité la Banque centrale de l'Équateur à dessiner les contours d'une « nouvelle architecture financière régionale » (Monvoisin, Gnos & Ponsot 2010). Parmi ses préoccupations, il y a la recherche d'un prêteur en dernier ressort international. L'institution accorde peu d'importance à l'éventuel recours à des lignes de crédit contingentes pré-négociées avec un consortium de banques privées internationales. L'Argentine s'était engagée dans cette voie, en 1996, en signant un accord permettant à la banque centrale de bénéficier d'une ligne de crédit plafonnée à 6,1 milliards de dollars. Selon les auteurs du rapport, l'expérience argentine montre que ces lignes de crédit tendent à disparaître lors de la perte de crédibilité : « Le gros problème avec ce type de dispositif, est que lorsqu'il y a une crise de confiance significative qui implique une élévation du risque-pays, les banques internationales

³ On retrouve alors la configuration ancienne des colonies britanniques sous *Currency Boards*, dans la première moitié du XXe siècle : les banques locales ne pâtissaient pas de l'absence de prêteur en dernier ressort domestique, dans la mesure où elles étaient des filiales des banques de la *City*. La Banque d'Angleterre assumait le rôle de prêteur en dernier ressort pour l'ensemble de l'empire colonial. Voir PONSOT (2003).

rencontrent de sérieuses difficultés à s'exposer davantage sur le pays concerné, en raison des contraintes prudentielles auxquelles elles sont soumises⁴ ».

Un organisme régional semble particulièrement disposé à assumer la fonction de prêteur en dernier ressort régional : le Fonds latino-américain de réserves (FLAR). Les réflexions récentes menées au sein de cette institution régionale, mettent l'accent sur la nécessité de plus en plus urgente d'un prêteur en dernier ressort international, ou à défaut régional, en raison du rétrécissement du champ d'action des prêteurs en dernier ressort domestiques, lié au développement croissant de la dollarisation officieuse (Pérou, Bolivie ou Guatemala) ou officielle (Équateur, El Salvador, Panama). Moyennant quelques adaptations, les modalités de financement de court terme offertes par le FLAR, telles que les crédits de liquidité et les crédits contingents, offrent une solution séduisante pour combler cette carence. Il convient néanmoins de noter que les ressources du FLAR, à l'instar de celles du FMI, sont limitées. Contrairement à une banque centrale qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort, le FLAR n'a pas le pouvoir de création de liquidité illimitée. Par ailleurs, pour des raisons politiques, l'Équateur préfère se tourner vers d'autres dispositifs, la Banque du sud et le Plan Sucre, malheureusement peu opérationnels.

Enfin, l'Équateur a développé une coopération financière privilégiée avec la Chine qui, dans une certaine mesure, peut faire office de prêteur en dernier ressort externe. Dernier épisode ne date, en janvier 2012, le gouvernement équatorien a ainsi obtenu un prêt d'un milliard de dollars, lui permettant son déficit budgétaire croissant.

Conclusion

Les dispositions imaginées par les autorités équatoriennes ne sauraient être aussi efficaces que les opérations classiques de refinancement et de prêt en dernier ressort. En régime de dollarisation, la capacité d'injection de liquidité fait l'objet d'un rationnement : les montants accumulés en prévision des mauvais jours sont limités et les lignes de crédits accordées par les institutions financières sont plafonnées. Outre le risque de fournir des ressources en quantités insuffisantes, ces dispositifs présentent l'inconvénient d'être extrêmement coûteux. Compte tenu de ces difficultés, il apparaît évident qu'un système bancaire d'une économie officiellement dollarisée n'est pas viable sans relations privilégiées

⁴ BANCO CENTRAL DEL ECUADOR (2002a), p.37-38.

avec un prêteur en dernier ressort externe ou un accès aisé aux euromarchés. C'est là tout l'enjeu de l'abolition des prérogatives de *Central Banking* dans une économie ouverte dollarisée.

Au niveau macroéconomique, l'absence de banque centrale accommodante instaure une dynamique du crédit restrictive, soumise à la capacité de l'économie à accumuler des dollars. Plus largement, la dollarisation ne saurait constituer une union monétaire, au sens classique du terme. Si union monétaire il y a, il s'agit d'une union monétaire « asymétrique ». Le *pouvoir monétaire*, en particulier celui de la création de la monnaie centrale et celui de la gestion de la liquidité n'est pas partagé. Il reste entre les mains du pays émetteur de la xénomonnaie.

Références bibliographiques

- Astorga A., Baquero M. et Freire M.B., « Propuesta de salvaguardias cambiarias », *Apuntes de Economía* (Banco Central del Ecuador), *document de travail n° 35*, octobre 2003.
- Banco Central del Ecuador (a), *Nueva arquitectura financiera (una propuesta de plan estratégico de largo plazo para el Ecuador)*, Banco Central del Ecuador, Quito, 2002.
- Banco Central del Ecuador (b), *Reformas al sistema de pagos: sistema de pagos interbancario*, mimeo, Quito, juillet 2002.
- Banco Central del Ecuador, « Diálogo nacional y la nueva arquitectura financiera y microfinanzas », *Apuntes de Economía* (Banco Central del Ecuador), *document de travail n° 37*, novembre 2003.
- Caputti A., « Asegura la estabilidad financiera la presencia de un seguro de depósitos? », Communication à la Banque centrale de l'Équateur : « 77 años de compromiso con la estabilidad, la integración y el desarrollo socioeconómico y cultural de la República », Quito, 2-3 septembre 2004.
- Davidson P., « Dolarización, las funciones de un Banco Central y la economía ecuatoriana », *Cuestiones Económicas* (Banco Central del Ecuador), *document de travail*, vol. 18, n° 3, 2002.
- Jameson K.P., « Is it Possible to De-Dollarize? The Case of Ecuador », *International Journal of Political Economy*, vol. 33, n° 1, 2003, p.42-60.
- Lavoie M., « Lessons from Asset-Based Financial Systems with Zero-reserve Requirements », Fontana, G. & Realfonzo, R. (dir.), *Monetary Theory of Production: Tradition and Perspectives*, Londres, Palgrave Macmillan, 2005, p. 257-268.
- Le Héron, E. « La préférence pour la liquidité des banques : une analyse postkeynésienne du comportement bancaire » *Cahiers lillois d'économie et de sociologie* 38, septembre 2001.
- Monvoisin, V., Gnos, C. & Ponsot, J.F. « Regional Currencies and Regional Monetary Zones in Latin America: What Prospects? ». *Journal of Post Keynesian Economics*, 32.2: pp. 173-185, 2010.

- Monvoisin, V. & Rochon, L.-P. , « Post-Keynesian Theories of Endogenous Money, the New Consensus and Keynes », dans *Post Keynesian Principles for Economic Policy*, Cheltenham: Edward Elgar, 2006.
- Naranjo M., *Del patrón oro a la dolarización en el Ecuador*, CPPUCE, Quito, 2004.
- Paez P., « Financial Liberalization, Crisis and National Currency Destruction in Ecuador », Van der Haegen P. et Viñals J. (dir.), *Regional Integration in Europe and Latin America: Monetary and Financial Aspects*, Aldershot, Ashgate Publishing, 2003, p.447-500.
- Paez P. & Ponsot J.-F., “L’ échec du régime d’accumulation financiarisé et la dollarisation en Equateur”, document de travail, 2012.
- Ponsot J.-F., *Le Currency Board ou la négation de la banque centrale : une perspective historique du régime de caisse d’émission*, Thèse de doctorat, Université de Bourgogne, 2002.
- Ponsot J.-F., « The Obsession of Credibility: A Historical Perspective on Full Dollarization and Currency Boards », *International Journal of Political Economy*, vol. 33, n° 1, 2003, p.83-99.
- Ponsot J.-F., “Dollarisation et banque centrale en Equateur”, in *Institutions et développement*, Presses Universitaires de Rennes, 2007