

Dépendance à l'égard du dollar

Luis A.V. Catão et Marco E. Terrones

Après la crise mondiale, le processus de dédollarisation a pris fin dans la plupart des pays émergents, mais pas au Pérou



Le palais du gouvernement sur la place d'Armes, à Lima.

LA DOLLARISATION, c'est-à-dire le remplacement partiel ou complet de la monnaie nationale d'un pays par une autre monnaie, s'est largement développée en Amérique latine durant les années 70, lorsque les poussées d'inflation, voire l'hyperinflation, ont privé les monnaies nationales de leurs fonctions traditionnelles de moyen d'échange stable et de réserve de valeur. Dans ces pays, les ménages et les entreprises ont commencé à utiliser des monnaies étrangères — généralement le dollar — à des fins d'épargne, d'achat et de vente d'actifs importants, comme les biens immobiliers.

Le phénomène s'est par la suite étendu bien au-delà de l'Amérique latine jusqu'à devenir une caractéristique répandue des secteurs financiers de nombreux pays émergents. Au début des années 90, le système bancaire turc et celui de plusieurs pays d'Afrique, d'Asie et d'Europe de l'Est accumulaient couramment d'importants actifs et passifs libellés en dollars. Le risque de voir les seconds atteindre un niveau nettement supérieur aux premiers des suites d'une dévaluation ou dépréciation forte et soudaine du taux de change était considérable. Les régulateurs et les responsables politiques craignaient, à juste titre, que sous l'effet du renchérissement significatif du dollar du fait d'une dévaluation ou dépréciation, le déséquilibre entre les passifs et les actifs bancaires libellés en dollars ne se traduise par de lourdes pertes et une instabilité financière systémique. L'asymétrie entre actifs et passifs a été à l'origine de quelques-unes des plus graves crises financières dans les pays émergents au milieu des années 90 et au début de la première décennie 2000, notamment en Turquie en 1994, en Argentine en 1995, en Russie en 1998, et à nouveau en Argentine en 2001.

Avec l'amélioration de la situation économique de nombreux pays émergents, un recul de la dollarisation s'est amorcé dans les premières années du siècle. Les termes favorables de l'échange, l'assouplissement des taux de change, et des politiques économiques plus efficaces — dont l'adoption du ciblage de l'inflation et le renforcement de la discipline budgétaire — ont permis de maintenir l'inflation à un niveau modéré et réduit le risque d'une dévaluation brutale de la monnaie dans bon nombre de ces pays. Ces dernières années toutefois, de fortes dépréciations monétaires liées à des anticipations inflationnistes moins bien ancrées et à la hausse de l'endettement en dollars des entreprises ont diminué la probabilité que l'abandon du dollar se poursuive, ce qui semble se vérifier. Un examen général des données internationales depuis la crise financière mondiale montre que la dédollarisation a marqué le pas et s'est même inversée dans de nombreux pays émergents. Des exceptions notables sont cependant observables là même où la dollarisation financière moderne est née : l'Amérique latine, où le renoncement au dollar s'est poursuivi. Nous analysons en détail le cas péruvien et dégageons quelques leçons essentielles susceptibles d'intéresser de nombreux pays.

Tour d'horizon mondial

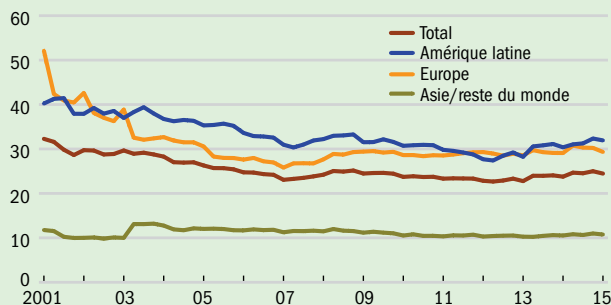
L'examen de 28 pays émergents au cours des 15 dernières années fait apparaître une dollarisation financière modérément élevée en Europe et en Amérique latine, mais relativement faible en Asie et dans le reste du monde (graphique 1). Deux tendances communes et divergentes sont observables. La première est le repli constant de la dollarisation (le rapport des dépôts bancaires en dollars ou en euros au total des dépôts) du début du siècle jusqu'à la veille de la

Graphique 1

Un processus de longue haleine

Du début du siècle à la crise financière mondiale, les systèmes financiers des pays émergents ont progressivement renoncé à utiliser des monnaies étrangères en lieu et place de la monnaie locale — un phénomène qui a pris fin, mais qui ne s'est pas totalement inversé.

(en pourcentage des dépôts nationaux libellés en monnaies étrangères)



Source : calculs des auteurs.

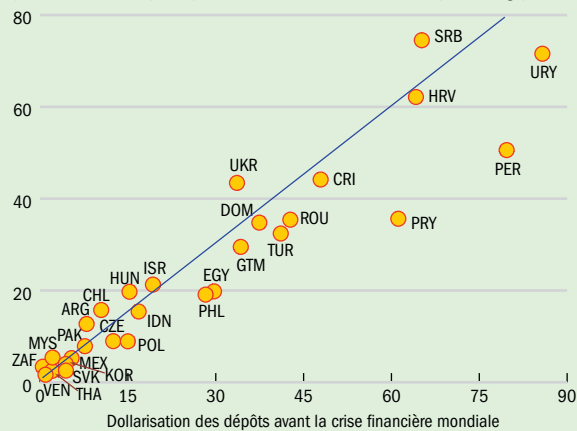
Note : Les données portent sur 28 pays émergents en Asie et dans le reste du monde, en Europe et en Amérique latine.

Graphique 2

Une tendance qui perdure

Le repli du recours aux monnaies étrangères qui a dominé les années précédant la crise dans les pays émergents demeure supérieur au renversement de tendance intervenu après celle-ci.

(dollarisation des dépôts après la crise financière mondiale, en pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Note : La dollarisation des dépôts est le pourcentage des dépôts libellés dans une monnaie étrangère dans le système financier d'un pays. La période précédant la crise est comprise entre le 1^{er} trimestre 2000 et la fin du 3^e trimestre 2006; celle suivant la crise court du 1^{er} trimestre 2010 à la fin du 4^e trimestre 2015. Les abréviations correspondent aux codes des noms de pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

crise financière mondiale en 2007; la seconde est l'accroissement de la dollarisation dans les pays émergents d'Europe et un renversement de la dédollarisation en Amérique latine à compter de 2012.

Les moyennes régionales masquent cependant des variations considérables d'un pays à l'autre. Pour en dégager quelques-unes, nous présentons au graphique 2 la situation de chaque pays avant et après la crise. Les pays où la dollarisation financière s'est accentuée figurent au-dessus de la ligne des 45 degrés, ceux où elle

a reculé, en dessous. La plupart des pays se situent en dessous de la ligne, ce qui veut dire que la dédollarisation qui est intervenue toute de suite après la crise n'a pas été entièrement annulée par les éventuelles inversions de tendance après 2012.

De surcroît, si l'ampleur ou la dispersion de la dédollarisation n'ont guère varié en Europe, en Asie et dans le reste du monde au cours des sept années précédant 2007 et de la période suivant la crise (2010–fin 2015), il n'en va pas de même en Amérique latine. La dédollarisation s'y est poursuivie après la crise, surtout parce qu'elle a été continue et substantielle au Paraguay, au Pérou et en Uruguay. Ces trois pays, très dollarisés avant le tournant du siècle, ont procédé à une dédollarisation d'envergure avant la crise. Nous nous penchons sur le cas du Pérou, où le rythme de la dédollarisation financière a été particulièrement remarquable.

Mettre terme à la dépendance du Pérou vis-à-vis du dollar

La forte dollarisation du Pérou dans les années 90 n'a été surpassée que par des pays comme l'Équateur et El Salvador, qui ont officiellement remplacé leur monnaie nationale par le dollar. Comme le montre le graphique 3, près de 85 % des dépôts bancaires et 80 % des prêts bancaires au Pérou étaient libellés en dollars à la fin des années 90. Bien que le niveau des premiers ait été systématiquement supérieur à celui des seconds, les deux formes de dollarisation ont affiché des évolutions similaires jusqu'en 2000 environ. Le processus de dédollarisation a ensuite été remarquablement rapide. En 2012, la proportion des dépôts bancaires libellés en dollars était tombée à moins de 50 %, celle des prêts en dollars en dessous de 45 %. La dollarisation des prêts a continué de reculer; elle atteignait 30 % à la fin de 2015, les dépôts en dollars ayant en revanche légèrement augmenté.

La question centrale pour les gouvernants désireux de diminuer la dépendance à l'égard du dollar consiste à définir les moyens de procéder. Dans le cas du Pérou, qui peut servir de guide, nous avons recensé quatre facteurs principaux du processus de dédollarisation : l'adoption du ciblage de l'inflation, l'application de réglementations qui relèvent les coûts liés à la gestion des dépôts en

dollars et à l'octroi de crédits en dollars, une appréciation persistante du taux de change réel et une situation extérieure favorable, comme les cours mondiaux élevés des produits de base et la faible aversion mondiale au risque (Catão et Terrones, 2016).

Le Pérou a instauré le *ciblage de l'inflation* au début de 2002 dans le but de maîtriser l'inflation intérieure à l'heure où une grande part des agrégats monétaires nationaux étaient libellés en dollars. La méthode retenue consistait à cibler l'inflation en établissant un taux d'intérêt directeur à court terme pour la monnaie nationale (le sol), et à utiliser en parallèle des instruments non conventionnels pour maîtriser le crédit global (en grande partie libellé en dollars) et atténuer la volatilité du taux de change — ce qui peut avoir un effet particulièrement déstabilisateur dans une économie fortement dollarisée comme celle du Pérou. Les politiques fiscale et budgétaire (dépenses) étaient compatibles avec la mise en œuvre de ces mesures. Le ciblage de l'inflation a fortement contribué au recul de la dollarisation des prêts au Pérou, car elle a permis d'instaurer une inflation modérée et stable (3 % en moyenne entre 2002 et 2015, contre 55 % entre 1991 et 2001). En présence de prêts assortis de taux d'intérêt variables, le remboursement de l'emprunt en monnaie nationale est plus prévisible que dans une monnaie étrangère, car le ciblage de l'inflation vise l'inflation intérieure, et non celle en dollars. De même, dans la mesure où le ciblage de l'inflation tolère une plus grande volatilité du taux de change par rapport aux variations de l'inflation, il dissuade les entreprises dont les recettes ne sont pas principalement libellées en dollars d'emprunter en devises.

Relèvement du taux de réserves obligatoires

Le deuxième élément important de la dédollarisation est la *réglementation*. Imposer les prêts et les dépôts en dollars peut avoir un effet dissuasif sur la dollarisation financière. On peut ainsi établir une distinction entre les dépôts libellés en dollars et ceux libellés en sols, et augmenter le montant des fonds que les banques doivent placer à la banque centrale (réserves obligatoires) pour les dépôts en dollars. Comme la banque centrale applique aux réserves un taux d'intérêt généralement inférieur au taux du marché, l'obligation pour les banques de constituer des réserves revient à leur imposer une taxe équivalente à l'intérêt non perçu. S'agissant des prêts, les réglementations peuvent aussi imposer aux banques de constituer des réserves plus élevées pour couvrir les pertes liées aux prêts en dollars que pour celles liées aux prêts en monnaie locale. La hausse des provisions pour pertes augmente le coût marginal des prêts en dollars et aura normalement pour effet de diminuer l'octroi de crédits en dollars.

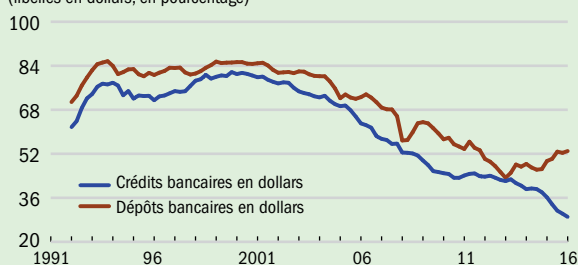
Une analyse économique de la période de 1990 à 2014 montre que le relèvement du coefficient de réserve obligatoire sur les prêts en dollars s'est avéré particulièrement efficace pour réduire la dollarisation des dépôts et des prêts au Pérou, le taux marginal des réserves obligatoires sur les dépôts en dollars ayant joué un rôle moindre, quoique substantiel. En 2015, la banque centrale péruvienne a mené un programme musclé de dédollarisation des prêts qui ne s'est pas contenté d'augmenter à nouveau le taux marginal de réserves obligatoires sur les dépôts en dollars, mais qui a également imposé un plafond aux crédits automobiles et hypothécaires en dollars. Ce plafonnement explique la baisse continue des prêts en dollars par rapport aux dépôts en dollars depuis 2015.

Graphique 3

L'adieu au dollar

À la fin des années 90, près de 85 % des dépôts bancaires et 80 % des crédits étaient libellés en dollars au Pérou. Les prêts en dollars sont aujourd'hui inférieurs à 30 %. Les dépôts en dollars ont légèrement augmenté depuis 2012 et se situent désormais aux environs de 50 %.

(libellés en dollars, en pourcentage)



Source : calculs des auteurs.



Musée de la Banque centrale du Pérou, à Lima.

En troisième lieu, la mesure consistant à *laisser le taux de change s'apprécier* paraît utile pour réduire la dépendance à l'égard du dollar, surtout lorsque les fondamentaux économiques la justifient. Certes, le recul de la dollarisation sous l'effet d'une appréciation de la monnaie locale peut relever de la simple arithmétique : le ratio des dollars au total des dépôts tend à diminuer lorsque le taux de change de la monnaie locale s'apprécie. Il est néanmoins probable que des facteurs économiques interviennent aussi. Lorsque le taux de change réel s'apprécie, les prix des biens faisant l'objet d'échanges internationaux baissent par rapport à ceux des biens non échangeables. Comme ces derniers produisent des recettes en monnaie nationale, leurs fournisseurs préfèrent généralement emprunter dans la monnaie locale. Ce n'est cependant pas toujours le cas dans les pays émergents, où une hausse du prix relatif des biens non échangeables peut se traduire par une augmentation des crédits en dollars au secteur non échangeable — l'immobilier par exemple. Mais comme le ciblage de l'inflation stabilise l'inflation intérieure, il est moins intéressant pour les banques d'indexer ces prêts au dollar.

Nous estimons que la dédollarisation du Pérou au cours de la première décennie 2000 a été partiellement favorisée par l'appréciation à long terme du taux de change réel. L'inversion de la dédollarisation des dépôts observée depuis la fin de 2014 est en partie imputable à la dépréciation de la monnaie péruvienne et aux fortes anticipations de dépréciation en prévision de la normalisation de la politique monétaire des États-Unis.

Facteurs extérieurs

Les *facteurs extérieurs* ont été le quatrième moteur de la dédollarisation du Pérou. C'est par exemple le cas du renchérissement des matières premières, qui a favorisé un basculement vers les prêts et dépôts en monnaie locale pour diverses raisons, dont l'impulsion qu'il donne à la croissance économique. Ce coup de fouet stimule la demande de crédits du secteur non échangeable, qui cherche à développer ses activités, et favorise la confiance dans les politiques

nationales. En un mot, la confiance des entreprises et des consommateurs nationaux envers la monnaie nationale augmente.

Cela dit, d'autres facteurs extérieurs jouent contre la dédollarisation. Ainsi, les crises d'aversion au risque sur les marchés financiers mondiaux et la hausse des taux d'intérêts extérieurs vont généralement de pair avec une intensification de la dollarisation financière. Il paraît logique que ces poussées d'aversion au risque encouragent la dollarisation et entament la confiance suscitée par la hausse des prix d'exportation des produits de base. Dans la mesure où les facteurs mondiaux qui ont concouru à la dédollarisation du Pérou dans la première décennie 2000 sont également observés dans d'autres pays, ils expliquent l'évolution commune observée dans les pays émergents depuis 2000 et la décélération mondiale de la dédollarisation après la crise.

L'incidence *positive* appréciable des taux d'intérêt mondiaux sur la dollarisation, en revanche, est plus déconcertante. On pourrait en effet s'attendre à ce que le faible niveau actuel des taux d'intérêt, en diminuant le coût des emprunts en dollars, stimule l'offre intérieure de crédits en dollars. Il se peut toutefois que la faiblesse des taux d'intérêt à l'étranger motive les entreprises qui vendent et achètent des biens échangeables à emprunter plutôt à l'extérieur, diminuant ainsi la demande de crédits intérieurs en dollars et la dollarisation. En théorie, l'incidence nette d'une hausse des taux d'intérêt mondiaux sur la dollarisation des dépôts et des crédits est ambiguë. Elle est fonction du degré initial de dollarisation et des coûts marginaux liés à l'administration de comptes en dollars et en monnaie locale (Catão et Terrones, 2000). Dans un pays comme le Pérou, où la dollarisation était forte au départ, on peut s'attendre à une inversion de la tendance à mesure que les taux d'intérêt mondiaux diminuent. D'après notre analyse économique, c'est cet effet qui a dominé ces dernières années.

Le cas péruvien met en évidence l'influence de quatre facteurs sur la dédollarisation : le ciblage de l'inflation, les obligations réglementaires qui augmentent le coût des dépôts et des prêts en dollars pour les banques, l'appréciation persistante du taux de change réel, et des facteurs extérieurs favorables, comme la montée des cours des produits de base et une faible aversion au risque sur les marchés mondiaux. Si certains sont particuliers au Pérou, d'autres semblent exercer une influence plus générale (García-Escribano et Sosa, 2011; Mecagni *et al.*, 2015). Ces éléments devraient être utiles à l'élaboration de politiques visant à réduire la dépendance du secteur financier d'un pays à l'égard d'une monnaie étrangère. ■

Luis A. V. Catão est Économiste principal et Marco E. Terrones Chef de division adjoint du Département des études du FMI.

Bibliographie :

Catão, Luis A. V., and Marco E. Terrones, 2000, "Determinants of Dollarization: The Banking Side," IMF Working Paper 00/146 (Washington: International Monetary Fund).

———, 2016, "Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience," IMF Working Paper 16/97 (Washington: International Monetary Fund).

García-Escribano, Mercedes, and Sebastián Sosa, 2011, "What Is Driving Financial De-Dollarization in Latin America?" IMF Working Paper 11/10 (Washington: International Monetary Fund).

Mecagni, Mauro, and others, 2015, "Dollarization in Sub-Saharan Africa: Experience and Lessons," IMF Departmental Paper (Washington: International Monetary Fund).