

**NOTE CONCEPTUELLE DU FONDS MULTILATERAL DESTINE A REGORGER L'EPARGNE
FINANCIERE SUR RESSOURCES PETROLIERES
25 Janvier 2021**

Avant-Propos

Cette note est le fruit d'échanges interactifs entre la Commission de la CEMAC et la Fondation pour les Études et Recherches sur le Développement International (FERDI), qui a produit la version initiale, dans le cadre de la convention de partenariat entre les deux institutions. Elle s'inscrit dans la perspective de la mise en place des outils pour une mise en œuvre harmonieuse de la réforme du dispositif de surveillance multilatérale engagée depuis plusieurs années¹.

Les premières réflexions visant à introduire la contra-cyclicité dans la gestion budgétaire ont donné lieu à une réforme du critère sur la viabilité budgétaire. Pour ce faire, le nouveau critère de déficit budgétaire (solde budgétaire de référence) inclut une règle d'épargne financière sur ressources pétrolières. En période de hausse des recettes pétrolières, les Etats membres sont amenés à épargner le surplus afin de créer un coussin de protection pour faire face à leurs obligations en période basse du cycle.

Les questions qu'on se poserait sont donc : comment garder cette épargne ? Comment assurer une constitution optimale de cette épargne (en termes de niveau réel à épargner ou en matière de désépargne à effectuer) ? Comment assurer une bonne gestion de cette épargne ?

Par ailleurs, étant donné la nature idiosyncratique des chocs qui affectent les pays de la CEMAC, l'exigence d'une rémunération attrayante de l'épargne susmentionnée, et le mécanisme de constitution de cette épargne découlant d'un dispositif de surveillance multilatérale, il conviendrait de mettre en place un Fonds multilatéral destiné à regorger l'épargne financière sur ressources pétrolières. S'il existe de nombreuses orientations aux fonds souverains existants (fonds pour le développement économique, fonds pour les générations futures, etc.), la proposition porte uniquement sur la création d'un fonds multilatéral de stabilisation macroéconomique.

¹ Un premier rapport en 2015 a proposé une réforme des critères de convergence et de l'organisation institutionnelle de la surveillance multilatérale (Guérineau et al., 2015). Diverses notes ont été produites par la Ferdi afin de proposer des pistes d'amélioration sur des points précis incluant le dispositif contraignant, la mise en place des programmes triennaux de convergence et la mesure des arriérés de paiements.

La situation actuelle marquée par les conséquences économiques de la crise du Covid-19 et de la chute des prix du pétrole (Plane et Thuilliez, 2020) a accru l'acuité de la mise en œuvre du Fonds multilatéral. Si le Fonds avait été opérationnel, il aurait pu offrir aux Etats membres une marge de manœuvre, certes limitée, mais importante en situation de contraction des recettes publiques et d'augmentation des dépenses. Une analyse présentée plus bas (Annexe 4) montre que si le Fonds avait été opérationnel depuis 2018, il aurait permis à plusieurs pays fortement dépendants de recettes pétrolières d'accumuler des ressources. Le Congo aurait pu ainsi accumuler une épargne équivalente à la moitié de ses recettes totales (dons compris). Pour la Guinée Equatoriale et le Tchad, cette épargne aurait présenté entre un cinquième et un quart des recettes annuelles normales. L'effet aurait été plus modeste pour la Gabon (environ 15%) et assez limité pour le Cameroun (moins de 5%). Cette épargne accumulée comprise entre 1500 et 2000 milliards de Francs aurait été utile en ces temps difficiles.

Cette note fait suite à une plusieurs discussions avec les équipes de la CEMAC en charge de la surveillance multilatérale, d'autres institutions régionales (notamment la BEAC) et des représentants des Etats membres. Ainsi, une première réunion en janvier 2018 à Douala regroupant les équipes de la CEMAC et de la Ferdi, des représentants des Etats membres et d'institutions communautaires (BEAC, COMUSAF) et internationales (FMI, BAD, AFRISTAT, PNUD, UEMOA). Cette première réunion a permis d'identifier les grandes orientations du fonds multilatéral de stabilisation ainsi que les principales questions qui devaient être traitées. Une seconde réunion réunissant les mêmes institutions en octobre 2020 a permis de discuter d'une première proposition de la Ferdi suite aux retours des participants.

Il a été explicitement demandé à ce que la Ferdi approfondisse deux aspects, en l'occurrence l'architecture institutionnelle du Fonds et sa gestion opérationnelle. Une attention additionnelle a été portée au contexte dans lequel le Fonds multilatéral (réforme des critères de convergence, accords de coopération monétaire avec la France, hétérogénéité des Etats membres vis-à-vis de leur dépendance aux recettes pétrolières) et aux perspectives futures. Enfin, il a été demandé à la Ferdi de se limiter à l'étude d'un fonds multilatéral de stabilisation macroéconomique.

Table des matières

Avant-Propos	1
Introduction	4
Partie 1 : Contexte de mise en place du Fonds multilatéral	7
1.1/ <i>De la réforme des critères de surveillance multilatérale au Fonds multilatéral</i>	7
1.2/ <i>Fonds de stabilisation et placements en devises étrangères</i>	7
1.3/ <i>Contraintes spécifiques à l'accord de coopération monétaire avec la France et ses implications</i>	8
Partie 2 : Architecture institutionnelle	12
2.1/ <i>Structure légale</i>	12
2.2/ <i>Structure de gouvernance</i>	17
2.3/ <i>Les mécanisme de contrôle</i>	21
Partie 3 : La gestion opérationnelle	23
3.1/ <i>Définition des règles d'approvisionnement et de tirage</i>	23
3.2/ <i>Politique d'investissement</i>	27
3.3/ <i>Ressources et rendements du Fonds</i>	29
Partie 4 : Transition et perspectives d'évolution	30
4.1/ <i>Période de transition</i>	30
4.2/ <i>L'ouverture à d'autres ressources naturelles et la place de la Centrafrique</i>	31
4.3/ <i>Création d'un mécanisme de tirage exceptionnel</i>	32
4.4/ <i>La taille optimale du Fonds, viabilité et complémentarité avec d'autres fonds de long-terme</i>	32
4.5/ <i>Implications d'une possible réforme monétaire sur l'architecture et la gestion du Fonds</i>	36
Résumé des principales propositions	38
Références	40
Annexes	41
Annexe 1 – <i>La solde budgétaire de référence</i>	41
Annexe 2 – <i>Enseignements des expériences existantes</i>	47
Annexe 3 – <i>Simulations de l'évolution d'un Fonds par pays mis en œuvre depuis 2005</i>	50
Annexe 4 – <i>Le Fonds multilatéral dans le contexte actuel : une analyse contrefactuelle</i>	53

Introduction

Les travaux sur la mise en place du Fonds multilatéral destiné à regorger l'épargne financière sur ressources pétrolières (appelé par la suite plus simplement le « Fonds » ou le « Fonds multilatéral ») sont issus directement de l'entrée en vigueur du solde budgétaire de référence en janvier 2017 (Directive n°02/16-UEAC-093-CM-30 du 3 février 2016).

Le nouveau solde budgétaire de référence a été construit afin de réduire la pro-cyclicité de la politique budgétaire (objectif de court-terme) et à prendre en compte l'épuisement des ressources naturelles (objectif de long-terme). En période de hausse du prix du pétrole, les Etats membres sont incités à épargner une partie des recettes pétrolières. Inversement, en période de retournement des prix, les Etats membres disposent de marges de manœuvre accrues afin d'actionner des politiques contra-cycliques. D'autre part, il est prévu d'épargner une petite part des ressources pétrolières en vue d'un emploi intergénérationnel. L'Annexe 1 fait une présentation complète du nouveau solde budgétaire de référence.

Il est envisagé que l'épargne ainsi constituée soit placée dans le Fonds multilatéral de stabilisation macroéconomique.² Une question préalable porte sur l'intérêt de la mise en place d'un fonds communautaire en lieu et place de plusieurs fonds nationaux. Les Etats membres pourraient être incités à revendiquer une pleine propriété de leur épargne sur ressources pétrolières. Au-delà des avantages en termes d'organisation et de coûts, la mise en œuvre d'un fonds régional à l'avantage de faire vivre la solidarité communautaire qui est un des éléments constitutifs de la CEMAC (cf. Préambule du Traité instituant la CEMAC). En cas de difficulté temporaire d'un pays, les autres Etats membres pourraient accepter de soutenir leur partenaire. Un pays faisant face à des dépenses imprévues ou à des recettes réduites devrait pouvoir bénéficier de ce fonds régional pour faire face à ses obligations. Les autres Etats membres pourront soutenir ce pays, soit en raison de l'esprit de solidarité constitutif de la CEMAC, soit parce que le choc est de nature systémique (effet de diffusion sur les autres Etats), soit afin de maintenir des investissements utiles au développement régional (construction d'infrastructures) qui pourraient être menacés.

² La mise en œuvre d'un fonds de stabilisation n'est qu'un élément de gestion des finances publiques dans les pays riches en ressources naturelles (FMI, 2012). En général, il est recommandé de coupler ces fonds de stabilisation à des mesures limitant l'incitation à la surutilisation des recettes pétrolières en période de bonne conjoncture (ex : règle budgétaire globale de gestion des recettes et des dépenses publiques). La CEMAC a l'avantage de réfléchir à la mise en œuvre d'un fonds de stabilisation après avoir réformé sa règle budgétaire afin de la rendre davantage contra-cyclique.

Cette note traite en priorité deux aspects de l'organisation du Fonds, en l'occurrence l'architecture institutionnelle du Fonds et sa gestion courante. Les propositions s'inspirent des expériences (réussies ou non) d'autres pays et des principes de bonne pratique des fonds souverains rappelés à Santiago en 2008³, notamment:

- Fixation d'un objectif clair au fonds ;
- Etablissement de règles claires (dépôts et retraits ; stratégie d'investissements) ;
- Clarification et séparation des responsabilités de chaque partie prenante ;
- Transparence et mise en ligne régulière d'information ;
- Indépendance forte des autorités de contrôle.

Cependant l'organisation du Fonds est tributaire du contexte dans lequel il s'inscrit. Elle doit intégrer les contraintes spécifiques à la CEMAC, résultant de trois caractéristiques de cette Union : 1) les règles issues des accords de coopération monétaire avec la France portant sur les devises internationales ; 2) l'hétérogénéité des États dans leur dépendance aux ressources pétrolières ; 3) l'existence de fonds souverains dans plusieurs pays de la CEMAC (Gabon, Tchad, Congo, Guinée-Équatoriale).

D'un point de vue méthodologique, l'étude s'est appuyée sur une revue documentaire (rapports d'expertise, articles académiques, publications de *think tank*, publications institutionnelles, textes légaux, etc.) ainsi qu'une analyse spécifique de plusieurs fonds souverains (règlements, rapports annuels, etc.). Les fonds souverains ont différents objectifs dont les plus fréquents sont : (i) la stabilisation macroéconomique ; (ii) la constitution d'une épargne intergénérationnelle ; (iii) le financement des retraites ; (iv) la diversification de l'activité économique, et (v) le placement des réserves internationales. Les fonds de stabilisation ont pour objectif explicite de lisser l'activité économique et les dépenses budgétaires à court-terme (Sugawara, 2014 ; Mohaddes et Raissi, 2017). Les autres fonds ont des visions de longue période impliquant des stratégies d'investissements de long terme et un fonctionnement différent (Raymond, 2009). Les trois objectifs dominants des fonds souverains en Afrique (cf. Tableau 1) sont la stabilisation, la diversification économique et l'investissements pour les générations futures. Dans la mesure où le fonds proposé est un fonds de stabilisation, nous avons privilégié les fonds souverains ayant un objectif explicite de stabilisation macroéconomique. L'analyse des fonds souverains a été

³ Les principes de Santiago sont disponibles dans l'annexe du numéro spécial de la *Revue d'Economie Financière* (2009, Hors-série) ou de Al-Hassan et al. (2013). Une partie des principes de Santiago porte sur les investissements et leurs implications pour les pays d'accueil. Nous ignorons cet aspect dans notre rapport.

contrainte par la faible transparence de nombreux fonds. Ce travail documentaire a été complété par des exercices de simulation à partir des données reportées dans les Rapports de Surveillance Multilatérale.

Tableau 1 : Liste des fonds souverains en Afrique

Pays	Nom	Création	Ressources	Objectif
<i>Fonds existants</i>				
Algérie	Fonds de régulation des recettes	2000	Hydrocarbures	Stabilisation
Angola	Fundo Soberano de Angola	2012	Hydrocarbures	Diversification
Botswana	Pula Fund	1994	Minéraux	Gén. futures ^(a)
Gabon	<i>Fonds souverain de la République Gabonaise^(b)</i>	2012	<i>Hydrocarbures</i>	<i>Diversification</i>
Ghana	Ghana Heritage Fund	2011	Hydrocarbures	Gén. futures
Ghana	Ghana Stabilisation Fund	2011	Hydrocarbures	Stabilisation
Ghana	Ghana Infrastructure Investment Fund	2011	Hydrocarbures	Diversification
Guinée-Eq.	<i>Fonds de Réserves pour les Générations Futures</i>	2002	<i>Hydrocarbures</i>	<i>Gén. futures</i>
Libye	Libyan Investment Authority	2006	Hydrocarbures	Nd
Maroc	Fonds marocain pour le développement touristique	2011	Actifs d'Etat	Diversification
Mauritanie	Fonds national des Revenus des Hydrocarbures	2006	Hydrocarbures	Nd
Namibie	Mineral Development Fund of Namibia	1996	Minéraux	Nd
Nigéria	Excess crude account	2004	Hydrocarbures	Stabilisation
Nigeria	Nigeria Sovereign Investment Authority ^{(c)(d)}	2011	Hydrocarbures	Multiple
Ouganda	Petroleum Revenue Investment Reserve	2015	Hydrocarbures	Diversification
Rwanda	Agarico Development Fund	2011	Actifs d'Etat	Multiple
Sénégal	Fonds Souverain d'Investissements stratégiques	2012	Actifs d'Etat	Diversification
Tchad	<i>Mécanisme de stérilisation des revenus pétroliers</i>	2003	<i>Hydrocarbures</i>	<i>Multiple</i>
<i>Fonds dont l'existence effective est non confirmée</i>				
Tanzanie	Natural Gas Revenue Fund	nd	Hydrocarbures	Nd
Soudan	Oil revenue Stabilisation account	nd	Hydrocarbures	Stabilisation
Congo	<i>Fonds de stabilisation</i>	<i>nd</i>	<i>Hydrocarbures</i>	<i>Stabilisation</i>
Gabon	<i>Fonds de stabilisation des recettes</i>	<i>nd</i>	<i>Hydrocarbures</i>	<i>Stabilisation</i>

Sources: Sites internet, Capage (2012) ; SWF institute, Natural Resource Governance Institute, Sugarawa (2014); nd= non disponible

^(a) A servi aussi à des activités de stabilisation

^(b) Remplace le fonds pour les générations futures et est géré par le Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques

^(c) Doit remplacer progressivement l'Excess crude account ; ^(d) Un fonds régional existe pour la région de Bayelsa

Le reste du document est divisé en cinq parties. La première partie discute du contexte de mise en œuvre du Fonds multilatéral. Les deux sections suivantes portent respectivement sur l'architecture institutionnelle du Fonds et sa gestion opérationnelle. La quatrième section discute les perspectives futures et la dernière partie résume les principales propositions.

Partie 1 : Contexte de mise en place du Fonds multilatéral

1.1/ De la réforme des critères de surveillance multilatérale au Fonds multilatéral

En février 2016, la CEMAC a décidé de réformer son dispositif de surveillance multilatéral. Le nouveau dispositif est entré en vigueur en janvier 2017 (Directive n° 02/16-UEAC-094-CM-30 du 3 février 2016). La principale innovation a porté sur la réforme du critère de solde budgétaire. Le nouveau critère de solde budgétaire inclut une règle d'épargne financière sur ressources pétrolières afin (i) d'anticiper l'épuisement du pétrole à moyen terme et (ii) de réduire le caractère pro-cyclique du critère existant. Le rapport à l'origine de la réforme avait avancé l'idée de combiner cette réforme à la mise en place d'un Fonds multilatéral qui puisse accueillir l'épargne financière sur ressources pétrolières (Guérineau et al., 2015). Ce Fonds doit permettre de collecter l'épargne en période de bonne conjoncture afin de créer un coussin protecteur utilisable en période de basse conjoncture ou pour les générations futures. Les règles d'épargne et de désépargne sont directement issues de la règle d'épargne financière prévue dans le nouveau critère de solde budgétaire (cf. Section 3 pour une discussion de ce point).

1.2/ Fonds de stabilisation et placements en devises étrangères

Une difficulté spécifique pour l'élaboration d'un fonds de stabilisation porte sur l'existence même de la CEMAC comme union monétaire et de l'accord monétaire avec la France qui assure à la BEAC un approvisionnement illimité en devises. Cela implique des règles sur le placement des devises étrangères. Or un fonds de stabilisation, afin de jouer pleinement un rôle contra-cyclique, doit placer ses actifs en devises internationales et ceci pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, les recettes mises en réserve ne doivent pas être réinjectées dans l'économie locale ni de manière directe (investissements publics) ni indirectement (placement sur le marché financier local/régional). Ces ressources doivent être « sorties » de la zone afin d'être placées en devises étrangères. Dans le cas contraire, l'effet contra-cyclique permis par l'épargne est inhibé par une réinjection de ces ressources dans l'économie locale stimulant la demande interne (avec un risque de surchauffe).

En outre, l'épargne en devises permet en période haute du cycle (prix du pétrole élevé) de réduire les problèmes de maladie hollandaise (appréciation du taux de change).

Enfin, la littérature sur les fonds souverains (Al-Hassan et al., 2014) souligne l'importance de placer les ressources dans des actifs qui ne soient pas liées à la source du risque (donc à l'activité économique locale et au prix du pétrole). Dans le cas contraire, il serait très difficile de liquider ces actifs dans de bonnes

conditions afin de bénéficier de marges de manœuvre accrue pour mettre en place une politique de relance.

Il est dès lors recommandé aux fonds de stabilisation sur ressources naturelles d'investir dans des actifs liquides en devises internationales de réserve.

1.3/ Contraintes spécifiques à l'accord de coopération monétaire avec la France et ses implications

La nécessité d'investir en devises internationales oblige à prendre en compte les spécificités de la CEMAC. En raison des règles en vigueur dans l'accord monétaire, il existe des contraintes portant sur les actifs en devises étrangères (Guillaumont et Guillaumont Jeanneney, 2017 ; De Zamaroczy et al., 2018). Afin de comprendre les contraintes qui s'imposent au Fonds multilatéral, il est important de s'arrêter sur ce point technique.

Les règles régissant la politique de change de la BEAC découlent de plusieurs textes. D'une part, la Convention régissant l'Union Monétaire de l'Afrique Centrale des 22 et 23 novembre 1972 dans ses articles 26 à 28⁴, à laquelle fait référence le Traité de la CEMAC révisé en janvier 2009 dans son article 10. D'autre part, la Convention de Compte d'opérations de la BEAC de 2014 dans ses articles 3 et 4⁵ et enfin

⁴ Art. 26 : « La BEAC centralise les avoirs extérieurs des Etats membres dans un fonds commun de réserves de change. Les réserves de change font l'objet d'un dépôt auprès du Trésor Français, dans un compte courant dénommé "Compte d'Opérations", dont les conditions d'approvisionnement et de fonctionnement sont précisées dans une convention spéciale signée entre le Président du Conseil d'Administration de la BEAC et le Représentant de l'État français, après avis conforme du Comité Ministériel. Toutefois, dans le cadre de la Convention de Coopération monétaire conclue avec la France et en fonction de l'évolution économique et des courants commerciaux des Etats membres, une partie de ces réserves peut être détenue hors du compte d'opérations, conformément aux Statuts de la BEAC. »

Art. 27 : « Les États membres s'obligent à prendre toutes dispositions nécessaires d'ordre national ou international en vue d'assurer une position créditrice du fonds commun de réserves de change, selon des modalités précisées dans les statuts de la B.E.A.C. »

Art. 28 : « La B.E.A.C. tient informé le Comité Ministériel de la situation de chaque État membre dans ses écritures et de la position de celui-ci au fonds commun de réserves* de change. Elle assure la centralisation des risques bancaires dans les États membres, participe à la confection des balances des paiements et élabore les statistiques monétaires. A cette fin, la B.E.A.C. peut requérir, soit directement, soit par l'intermédiaire des banques, des établissements financiers, de l'administration des postes et des notaires, toutes informations sur les transactions extérieures des Administrations publiques', des personnes physiques ou morales, publiques ou privées ayant leur résidence ou leur siège dans l'Union Monétaire, ainsi que des personnes ayant leur résidence ou leur siège à l'étranger pour leurs transactions relatives à leur séjour ou activité dans l'Union Monétaire »

⁵ Article 3 : La quotité des avoirs extérieurs à déposer obligatoirement sur le Comptes d'opérations est fixé à 50% des avoirs extérieurs de la Banque centrale, à l'exclusion de la contrepartie des avoirs extérieurs des dépôts à plus d'un an des États auprès de la BEAC et de la position tranche de réserves au Fonds Monétaire International des États membres de l'UMAC et des droits de tirages spéciaux.

le règlement 02/18/CEMAC/UMAC/CM portant réglementation des opérations de change dans ses articles 36 à 38 qui prévoient le versement de tous les produits en devises aux Banques qui les reversent à la Banque centrale.

Il résulte de ces différents textes :

- Le principe général de rapatriement et rétrocession de l'ensemble des actifs en devises étrangères détenus par toutes les entités résidentes de la CEMAC (y compris les États) et la mise en commun de l'ensemble de ces réserves à la BEAC.
- L'obligation pour la BEAC de maintenir au moins un certain pourcentage (fixé en accord avec la France et à l'heure actuelle de 50%) de ses réserves internationales sur le Compte d'opérations logé au Trésor français à l'exclusion de la contrepartie des avoirs extérieurs des dépôts à plus d'un an des États auprès de la BEAC et de la position tranche de réserves au Fonds Monétaire International des États membres de l'UMAC et des droits de tirages spéciaux et de s'assurer que les réserves internationales représentent au moins 20% de ses exigibilités à vue.
- En cas d'épuisement des réserves, il existe une clause dite de « ratissage » selon laquelle la Banque centrale peut demander cession à son profit de toutes les disponibilités en devises d'organismes publics et privés ressortissants des États membres et doit placer au Compte d'opérations la contrepartie en devises des dépôts des États à un an ou plus. D'autre part, il est prévu par les statuts de la BEAC un durcissement de la politique monétaire particulièrement sévère⁶.

Article 4 : En cas d'épuisement des disponibilités du compte d'opérations, la Banque centrale utilisera les disponibilités extérieures placées le cas échéant à l'extérieur de la zone, demandera cession à son profit contre francs CFA des disponibilités en euros ou autre devises détenues par tout organisme public ou privé ressortissant des États membres, puis le cas échéant la contrepartie dans ses avoirs extérieurs des dépôts des États auprès de la BEAC dont le terme est supérieur ou égal à un an.

⁶ Articles 11-2 des statuts de la BEAC (révisés en juin 2017) : « *Au cas où la position d'un Etat est débitrice au Compte d'Opérations, le Gouverneur saisit le Comité Ministériel de l'Union Monétaire ainsi que l'Etat concerné aux fins d'arrêter des mesures de redressement rapide. Cette procédure n'est pas suspensive de l'application concomitante au profit de la Banque Centrale d'un taux débiteur fixé par le Conseil d'Administration.*

Lorsque le rapport entre le montant moyen des avoirs extérieurs de la Banque Centrale et le montant moyen de ses engagements à moins d'un an est demeuré, au cours de trois mois consécutifs, égal ou inférieur à 20%, les dispositions ci-après entrent en vigueur de plein droit.

Les montants de refinancement maximum sont réduits :

- *De 20% dans les Etats membres dont la situation fait apparaître une position débitrice en Compte d'Opérations ;*

La contrepartie de ces dispositions est que le Trésor français s'engage à assurer une convertibilité illimitée des francs CFA en euros au bénéfice de la BEAC.

Une simplification pourrait apparaître si la CEMAC obtenait un traitement analogue à l'UEMOA impliquant la disparition de l'obligation de dépôts des réserves sur le Compte d'opérations. Cet assouplissement des règles n'étant pas acquis, nous considérons la situation actuelle tandis que la section 4.4 discute des implications que pourraient induire une réforme des accords monétaires sur le fonctionnement du Fonds.

L'accord monétaire avec la France ainsi que l'investissement en devises internationales dans le cadre d'un fonds de stabilisation obligent à considérer la séquence suivante :

1. Les Etats déposent leur épargne financière sur ressources pétrolières à la BEAC (compte séparé pour chaque Etat et compte séparé des autres dépôts pour chacun des Etats) ;
2. La BEAC place ces dépôts en devises internationales, selon le terme de ces dépôts, en distinguant ce placement de la gestion habituelle des devises étrangères par la BEAC. Ces placements se font en accord avec la gouvernance du Fonds d'épargne.
3. Si les dépôts à la BEAC et les placements correspondants ont une durée supérieure à un an, la Banque centrale les maintient librement en dehors du Compte d'opérations. Toutefois comme la majeure partie des dépôts et des placements correspondants devra être inférieure à cette durée (afin qu'ils soient liquides et utilisés à court terme de manière contra cyclique), ils pourront être contraints par la règle des 50%. De plus, quel que soit leur terme, les devises devront être déposées au Trésor français si le Compte d'opérations devient débiteur.
4. Si pour respecter la règle des 50%, certains actifs à court terme du Fonds étaient « contraints » d'être logés sur le Compte d'opérations, ceci serait à l'heure actuelle sans inconvénient pour le rendement du Fonds puisque le Compte d'opérations rapporte un intérêt positif qui est supérieur aux taux fournis par la plupart des placements en devises internationales (comme les bons du Trésor dont les taux sont négatifs). En revanche si le Compte d'opérations était débiteur, il

- De 10% dans les Etats membres dont la situation fait apparaître une position créditrice en Compte d'Opérations d'un montant inférieur à 15% de la circulation fiduciaire rapportée à cette même situation.

Le Conseil d'Administration est immédiatement convoqué pour délibérer sur les mesures de redressement appropriées à mettre en œuvre dans les Etats en position débitrice. Le Conseil d'Administration peut éventuellement apporter certaines atténuations ou certaines dérogations aux dispositions visées ci-dessus, mais tant que le rapport entre le montant moyen des avoirs extérieurs de la Banque Centrale à l'exception des placements non révocables à plus d'un an, et le montant moyen de ses engagements à moins d'un an est demeuré, au cours de trois mois consécutifs, égal ou inférieur à 20% ces décisions ne peuvent être prises qu'à la majorité des cinq sixièmes. »

appartiendrait à la Banque centrale d'assurer aux États un rendement du Fonds équivalent à ce qu'il serait avec un placement en dehors du compte d'opérations.

Quel que soit le cas de figure la Banque centrale doit avoir un droit de regard important sur la gestion du Fonds, qui se reflète dans l'architecture institutionnelle.

Partie 2 : Architecture institutionnelle

La proposition sur l'architecture institutionnelle du Fonds multilatéral s'appuie sur une analyse des expériences d'autres fonds souverains ainsi que sur les recommandations de bonnes pratiques identifiées dans la littérature (Truman, 2009 ; Al-Hassan et al., 2013 ; Natural Resource Governance Institute, 2019 ; SWFI, 2020). La nouveauté du Fonds tient à son caractère multilatéral et à l'existence d'un accord de coopération monétaire entre la CEMAC et la France. En outre, il existe des dispositifs actuels par la BEAC de dépôts publics dont un est explicitement dédié à la stabilisation des recettes budgétaires. Ces particularités impliquent une adaptation des architectures existantes des fonds souverains.

2.1/ Structure légale

2.1.1/ Indépendance juridique

La structure légale est centrale afin de promouvoir une bonne gouvernance du fonds. Il existe une grande diversité dans l'organisation institutionnelle des fonds souverains nationaux. Il est possible de distinguer deux modèles principaux.

- Les Fonds peuvent être des entités légales indépendantes avec un statut juridique propre (privé ou public). Cette structure est celle retenue par l'Australie, le Koweït, la Nouvelle-Zélande ou encore les Emirats Arabes Unis.
- Une solution alternative est de construire le fonds comme un portefeuille d'actifs sans existence juridique propre. Dans ce modèle, le propriétaire légal du portefeuille d'actifs constituant le fonds souverain (généralement le Ministère des Finances) donne un mandat d'investissement à un gestionnaire d'actifs. Le gestionnaire d'actifs peut être la Banque Centrale (comme au Chili, au Botswana ou en Norvège), une entité *ad-hoc* créée par l'Etat (comme à Singapour) ou un fonds de gestion externe privé.

Dans les deux cas, les fonds souverains ont une indépendance stratégique et opérationnelle qui peut être variable en fonction de l'implication de l'Etat dans les structures de gouvernance. Le choix d'une structure légale particulière est expliqué pour des raisons comme le coût de mise en œuvre (mise en commun des ressources humaines et techniques avec la Banque Centrale par exemple).

Afin de jouer son rôle contra-cyclique, les avoirs devront être en priorité placés sur des actifs en devises étrangères (cf. Section 1). A ce titre, le Fonds devra se conformer aux dispositions institutionnelles de la CEMAC quant aux réserves internationales (Guillaumont et Guillaumont Jeanneney, 2017). La BEAC a un

rôle central à jouer dans l'organisation du Fonds. Le Fonds devra être logé à la BEAC indépendamment de sa structure légale.

Quel que soit la structure légale retenue, il conviendra de trouver une balance entre liberté de contractualisation du Fonds (à l'extérieur) et supervision de la BEAC. Le Fonds devra disposer d'une certaine liberté pour pouvoir contracter des engagements et des passifs à l'extérieur. Ce point ne pose guère de difficulté si le Fonds est une entité juridique indépendante. Si le Fonds est une structure sans existence juridique propre (portefeuille d'actifs logé à la BEAC), alors il devra avoir une autorisation pour investir à l'extérieur sans devoir recourir en permanence à son autorité de tutelle.

Dans le même temps, le rôle de la BEAC sera important pour superviser la structure en raison des engagements ou des passifs à l'extérieur impactant le niveau des réserves. Cette supervision devra notamment être prévue institutionnellement si le Fonds est une structure juridique propre. Il sera indispensable d'organiser une remontée d'information régulière sur les positions du Fonds à l'étranger en raison des implications en termes de réserves.

Le Fonds devra cependant être doté d'une indépendance stratégique et opérationnelle qui sera assurée. Il est important que les dépôts des Etats ainsi que les placements en devises internationales du Fonds soient distingués des autres dépôts des Etats membres et des autres placements en devises effectués par la BEAC. L'indépendance stratégique et opérationnelle implique également des moyens financiers et techniques propres.

Pour conclure, le choix de la structure juridique est finalement moins important que l'institutionnalisation d'une indépendance stratégique et opérationnelle (liberté de contractualiser, moyens propres) et que l'organisation de la supervision de la BEAC, qui est en charge de la gestion des réserves internationales de la CEMAC, à travers des remontées d'informations régulières.

2.1.2/ Articulation du Fonds avec les dispositifs actuels des dépôts publics par la BEAC

La création du Fonds multilatéral pourrait entrer en contradiction avec la possibilité offerte par la BEAC aux pays de la CEMAC de constituer un stock de dépôts publics dans le cadre du Mécanisme de Stabilisation des Recettes Budgétaires. En effet la BEAC offre deux produits de placement des dépôts publics (en plus des dépôts spéciaux). Le premier produit est un Fonds de réserve pour les Générations

Futures (FGF). Le second produit est plus directement lié à l'objet du Fonds puisqu'il s'agit de dépôts au titre du Mécanisme de Stabilisation des Recettes Budgétaires (MSRB).

Une question importante est de savoir si le Fonds ne vient pas s'ajouter à ce produit de dépôts au titre du MSRB. Plutôt qu'un outil additionnel, le Fonds pourrait être l'occasion de repenser l'offre existante de la BEAC au titre de la stabilisation des recettes budgétaires. En effet, à ce jour, seuls trois pays ont eu recours à la possibilité de dépôts au titre du MSRB de la BEAC : Congo, Gabon et Guinée Equatoriale. En outre, les sommes déposées sont extrêmement faibles⁷.

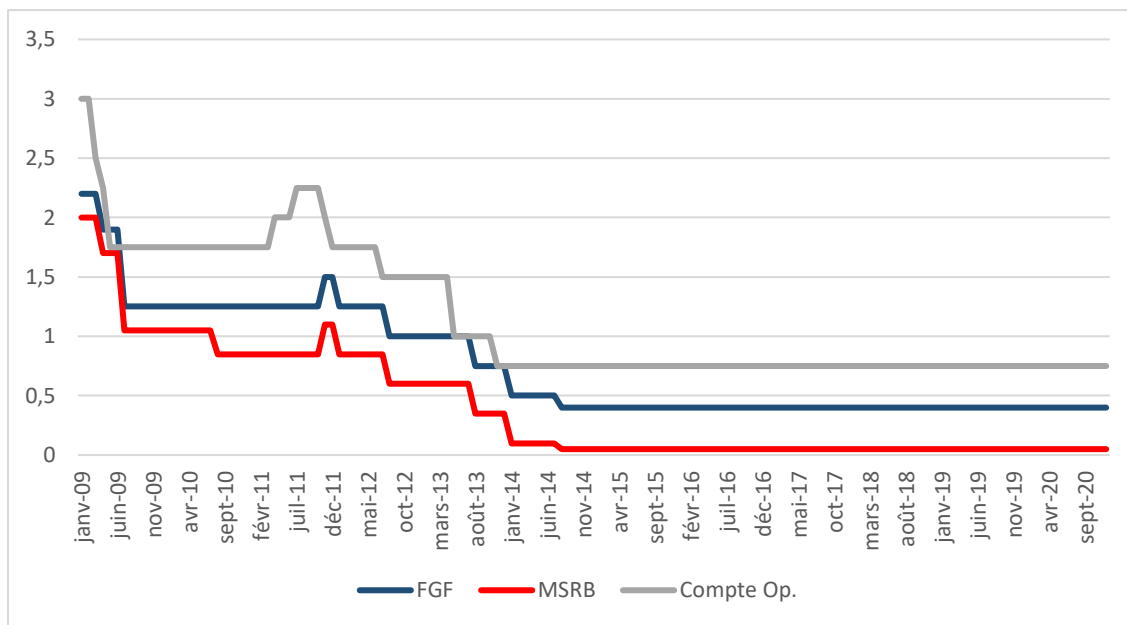
Cette faible utilisation des facilités de dépôts offertes par la BEAC s'explique par une rémunération très peu attractive (De Zamaroczy et al., 2018). La rémunération des dépôts du Fonds de réserve pour les Générations Futures et pour le Mécanisme de Stabilisation des Recettes Budgétaires est établie à partir de la rémunération offerte sur le Compte d'opérations⁸ à laquelle est appliquée une décote. Ces décotes sont à ce jour de 30 points de base pour FGF et de 70 points de base pour les dépôts au titre du MSRB⁹. Les taux ont donc suivi la baisse de la rémunération des dépôts sur le Compte d'opérations, comme l'illustre la Figure 1. Autrement dit, les dépôts sur le Fonds pour les Générations Futures sont rémunérés à 0,40 % et la rémunération de dépôts au titre du MSRB est de 0,05%. Suite à la réforme de 2014 du Compte d'opérations et sans changement des décotes appliquées, la rémunération du FGF sera comprise entre 0,4 et 0,7 % et celle au titre du MSRB entre 0,05 et 0,3%. Ces niveaux de rémunérations sont trop faibles pour pouvoir réellement inciter les pays à placer leurs dépôts dans ces instruments financiers. En effet, la rémunération réelle de ces actifs est négative en raison de taux d'inflation supérieurs à ces taux. Le principe de la rémunération des dépôts publics (décote appliquée au taux créditeur du Compte d'opérations) ne permettra pas d'obtenir des rémunérations intéressantes dans le futur.

⁷ Les dernières données disponibles (cf. Bulletin mensuel du marché monétaire, BEAC, août 2020) indiquaient que les dépôts au titre du MSRB étaient de 30 milliards de francs CFA pour la Guinée Equatoriale, 2,6 milliards pour le Congo et 0,1 milliard pour la Gabon. Ces valeurs sont extrêmement faibles eu égard à la valeur des recettes budgétaires de ces trois pays pour 2019, respectivement 1300 milliards, 1900 milliards et 1800 milliards. Les dépôts au titre du Fonds pour les Générations Futures sont à peine plus importants et concernent uniquement ces trois pays.

⁸ Selon l'article 6 de la Convention de Compte d'opérations de la BEAC le taux créditeur était initialement égal au taux de la facilité de prêt marginal de la Banque centrale européenne, mais cette convention a été modifiée en 2014 instituant un mécanisme de taux plancher : le taux de rémunération est désormais de 0,75% dès lors que le taux de la facilité marginale lui est inférieur et à 1% si le taux de la facilité marginale est compris entre 0,75% et 1%. Au-delà, la rémunération du Compte d'opérations est rémunérée au taux de la facilité de prêt marginal de la BCE.

⁹ Voir décision du Gouverneur n°47/GR/2009 du 23 novembre 2009 portant sur les principes de base de la grille de rémunération des dépôts publics par la BEAC. Le niveau des décotes n'est pas spécifié mais la comparaison entre le taux créditeur du Compte d'opérations et les taux appliqués aux dépôts publics (cf. Figure 1) montre que les décotes sont relativement stables dans le temps.

Figure 1 : Rémunération des dépôts sur le Compte d'opérations et les dépôts publics (FGF et MSRB)



A côté de la faible attractivité de la rémunération des dépôts publics au titre du Mécanisme de Stabilisation des Recettes Budgétaires, la construction de ce produit pose question sur sa finalité¹⁰. Les dépôts placés au titre du MSRB ont une maturité de 6 mois. Un pays souhaitant retirer ses dépôts avant six mois voit la rémunération sur ces dépôts réduite de 30%. Ce mécanisme induit deux limites quant à son objectif final de stabilisation des recettes budgétaires. D'une part, les dépôts sont au libre choix des pays sans aucune contrainte en période haute du cycle (et une faible incitation financière). Dit autrement, les pays sont peu incités à créer un stock de dépôts lorsque les prix des matières premières sont élevés. D'autre part, la décote appliquée en cas de retrait anticipé est difficile à entendre pour un pays dont les recettes budgétaires chuteraient et qui aurait besoin de décaisser rapidement des sommes additionnelles.

Un mécanisme de stabilisation des recettes budgétaires devrait (i) fortement inciter (voire contraindre) les pays à créer un stock d'épargne en période haute du cycle ; (ii) faciliter le décaissement en période basse du cycle (sans coût). Le Fonds proposé est un moyen de repenser ce produit financier afin de le rendre pleinement efficace dans son objectif de stabilisation des recettes budgétaires. Il permettrait aux Etats membres d'avoir un instrument financier réellement rémunérateur en rompant la relation

¹⁰ Il convient de noter que le FGF est aussi questionnable sur sa construction. Un produit de ce type devrait avoir un horizon de long-terme (plusieurs décennies) alors que ce produit a une maturité de « seulement » 5 ans. Une nouvelle fois, la faiblesse de la rémunération est faiblement incitative pour les Etats.

mécanique entre le taux créditeur du Compte d'opérations et le taux appliqué. En outre, il offrirait une contrainte additionnelle aux Etats en établissant des règles claires quant à l'approvisionnement et au tirage. L'existence de règles claires est centrale pour assurer la pérennité et l'efficacité de l'instrument de stabilisation des recettes budgétaires. De nombreux fonds de stabilisation souffrent d'un manque explicite de règles (notamment de retrait comme illustré à l'Annexe 2). Bien sûr, la gestion de ce nouvel instrument ne pourrait pas être exclusivement du ressort de la BEAC (cf. section sur la gouvernance).

2.1.3/ Degré de mutualisation

Contrairement aux fonds souverains nationaux, le Fonds multilatéral est le fruit d'une coopération entre plusieurs Etats¹¹. Chaque Etat est donc amené à approvisionner le Fonds et a en contrepartie un droit de tirage sur les ressources du Fonds en cas de difficulté. Le Fonds est construit à partir de l'épargne tirée sur les ressources pétrolières. Il se pose la question de l'hétérogénéité des pays vis-à-vis de leur dépendance aux recettes pétrolières. En 2019, les recettes pétrolières ont représenté en pourcentage des recettes totales, 75% en Guinée Equatoriale, 58% au Congo, 40% au Tchad, 34% au Gabon, 13% au Cameroun et 0% en République Centrafricaine.

Deux solutions sont possibles quant à l'organisation du Fonds : (i) un fonds de réserve communautaire unique (mise en commun totale); (ii) une juxtaposition des fonds nationaux. La mise en place d'un Fonds unique implique que les pays les plus dépendants des ressources pétrolières risquent d'épargner pour les autres. Bien évidemment, ce choix peut être modéré par les règles d'épargne et de désépargne retenues (tirage plus ou moins lié aux dépôts). A l'opposé, la mise en place de fonds de stabilisation nationaux réduit les possibilités de désépargne en cas de choc idiosyncratique important. Il ne permet pas de faire jouer la solidarité communautaire et la prise en charge précoce de chocs pouvant s'avérer systémique.

Une approche intermédiaire est de considérer le Fonds comme un portefeuille d'actifs mutualisés. Selon cette solution, chaque pays a un compte ouvert à la BEAC. Les dépôts sont utilisés pour les placements mais chaque pays est propriétaire *in fine* de ses dépôts. Cette approche permet à chacun des Etats membres de garder un droit de tirage lié à son apport dans le Fonds.

La mutualisation a plusieurs avantages par rapport à la coexistence de fonds nationaux.

¹¹ En raison de l'absence de recettes pétrolières, la Centrafrique n'est pas initialement partie prenante du Fonds. Nous discutons ce point plus en détails dans la dernière section.

Premièrement, la mutualisation permet de réduire les frais de gestion grâce aux économies d'échelle en raison des coûts fixes importants. La centralisation du Fonds réduit en outre fortement le coût de fonctionnement grâce à l'utilisation des infrastructures physiques et humaines à disposition.

Ensuite, la mise en place d'un Fonds régional est une contrainte externe aux Etats plus incitative que pourrait l'être un fonds national (sur lequel les dépôts seraient plus irréguliers et pas toujours effectués en période de haute conjoncture). L'existence de règles et de sanctions claires ainsi que la pression des pairs seront des incitatifs forts pour inciter les Etats à approvisionner le Fonds.

Enfin, si la possibilité d'un tirage exceptionnel est retenue (voir dernière section de l'étude), cela permet à un État désirant tirer sur le Fonds de pouvoir aller au-delà de ses dépôts initiaux en cas de choc idiosyncratique grave. Cette possibilité de retrait exceptionnel est motivée par trois raisons principales : (i) le principe de solidarité (cf. Préambule du Traité constitutif de la CEMAC) vis-à-vis d'un Etat membre affecté par un choc externe ; (ii) la prise en charge précoce d'un choc potentiellement systémique (pouvant affecter les autres Etats membres) ; (iii) le maintien de dépenses publiques utiles au développement régional (infrastructures, dépenses sécuritaires, etc.).

2.2/ Structure de gouvernance

La gouvernance des fonds souverains est loin d'être homogène à travers le monde. L'organisation institutionnelle est plus ou moins complexe. La spécificité et le nombre d'organes dépendent en partie de la complexité du fonds et des activités des différents organes (Al-Hassan et al., 2013). Une délégation trop importante peut induire des coûts élevés et faire perdre la vision d'ensemble, chaque organe se concentrant uniquement sur un problème spécifique. Au contraire, une délégation trop faible risque de submerger les organes supérieurs de problèmes opérationnels les détournant des problèmes stratégiques de plus haut niveau. Le modèle le plus commun subdivise les organes directeurs en 3 niveaux (gouvernement-propriétaire, dirigeants, gestionnaires du fonds)¹².

- Le gouvernement (ou son représentant le Ministre des Finances) est le propriétaire du fonds. Il agit au nom de la population et est garant de l'intérêt général. Son rôle consiste à établir les règles d'organisation et les orientations stratégiques du fonds.

¹² Ces organes peuvent eux-mêmes être subdivisés en sous-organes avec la mise en place de comités spécialisés sur des points précis.

- Les dirigeants sont réunis au sein d'un comité exécutif (ou comité directeur). Ses membres sont le plus souvent nommés par le gouvernement. Ce comité établit les règles et réglementations internes, dans le cadre du mandat et des contraintes juridiques définis par le propriétaire.
- Les gestionnaires du fonds gèrent son activité journalière en fonction des lignes directrices établies par le comité directeur. L'organisation des gestionnaires peut être publique ou privée.

Il est généralement reconnu que les rôles et responsabilités de chaque organe doivent être clarifiés (Truman, 2009 ; Al-Hassan et al., 2013). Cette séparation claire est un moyen d'éviter toute interférence qui puisse mettre en péril le fonctionnement du fonds¹³. En particulier, les dirigeants doivent être indépendants et pouvoir mener librement leurs actions (dans les limites définies par le gouvernement). Les dédoublements de responsabilité ou les incertitudes sont sources de confusion. La délégation doit servir à ce que chaque organe se concentre sur son (ses) activité(s) principale(s).

En outre, il est conseillé, à côté de ces organes directeurs, de mettre en place des organes de supervision. Les organes de supervision peuvent être internes (auditeurs internes, service dédié à l'observation du respect des règles « compliance unit ») ou externes (auditeurs externes, Cour des Comptes). Ces organes de supervision sont idéalement complétés par des exercices de transparence (ex : rapports annuels réguliers).

A partir des rappels énoncés plus haut, nous proposons de suivre le modèle à trois niveaux (propriétaire, dirigeants et gestionnaires) en l'adaptant néanmoins au cadre du Fonds multilatéral. En effet, la propriété du Fonds est nationale mais dont les règles de fonctionnement sont communautaires. En particulier, le Fonds est amené à jouer sur le niveau des réserves internationales (en raison de sa nature contra-cyclique, cf. Section 1) et doit donc respecter les règles de la Zone franc. La BEAC a donc un droit de regard important sur sa gestion à côté des Etats membres. En outre, les Etats ont une capacité réduite de retrait. L'instance suprême doit donc refléter cette situation. En outre, il convient de noter que les fonds souverains ont des implications sur les autres politiques économiques qu'ils s'agissent de la politique budgétaire, monétaire et de change. Les instances en charge de ses politiques doivent donc être incluses dans le processus surtout si les effets attendus sont importants.

2.2.1/ Le Comité de Surveillance

¹³ De nombreux échecs de fonds souverains sont dus à une interférence du gouvernement ayant empêché la direction du fonds de mener à bien ses activités en fonction de son mandat initial.

Le Conseil de Surveillance est le propriétaire du Fonds au nom de la Communauté et de ses citoyens. Il réunit des représentants des Etats membres, de la CEMAC, de la BEAC et d'autres institutions régionales (BDEAC notamment). Il pourrait être constitué de 11 membres comme suit :

- Ministres des Finances des Etats membres (6) ;
- Président de la Commission de la CEMAC (1) ;
- Commissaire de la CEMAC en charge des Politiques Economique, Monétaire et Financière (1) ;
- Gouverneur de la BEAC (1) ;
- Directeur Général des Etudes, Finances et Relations Internationales à la BEAC (1) ;
- Président de la BDEAC (1).

Il est présidé de manière tournante par un Etat membre (pour une durée d'un an).

Le Comité de Surveillance est chargé de:

- définir les principes directeurs et règles de fonctionnement du Fonds ;
- Proposer les modalités de changements éventuels des principes et règles de fonctionnement ;
- traiter toutes les exceptions au fonctionnement habituel du Fonds (en particulier, le droit de tirage exceptionnel) ;
- définir les orientations stratégiques du Fonds (notamment en termes d'investissements en définissant les classes d'actifs) ;
- approuver les comptes annuels et le rapport annuel ;
- nommer les membres du comité directeur ;
- nommer le Directeur du Fonds sur proposition du comité directeur ;
- contrôler l'activité du comité directeur ;
- nommer les auditeurs internes et externes et évaluer leurs rapports ainsi que de prendre les décisions en cas de manquements avérés ;

Il se réunit une fois par an mais peut aussi avoir recours à des sessions extraordinaires pour trancher des points précis, en l'occurrence la demande d'un retrait exceptionnel. Il est présidé de manière tournante par un Etat membre (pour une durée d'un an). Le Directeur du Fonds rapporte les affaires inscrites à l'ordre du jour du Comité de Surveillance.

2.2.2/ Le Comité Directeur

Le Comité Directeur est l'instance en charge de la gestion opérationnelle du Fonds. Ses membres représentant les Etats sont nommés par le Comité de Surveillance en fonction de leurs compétences. Afin

d'assurer une parfaite indépendance, les membres issus des Etats membres devront avoir un mandat unique sans révocation possible (sauf fautes graves qui devront être précisées dans les statuts du Fonds et constatées par la Cour de Justice ou la Cour des Comptes de la CEMAC). Le Comité Directeur serait composé au minimum:

- Un représentant par Etat membre (6) ;
- Directeur de la Surveillance Multilatérale (1) ;
- Directeur des Marchés de Capitaux à la BEAC (1).

Il sera possible d'ajouter d'autres membres représentant les autres institutions régionales ou en raison de leur compétence et leur indépendance (société civile, universitaire).

Les activités du Comité Directeur portent sur la gestion courante du Fonds incluant :

- la précision par classes d'actifs des supports possibles d'investissements ;
- le suivi des activités du Fonds à partir des informations transmises par les gestionnaires du Fonds ;
- l'assurance de la pérennité du Fonds ce qui implique la mise en place d'alerte et l'émission d'un avis si un Etat membre souhaite faire un tirage exceptionnel et/ou précoce (voir plus bas) ;
- la validation du rapport annuel transmis par le Fonds ;
- la proposition de nomination du Directeur du Fonds au Comité de Surveillance ;
- le recrutement sous l'égide de la BEAC suivant une procédure par appel à candidatures des autres personnels du Fonds ne provenant pas de la BEAC ;

Le Comité Directeur est amené à se réunir tous les mois afin de prendre connaissance des informations transmises par le Fonds et prendre la décision d'en référer ou non au Conseil de Surveillance. Il est présidé par le représentant de l'Etat membre assurant la présidence du Comité de Surveillance. Le Directeur du Fonds rapporte les affaires inscrites à l'ordre du jour du Comité Directeur.

2.2.3/ Le Fonds (gestionnaire)

Le Fonds multilatéral est logé au sein de la BEAC. Il est composé d'un personnel dédié étant des experts détachés de la BEAC. Il peut aussi inclure des membres externes recrutés pour le fonctionnement du fonds en raison de leurs compétences techniques (ex : gestion de portefeuille). Ce personnel dédié est embauché sous l'égide de la BEAC pour une mission donnée.

Le Fonds est dirigé par le Directeur du Fonds directement responsable vis-à-vis du Comité Directeur. La nomination du Directeur est décidée par le Comité de Surveillance sous proposition du Comité Directeur.

Le Directeur est nommé pour cinq ans, renouvelable une fois. Les candidatures sont ouvertes à l'ensemble des citoyens des Etats membres ayant les compétences requises.

Les membres du Fonds ont plusieurs rôles.

Tout d'abord, ils doivent assurer la gestion journalière du fonds. Ils sont chargés de recevoir les dépôts des Etats membres et de gérer les tirages suivant les orientations données par le Comité Directeur.

Ensuite, ils sont chargés de l'investissement des actifs du fonds. Ils doivent valoriser au mieux les actifs disponibles tout en respectant les directives d'investissements (supports par classes d'actifs) ainsi que les autres réglementations en vigueur (notamment pour les devises internationales). Le fait que les membres soient rattachés à la BEAC devrait servir ce rôle en permettant une actualisation des placements du Fonds en relation avec la gestion des devises internationales hors Fonds par la BEAC (voir Section 1).

Enfin, ils sont garants du suivi journalier du Fonds. A cet égard, ils doivent remonter des informations fréquentes (mensuelles) au Comité Directeur quant à l'évolution des actifs et passifs du Fonds. Les gestionnaires doivent également produire une analyse de risque actualisée du portefeuille d'actifs lors de ces reports. Ils sont en charge de la rédaction du rapport annuel ainsi que des notes mensuelles et trimestrielles sur les activités du fonds, sa situation financière et son activité d'investissement.

2.3/ Les mécanisme de contrôle

2.3.1/ Les instances de contrôle

Un auditeur interne vérifie le respect des procédures pour les opérations du fonds. Il est nommé par le Conseil de Surveillance et lui remet son rapport, de même qu'au Comité Directeur. Il audite les comptes annuels et vérifie la conformité des activités du Fonds avec les meilleures pratiques internationales comme les principes de Santiago. Il doit signaler tout manquement au Comité Directeur. Les cas les plus graves et/ou impliquant un ou des membres du Comité Directeur doivent être reportés directement au Comité de Surveillance. Le contrôle interne peut être complété par un audit externe à la discrétion du Comité de Surveillance.

2.3.2/ L'obligation de transparence

Il est communément accepté qu'un exercice de transparence est central pour améliorer l'efficacité des fonds et leur redevabilité. La transparence se reflète non seulement dans la clarification de l'organisation institutionnelle du fonds mais aussi dans la diffusion des informations, notamment les rapports annuels (Truman, 2009).

Ces rapports annuels doivent être diffusés largement afin que chaque citoyen (propriétaire ultime) puisse en avoir un accès aisé. Ils doivent en outre inclure des informations riches portant sur le portefeuille d'actifs (évolution, rendement, distribution des actifs par classes, etc.) et l'évolution des dépôts. Les informations sur les comptes synthétiques doivent également être inclus. Les rapports annuels doivent souligner les principaux événements ayant affecté le Fonds afin de pouvoir faciliter la lecture de ces évolutions. Ces rapports doivent être lisibles par le plus grand nombre (éviter d'être trop technique) et facilement accessibles (mise en ligne sur internet dans un délai raisonnable). S'il convient de noter que les fonds souverains sont parfois réticents à produire des données pour des raisons stratégiques (investissements sensibles), cela ne devrait pas être le cas pour un fonds de stabilisation. Un exemple de rapport utile est fourni par le Chili qui met en ligne tous ses rapports et produit une information riche.

Les audits devraient également être accessibles (Natural Resource Governance Institute, 2020). Bien évidemment, cela peut poser problème en raison des situations critiques qu'ils peuvent soulever. Dans tous les cas, les Autorités nationales et communautaires qui en font la demande devraient pouvoir accéder à ces audits.

Partie 3 : La gestion opérationnelle

La gestion opérationnelle du Fonds s'intéresse à trois questions centrales : (i) l'organisation des règles d'approvisionnement et de tirage du Fonds ; (ii) la stratégie d'investissement du Fonds ; et, (iii) le rendement et les ressources de fonctionnement du Fonds. Nous analysons ces trois points.

3.1/ Définition des règles d'approvisionnement et de tirage

3.1.1/ Présentation des règles

La nouvelle règle budgétaire (Solde Budgétaire de Référence) (cf. Annexe A1) indique que le montant optimal des recettes pétrolières à verser au budget de l'Etat au cours d'une année et garantissant la viabilité budgétaire à moyen terme devrait être telle que rapporté au PIB de l'année courante, il égalise les 80% de la moyenne des recettes pétrolières rapportées au PIB des trois dernières années.

Si les recettes pétrolières constatées excèdent ce montant théorique, le reste des ressources pétrolières devra être conservé sous forme d'épargne financière. Dans le cas contraire, le pays a un droit de tirage sur le Fonds multilatéral pouvant atteindre au maximum le seuil théorique.

Encadré 1 : Exemple de mise en œuvre de la règle

Supposons un pays dont les recettes pétrolières ont représenté 40% du PIB au cours des trois dernières années. Ce pays pourra donc utiliser pour sa gestion courante un montant de recettes pétrolières égale à 32% du PIB (80% de 40%). Si ce pays prévoit un PIB de 15000 milliards de FCFA, il pourra donc utiliser au cours de sa gestion courante 4800 milliards de FCFA (soit 32% de 15000) de ses recettes pétrolières.

Deux situations sont possibles :

a) Le pays a des recettes pétrolières de 5400, qui excèdent 4800. Ce pays doit donc approvisionner le Fonds à hauteur de la différence (+600) entre les recettes pétrolières observées (5400) et le montant théorique (4800).

b) Si le pays fait face à une chute des recettes pétrolières de manière à ce qu'elles soient inférieures (4200) au seuil théorique (4800), alors le pays peut tirer sur le Fonds jusqu'au seuil théorique (mais pas au-delà) soit 600.

Concrètement, la mise en réserve se fera en deux temps (cf. Encadré 1 pour un exemple).

- i) Calcul du montant des recettes pétrolières utilisables pour le pays au cours de l'année courante. Cette estimation est établie à partir : (i) des ratios de RP/PIB des trois années antérieures et (ii) de l'estimation de l'évolution du PIB courant ;

- ii) Comparaison des recettes pétrolières observées au seuil théorique issu de i).
 - a. Si les recettes observées excèdent le montant théorique, le pays approvisionne le Fonds
 - b. Si les recettes observées sont inférieures au seuil théorique alors le pays a un droit de tirage sur le fonds pouvant atteindre au maximum le seuil théorique.

3.1.2/ Mise en œuvre pratique des règles

3.1.2.1/ Temporalité des dépôts et retraits

Dans la pratique, il est assez facile de mettre en œuvre les règles de tirages et d'approvisionnement.

L'approche la plus simple est annuelle. Les ressources pétrolières sont automatiquement mises sur le compte du Fonds à la BEAC dès que le pays dépasse le plafond théorique prévu. Une approche alternative est d'avoir un horizon trimestriel. A chaque fin de trimestre, le pays a son plafond théorique¹⁴ et ses entrées de recettes pétrolières observées au cours du trimestre. Le pays approvisionne le Fonds ou désépargne en fonction de la balance entre montant observé de recettes pétrolière et recette théorique.

Si l'approche annuelle est simple à mettre en œuvre, elle peut s'avérer peu pertinente en cas de choc négatif important ayant lieu en début d'année. Il faudrait attendre la fin de l'année pour pouvoir toucher à l'épargne ce qui peut induire des retards importants avec comme conséquence une contraction de la dépense publique ou le recours à l'endettement. Réduire l'horizon temporel permet de résoudre ce problème. En outre, le lissage des entrées et sorties tout au long de l'année peut faciliter le travail des gestionnaires du fonds en évitant les afflux/reflux trop importants à gérer sur quelques jours.

Le choix dans la temporalité de la mise en œuvre est également conditionnel à la disponibilité des données. La mise en œuvre trimestrielle implique un accès à des estimations fiables sur cette base ce qui n'est pas toujours assuré. Le Fonds pourra être approvisionné dans un premier temps de façon trimestrielle ou semestrielle en fonction des prévisions de recettes pétrolières et du niveau de PIB. Un réajustement annuel sera opéré lors de la connaissance définitive des données budgétaires et macroéconomiques.

¹⁴ Un quart du plafond annuel sauf s'il existe des ajustements saisonniers qu'il faudrait considérer.

Encadré 2 : Mise en œuvre annuelle ou trimestrielle

Reprenons l'exemple de l'Encadré 1 et supposons que le pays soit dans une situation d'excédent (situation a). Ce pays peut utiliser jusqu'à 4800 milliards de FCFA. En l'absence de variation saisonnière, le pays reçoit chaque mois 450 milliards de recettes pétrolières (5400/12).

La règle annuelle implique que le pays continue à utiliser ses recettes pétrolières jusqu'à l'atteinte du seuil. Si ce seuil est atteint le 20 novembre alors le pays va consommer ses recettes pétrolières jusqu'au 20 novembre et épargner l'ensemble des recettes pétrolières à partir de cette date.

La règle trimestrielle implique que pour chaque trimestre, le pays a droit de consommer un quart du seuil théorique soit 1200 milliards (4800/4). Il reçoit chaque trimestre 1350 milliards de recettes pétrolières. Il met donc en réserve chaque trimestre 150 milliards.

3.1.3.2/ Mécanisme de sanctions en cas de non-dépôt

L'approvisionnement du Fonds par un Etat membre se fait par débit automatique sur le compte courant de cet Etat membre logé à la BEAC. Afin de faciliter l'opérationnalisation, le Directeur de la Surveillance Multilatérale soumet suivant la périodicité choisie (trimestrielle, semestrielle ou annuelle) au Comité Directeur en fonction des prévisions macroéconomiques et budgétaires les propositions de dépôts ou de tirages par chaque Etat membre sur le Fonds multilatéral.

En cas de débit automatique, il n'est théoriquement pas utile de prévoir un mécanisme de sanctions. Cependant, l'expérience récente a montré que les Etats pouvaient être réticents à rétrocéder la totalité de leurs actifs en devises étrangères (De Zamaroczy et al., 2018). Il est possible que les Etats soient aussi peu incités à déposer leur épargne financière sur ressources pétrolières auprès du Fonds. La meilleure manière de favoriser une épargne sur le Fonds est d'assurer un rendement à ces dépôts qui puisse être attractif.

Néanmoins, il n'est pas inutile de prévoir des mécanismes de sanctions afin de renforcer le processus. L'expérience de la surveillance multilatérale a souligné la faible effectivité des sanctions financières directes telles que les amendes (Ferdj, 2019). Il est plus pertinent de recourir à une approche indirecte. Dans la mesure, où le Fonds est susceptible de générer des rendements, un pays ayant insuffisamment approvisionné le Fonds pourrait voir sa rémunération réduite voire annulée. Le mécanisme de sanctions devrait être graduel en fonction (i) du niveau d'épargne non déposée (totalité ou seulement une partie) ; (ii) de la situation exceptionnelle ou chronique. La gradation pourrait porter sur le montant de la rémunération retenue (de 0 à 100% en fonction de la gravité) et sur la séquence (séquestre de la rémunération, versement réduit, annulation totale du versement).

3.1.3/ Comparaison de la règle proposée avec d'autres règles existantes

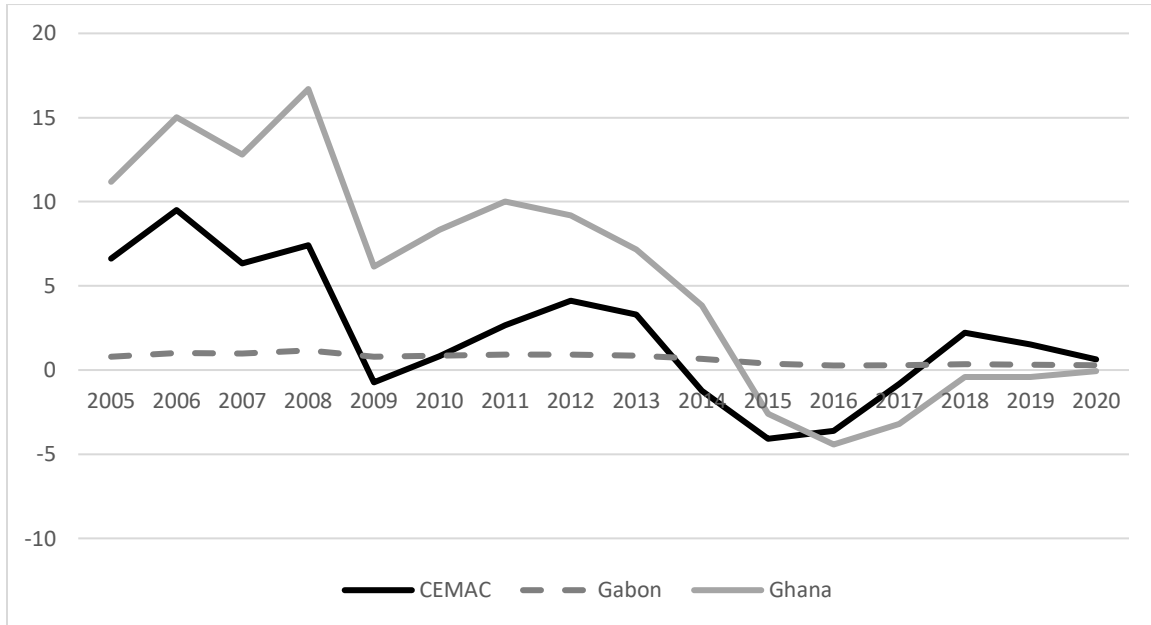
Après avoir exposé les règles proposées pour le Fonds, il est instructif de comparer celles-ci aux règles existantes afin de juger de leur pertinence. L'Annexe 2 présente les règles de dépôts et de retraits de sept fonds souverains de stabilisation (4 en Afrique : Botswana, Gabon, Ghana et Nigéria et 3 en dehors du continent : Chili, Iran, Russie). Il ressort que si des règles de dépôts existent, elles ne sont pas toujours très claires et parfois très complexes (cf. Botswana). En outre, peu de pays ont des règles de retrait explicites. Le retrait se fait le plus souvent sur demande du gouvernement ce qui peut induire des retraits excessifs.

La règle proposée dans cette note a l'avantage de la simplicité et la complétude. Il s'agit d'une règle simple à mettre en œuvre et transparente. Elle est unique pour l'approvisionnement du fonds et le tirage ce qui facilite sa compréhension. Il est aisé pour un pays de prévoir s'il doit être contributeur net ou non en fonction de ses prévisions budgétaires et macroéconomiques. En outre, en restreignant le tirage jusqu'au montant du seuil théorique, cette règle permet d'éviter qu'un pays faisant face à une chute permanente de ses recettes pétrolières soit incité à désépargner plutôt que d'ajuster son budget. Enfin, si l'approche trimestrielle est retenue, la règle est opérationnelle à court-terme autorisant un pays faisant face à un choc de réagir rapidement et de juguler celui-ci rapidement.

Certains pays pourraient s'inquiéter de la forte contrainte d'épargne alors que ces pays ont des besoins importants de financement. Il convient de noter au préalable sur ce point que les pays peuvent utiliser pour leurs dépenses courantes, 80% de la moyenne des recettes pétrolières des trois années antérieures. Si le solde budgétaire de référence oblige les pays à épargner plus en phase de hausse du cycle, cette règle n'est que temporaire si la hausse est permanente, comme l'illustre la Figure A3 dans l'Annexe 1. La courbe bleue qui présente l'épargne financière augmente dans un premier temps mais s'ajuste à la nature permanente du choc de prix du pétrole. Autrement dit, la règle budgétaire proposée permet surtout de lisser les chocs temporaires sans modifier l'équilibre pour les chocs permanents.

En outre, nous comparons notre proposition avec deux autres règles en vigueur afin de juger de la rigidité de la règle d'épargne. D'une part, nous considérons le Gabon (un Etat membre de la CEMAC) qui prévoit de mettre en réserve 5% du total des recettes pétrolières. D'autre part, nous scrutons la règle retenue par le Ghana qui est proche dans sa philosophie de la règle proposée dans cette note (cf. Annexe 2 pour le détail de la règle). La Figure 2 reporte les flux (en % du PIB) de la mise en œuvre de chacune des règles pour les 5 pays concernés (Cameroun, Congo, Gabon, Guinée Equatoriale et Tchad).

Figure 2: Différence de flux (en % du PIB) entre la règle proposée et les règles alternatives



Il ressort de cette comparaison plusieurs constats intéressants. D'une part, la règle proposée est intermédiaire en période « normale ». Elle est certes moins stricte que la règle ghanéenne mais plus contraignante que celle du Gabon. D'autre part, les règles basées sur un niveau de recettes pétrolières de référence (CEMAC et Ghana) sont contra-cycliques. Ces règles permettent aux Etats de tirer sur le Fonds lors des retournements de cycle. Au contraire, si la règle gabonaise est moins stricte en période de bonne conjoncture, elle devient plus contraignante en période de basse conjoncture (en obligeant les pays à épargner). La règle gabonaise va à l'encontre de l'objectif de stabilisation du Fonds. Les Etats ne sont pas incités à épargner plus en phase haute du cycle ni à dépenser en phase basse du cycle.

3.2/ Politique d'investissement

La littérature sur les fonds souverains insiste souvent sur les règles d'investissements et la gestion du risque (Al-Hassan et al., 2014). Cette question est très importante pour les fonds ayant un horizon de long-terme (fonds pour les générations futures, fonds de retraite, fonds de développement et diversification économique).

Dans le cas des fonds de stabilisation, le choix d'investissement est plus restreint. La règle centrale est d'avoir des actifs orientés vers des placements liquides pouvant être récupérés rapidement. Cette aversion pour le risque se traduit par le choix d'un portefeuille d'investissement très liquide, à court-

terme, à faible risque de crédit et à faible volatilité, qui garantit la disponibilité en temps voulu des ressources pour financer les déficits et diminue la probabilité d'être affectée par des pertes importantes de valeurs du fonds. La classe d'actifs repose donc sur des investissements obligataires en devises de réserve (dollar, euro, franc suisse, yuan). Une part du portefeuille pourrait être destinée à des actifs plus risqués à revenu variable (ex : actions) afin d'améliorer le rendement du Fonds. Il paraît raisonnable de limiter l'investissement dans des actifs risqués à 10% du portefeuille pour éviter tout risque important de perte en capital¹⁵. Le choix des actifs (décomposition par types d'actifs et devises) est du ressort du Comité de Surveillance. En effet, la balance à trouver entre actifs sûrs et actifs plus risqués est d'ordre stratégique. Cependant, dans un environnement de taux nuls voire négatifs, une politique d'investissement plus agressive sera requise pour assurer un rendement minimal au Fonds. Ce choix d'actifs devra refléter une orientation quant à la balance rendement-risque choisie. La règle la plus simple sera de construire un portefeuille à rendement donné pour un risque minimal.

L'objectif du Fonds étant contra-cyclique, son utilisation pour l'investissement dans la zone est peu recommandée, qu'il s'agisse d'une prise de participation dans des entreprises locales (investissement direct) ou par un placement sur le marché régional (investissement indirect). En période de cycle haut, de tels investissements annihilent la mise en réserve des recettes pétrolières en stimulant l'activité locale (activité pro-cyclique). En période de crise, ces actifs pourraient être dépréciés au moment où ils devraient être liquidés.

Si la majorité des actifs sont orientés vers des actifs peu risqués (obligations d'Etat en devises internationales), il convient néanmoins de surveiller l'évolution du risque de change. La composition du panier de devises doit être contra-cyclique et convertible. Il convient notamment de considérer les effets des variations du prix du pétrole sur le dollar (Amano et van Norden, 1998). Il faut également s'assurer de la convertibilité possible des actifs et de leur valorisation en temps présent. Si cette convertibilité est assurée pour les actifs en euros, elle peut poser problème pour les actifs dans d'autres devises. L'évolution du portefeuille (risque et rendement) est suivie par les gestionnaires du Fonds.

Comme cela est explicité dans la Section 1, le Fonds est dans l'obligation de respecter les règles de la Zone franc portant sur les réserves internationales (placement de 50% des réserves sur le Compte d'opérations). Afin d'éviter toute discordance de maturité entre passifs et actifs (« maturity mismatch »), la maturité des dépôts du Fonds d'épargne à la BEAC et celle de leur contrepartie en devises devront être

¹⁵ Par exemple, dans le cas du Chili, les actifs à revenu fixe représentent plus de 90% du portefeuille.

alignées. Rappelons ainsi (section 1.3) que pour la part des dépôts du Fonds à la BEAC à plus d'un an, le placement en devises est libre de toute contrainte (sauf dans l'éventualité d'un épuisement du Compte d'opérations). Pour la part (majoritaire) des dépôts à un an ou moins, le Fonds d'épargne pourrait être tenu de rapatrier les placements dans le Compte d'opérations si les devises détenues par ailleurs par la Banque centrale sont insuffisantes pour respecter la règle des 50% ou si le Compte d'opérations devient débiteur. Cette solution a l'avantage de permettre une gestion libre du Fonds lorsque le Compte d'opérations est suffisamment approvisionné. D'autres mécanismes plus complexes pourraient néanmoins être élaborés pour respecter l'obligation de dépôts auprès du Compte d'opérations.¹⁶

3.3/ Ressources et rendements du Fonds

A l'image d'un placement classique, les rendements seront retournés aux Etats proportionnellement à leurs contributions au Fonds. Même si le Fonds n'a pas un objectif de rentabilité, il convient d'assurer un rendement minimal, au moins supérieur au taux d'inflation. En effet, la réticence des Etats à déposer leurs réserves auprès de la BEAC ainsi que la faible utilisation des facilités mises en place par la BEAC s'explique en partie par la faible rémunération de ses dépôts induisant une valeur réelle négative (cf. section 2.1.2). Une rémunération attractive sera un point important pour faciliter l'adoption du mécanisme. En outre, il est normal que ces rendements soient retournés aux Etats qui pourront en faire un usage discrétionnaire.

Afin de faire face aux dépenses supplémentaires induites par le fonctionnement du Fonds, une partie des revenus tirés des placements du Fonds pourra être directement conservée par celui-ci afin s'assurer sa pérennité financière. La règle de répartition devra être trouvée afin d'assurer un financement stable et suffisant du Fonds, tout en évitant une ponction trop forte par les gestionnaires du Fonds. La part des frais de gestion dans le total des revenus générés par le Fonds devra rester raisonnable (inférieur à 5%). Le choix (et la modification) de la règle de répartition devra être fixé par le Comité de Surveillance après avis du Comité Directeur.

¹⁶ Trois approches existent pour favoriser cette obligation. Une approche consolidée implique de considérer le total des actifs de la BEAC et de s'assurer du respect de la règle des 50%. Cette approche peut être assez lourde à gérer quotidiennement et limiterait la liberté d'action des gestionnaires du Fonds. Une seconde méthode consiste à obliger le Fonds à respecter la règle des 50% à son échelle. Autrement dit, ses actifs devront être placés à 50% sur le Compte d'opérations et le reste l'étant de manière non contrainte. Cette solution limite cependant la liberté du Fonds en matière d'investissements. Enfin, une dernière approche, qui est retenue ici, est de considérer que les placements du Fonds font partie des placements libres.

Partie 4 : Transition et perspectives d'évolution

4.1/ Période de transition

La nouvelle règle budgétaire (solde budgétaire de référence) a été adoptée en février 2016 et mise en œuvre à partir de janvier 2017. Nous ne savons pas comment l'épargne financière sur ressources pétrolières est utilisée par les Etats depuis 2017. Il est donc utile de réfléchir à la transition en appliquant dès maintenant la règle d'épargne, même si à court-terme, en raison des circonstances exceptionnelles, il est improbable que les pays soient amenés à approvisionner le Fonds.

Le plus simple pour faciliter la transition est de demander aux Etats de déposer auprès de la BEAC des montants équivalents à l'épargne requise selon les règles du Fonds. Ces dépôts devraient être distingués des autres dépôts dans la comptabilité de la BEAC afin de pouvoir être versés au Fonds multilatéral quand celui-ci sera opérationnel. Cette obligation aura l'avantage d'atténuer les effets pro-cycliques des booms de prix du pétrole en obligeant dès maintenant les Etats à épargner leurs surplus en période haute.

Les Etats pourraient également utiliser ces ressources pour se désendetter. En effet, en fonction des taux, un désendettement peut être un placement relativement rentable (surtout en période de taux bas). Néanmoins, il faudra que ce désendettement porte sur des engagements vis-à-vis de l'extérieur (en devises étrangères) pour deux raisons. D'une part, seul un désendettement externe maintient la nature contra-cyclique du dispositif. Si les Etats utilisent ces ressources additionnelles pour réduire leurs expositions aux investisseurs régionaux, cela revient à réinjecter les sommes épargnées dans l'économie locale inhibant son effet contra-cyclique. D'autre part, le désendettement auprès des investisseurs internationaux est plus facile à comptabiliser pour la BEAC en raison d'une demande de devises internationales. Il sera aisé dans ce cas de considérer cette demande comme étant une part de l'épargne qui aurait dû être conservée dans le Fonds.

Cette période de transition pose le problème du rendement des placements. Le désendettement peut être une approche pertinente pour les Etats les plus endettés surtout si le coût de ce dernier est important. Les ressources épargnées auprès de la BEAC dans le compte spécial devraient être rémunérées. Une façon simple de faire serait de placer les actifs sur le Compte d'opérations ce qui permet (i) de respecter les règles de l'accord monétaire, (ii) d'assurer une rémunération, certes faible, mais positive ; et, (iii) de faciliter la gestion de ces actifs et leur réattribution à moindre coût au Fonds lorsque celui-ci sera opérationnel.

4.2/ L'ouverture à d'autres ressources naturelles et la place de la Centrafrique

Le Fonds multilatéral ainsi que le nouveau critère de solde budgétaire reposent sur une règle d'épargne financière sur ressources pétrolières. Cette focalisation sur le pétrole s'explique pour deux raisons principales (Guérineau et al., 2015) :

- i) Accès aisé aux données sur les ressources pétrolières dans les TOFE ;
- ii) Forte pro-cyclicité des recettes pétrolières.

Cette concentration sur le pétrole exclut mécaniquement la République Centrafricaine dépourvue de pétrole. La philosophie du rapport portant sur le nouveau critère de convergence était d'étendre celui-ci aux autres matières premières lorsque les données seront disponibles (Guérineau et al., 2015). Cette extension pourrait inclure *de facto* la Centrafrique qui est exportatrice de plusieurs matières premières hors pétrole.

Néanmoins l'extension aux autres matières premières est pertinente si celles-ci sont des facteurs de pro-cyclicité budgétaire. Rien n'assure que les recettes publiques en République Centrafricaine soient affectées par l'évolution des matières premières exportées¹⁷. Si une telle hypothèse de pro-cyclicité vis-à-vis des produits d'exportation était confirmée, il serait pertinent d'inclure la Centrafrique dans le dispositif. Dans le cas contraire, le non-intégration de la Centrafrique n'est guère problématique.

Dans tous les cas, il est pertinent d'étudier plus en avant les moyens de considérer d'autres matières premières pour des pays dépendants de ces ressources. Le cadre général pourrait être étendu en considérant les trois principaux produits d'exportations. Une nouvelle fois, cette extension est pertinente si :

- (i) Ces produits ont un effet pro-cyclique fort (poids important dans les variations de recettes) ;
- (ii) Les données sont disponibles.

Inclure l'ensemble des matières premières est également imaginable même si cela implique beaucoup d'efforts de collecte des données pour des effets faibles sur la cyclicité des recettes budgétaires.

¹⁷ S'il est admis que la volatilité des matières premières a des effets pro-cycliques sur le budget (Guérineau et Ehrhardt, 20112), des études pour chaque pays/matières premières sont manquantes.

4.3/ Création d'un mécanisme de tirage exceptionnel

Il paraît pertinent d'autoriser un tirage exceptionnel pour permettre à un pays faisant face à un choc idiosyncratique majeur d'aller au-delà du seuil théorique. En vertu de la solidarité communautaire, un Etat membre faisant face à des difficultés conjoncturelles fortes pourrait demander à ses partenaires une désépargne plus importante qu'autorisée par ses dépôts à condition qu'il mette en œuvre un programme d'ajustement approprié agréé par le Conseil des Ministres de l'UEAC devant lui permettre le retour à la stabilité macroéconomique et le remboursement dans les meilleurs délais du surplus d'épargne tiré. Cela pourrait être aussi un moyen d'éviter une contagion d'un choc national à un choc communautaire.

Les procédures pour permettre ce tirage exceptionnel devront être très réglementées (autorisation du Comité de Surveillance après avis du Comité Directeur). En outre, il ne doit pas s'agir d'un blanc-seing et il serait pertinent d'établir des limites temporelles et quantitatives à ce tirage exceptionnel. Par exemple, un pays ne pourrait être autorisé à utiliser cette possibilité qu'une fois pendant plusieurs années et pour un montant limité (par exemple, un pourcentage de ses dépôts). L'autorisation de ce tirage exceptionnel sans règles contraignantes strictes pourrait mettre en péril la crédibilité du Fonds à long-terme.

Le tirage exceptionnel pourrait dans un premier temps autoriser un Etat à désépargner un montant supérieur à ce qui est prévu par la règle sur son compte. Par exemple, en reprenant l'exemple de l'Encadré 1, un pays pourrait tirer plus que 600 pour faire face au choc.

Dans un second temps, le tirage exceptionnel serait une ponction sur les dépôts des autres membres du Fonds. Le mécanisme le plus pertinent est sans doute une avance remboursable. Un pays ayant utilisé l'épargne des autres Etats membres verra son épargne future être ponctionnée afin de reconstituer les dépôts des autres Etats membres (à hauteur de leur ponction).

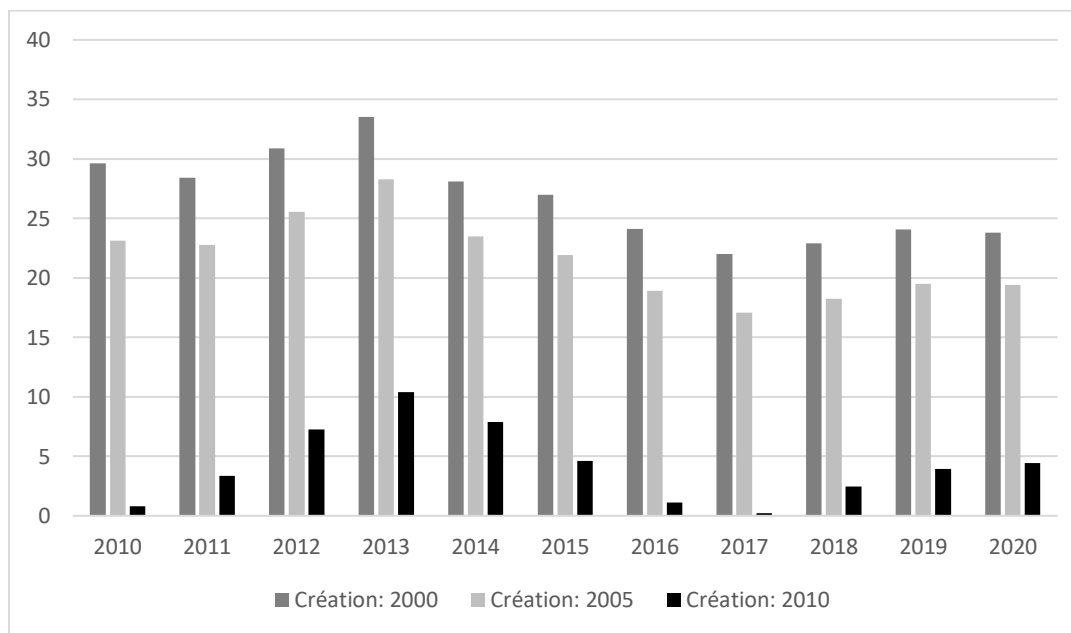
4.4/ La taille optimale du Fonds, viabilité et complémentarité avec d'autres fonds de long-terme

Pour être utilisable, le Fonds doit disposer d'une épargne insuffisante pour faire face à des chocs importants. Si le Fonds n'a pas accumulé d'épargne suffisante, son efficacité sera réduite. Afin d'évaluer la taille optimale du Fonds et sa viabilité, nous avons développé plusieurs scénarii hypothétiques. Pour ce faire, nous avons supposé que les cinq pays concernés par le Fonds avaient utilisé la règle proposée mais avec trois dates de mise en œuvre : 2000, 2005 et 2010¹⁸. L'idée est de voir dans quelle mesure, les

¹⁸ En raison de la mise en place relativement récente du nouveau solde budgétaire (janvier 2017) et des conditions actuelles exceptionnelles, nous procédons à une analyse rétrospective. Les simulations ont été effectuées à partir

ressources du Fonds auraient permis un tirage lors de la chute du prix du pétrole au cours du milieu des années 2010. L'Annexe 4 présente la situation particulière d'une mise en œuvre du Fonds en 2017 et son efficacité face à la crise actuelle.

Figure 3: Evolution du stock d'épargne du Fonds en fonction de l'année de création (en % du PIB)¹⁹



Les résultats des estimations sont présentés dans la Figure 3. Pour chaque année de départ, nous présentons le stock d'épargne (en % du PIB des 5 pays) dans le Fonds entre 2010 et 2019. Il ressort que si le Fonds avait été mis en œuvre avant 2010 (en 2000 ou 2005), l'épargne accumulée aurait certes été fortement réduite mais sans épuiser le Fonds. Les analyses pays par pays reportées dans l'Annexe 3 pour une mise en œuvre en 2005 confirment ce constat. Si le Fonds avait été mis en place en 2010 (peu de temps avant le choc à la baisse du prix du pétrole), les ressources auraient été épuisées. L'analyse régionale montre une réduction rapide des ressources du Fonds qui s'approche de zéro en 2017. Les analyses par pays (non reportées) montrent que seuls la Guinée Equatoriale et le Gabon auraient été

des données fournies dans les RSM. Pour ce faire, nous supposons, que les fonds placés ne rapportent aucun intérêt mais que leur rapatriement et conversion en monnaie locale se fait sans coût. De même, nous supposons implicitement que les Etats n'ont pas placés l'épargne financière sur recettes pétrolières.

¹⁹ En pourcentage du PIB des cinq pays contribuant au Fonds.

capables de ne pas épuiser leur épargne selon ce scénario hypothétique. Cela ne signifie pas que le Fonds n'aurait eu aucun rôle. Au contraire, il aurait joué son rôle en aidant les Etats à lisser ce choc négatif grâce à la désépargne. En revanche, si le choc avait duré ou si un second choc était intervenu rapidement après le premier, l'efficacité du Fonds aurait été fortement compromise.

Ces simulations nous aident également à nous interroger sur la taille optimale du Fonds. Les simulations soulignent qu'un objectif en fonction du PIB est peu pertinent. En moyenne, l'épargne ponctionnée aurait été de l'ordre d'environ 10% du PIB au niveau régional. Cependant, les simulations pays par pays soulignent la forte hétérogénéité en fonction des pays (cf. Annexe 3). La comparaison du Cameroun et du Congo est évocatrice. Ce dernier aurait subi une ponction beaucoup plus forte que le Cameroun, moins dépendant des recettes pétrolières.

Afin d'établir le stock optimal d'épargne pour le Fonds, une approche plus utile est sans doute de considérer ce stock en fonction de la dépendance du pays aux recettes pétrolières. Un pays fortement dépendant de ces ressources est plus sensible à l'évolution du prix et plus à même de désépargner en cas de baisse du prix du pétrole. La cible pour le niveau optimal d'épargne devrait donc être basée sur le niveau des recettes pétrolières²⁰.

A partir de nos simulations, nous proposons de considérer au minimum une année de recettes pétrolières. Selon nos simulations, il aurait fallu entre 3 et 5 ans pour accumuler l'équivalent d'un an de recettes pétrolières dans le Fonds²¹. En théorie, ce stock peut s'épuiser en deux années (si les recettes pétrolières devenaient nulles). Les simulations montrent cependant que ce stock aurait suffi à faire face au choc du milieu des années 2010 pour l'ensemble des pays, à l'exception du Tchad (une valeur égale à un an et deux mois aurait été nécessaire pour ce pays).

Une dernière question porte sur l'accumulation d'épargne au-delà d'un certain seuil. Continuer à approvisionner le Fonds au-delà d'un certain seuil peut soulever des critiques. Certains pays pourraient

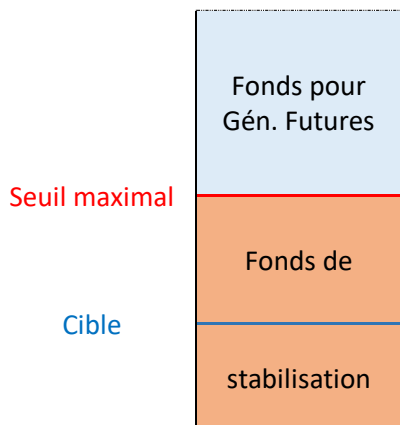
²⁰ Cette approche rejoint les discussions sur le montant minimal de réserves internationales à disposition qui est souvent rapporté au nombre de mois d'importations (De Zamaroczy et al., 2018). En effet dans la mesure où les réserves internationales sont utiles au financement des importations, il est utile de considérer cet aspect.

²¹ La durée dépend du moment au cours duquel l'accumulation s'est faite. Le seuil d'un an paraît raisonnable eu égard aux simulations effectuées.

argumenter qu'une telle accumulation perd de son intérêt si le stock d'épargne est équivalent à plusieurs années de recettes pétrolières. Un stock moindre serait tout aussi efficace pour affronter une baisse importante des recettes pétrolières. Il est possible d'imaginer qu'au-delà d'un seuil, un pays puisse décider d'utiliser autrement les ressources à épargner. Ces ressources devraient éviter d'être réinjectées dans l'activité économique réelle pour conserver leur caractère contra-cyclique²². En effet, si ces ressources sont utilisées pour des investissements locaux, elles vont stimuler l'activité économique et avoir un effet pro-cyclique.

L'utilisation de ces ressources excédentaires peut être double. D'une part, ces recettes au-delà du seuil maximal pourraient être utilisées pour se désendetter. Une nouvelle fois, cela porte sur l'endettement en devises et non pas sur l'endettement en monnaie locale (cf Section 3.1 pour une explication).

Figure 4 : Epargne, fonds de stabilisation et Fonds pour les Générations Futures



Il est également possible d'utiliser cette épargne additionnelle afin de construire une épargne de long-terme pouvant bénéficier aux générations futures. La Figure 4 illustre cette possibilité. L'épargne accumulée jusqu'au niveau de seuil maximal défini est placée auprès du Fonds de stabilisation (Fonds multilatéral). A partir du moment où l'épargne accumulée dépasse ce niveau, il est possible mais non

²² Une réinjection dans l'économie nationale/régionale pourrait prendre la forme d'un fonds de diversification économique ou d'investissements directs. Cependant, il faut rappeler que les Etats n'épargnent qu'une part limitée des recettes budgétaires. Autrement dit, le financement des investissements et ou l'approvisionnement d'un fonds de diversification économique est largement possible avec les ressources hors épargne financière tout en respectant le critère de solde budgétaire.

obligatoire, de placer cette épargne dans le Fonds pour les Générations Futures qui existe déjà à la BEAC (cf. section 2.1.2). Ce fonds a une vision de long-terme et l'épargne placée est bloquée pendant plusieurs années (5 ans à l'heure actuelle). La logique est donc celle d'un placement bloqué dont le retrait est impossible avant une date prédéfinie mais les dépôts libres. L'avantage est de transférer aux générations futures une partie de la richesse accumulée aujourd'hui. Pour les décideurs politiques, cela est aussi un moyen de valoriser les fonds épargnés grâce à des placements moins liquides mais plus rentables. Il serait néanmoins utile de repenser l'architecture du FGF existant en raison de sa maturité limitée (5 ans) et de sa trop faible rémunération (0,4 %). Les pays pourraient éventuellement être autorisés à utiliser un fonds national pour les générations futures.

Une telle solution a l'avantage de conserver l'idée d'une épargne financière et d'être facilement applicable (sans changement majeur dans l'organisation du fonds). Une fois le seuil maximal atteint, un pays peut décider de placer tout ou partie de son épargne financière sur ressources pétrolières à ce fonds de long-terme. Il donne ses instructions au Comité Directeur sur la répartition de son placement. Le gestionnaire utilise deux lignes comptables différentes pour distinguer les deux fonds (comme cela existe déjà pour les dépôts publics à la BEAC). Ces ressources peuvent être placées selon des modalités différentes puisque l'objectif des placements n'est plus la liquidité mais le transfert inter-temporel de richesse.²³ Le gestionnaire du Fonds a donc deux types de ressources et deux types de placements possibles : liquides pour le fonds de stabilisation et à vision longue pour le fonds pour les générations futures.

4.5/ Implications d'une possible réforme monétaire sur l'architecture et la gestion du Fonds

En décembre 2019, une réforme des relations de coopération monétaire entre la France et l'UEMOA a été entamée. Trois évolutions majeures ont été décidées :

- i) Changement de nom de la monnaie (ECO) ;
- ii) Retrait des représentants français des instances de gouvernance dans lesquels ils étaient présents (Conseil d'Administration et Commission Bancaire). Au Comité de politique monétaire, il n'y a plus de représentant du Gouvernement français, mais seulement une personnalité qualifiée agréée par lui ;

²³ En outre, l'obligation de dépôts sur le Compte d'opérations ne s'applique pas pour ces ressources longues, ce qui facilitera la gestion du portefeuille.

- iii) Fin de la centralisation de la moitié des réserves de change de la BCEAO sur un compte d'opérations ouvert au Trésor français.

En revanche, la réforme envisagée maintient deux piliers essentiels des accords monétaires : (i) la parité fixe entre la monnaie de l'UEMOA et l'euro et (ii) la garantie par la France de la convertibilité illimitée en euros de la monnaie émise par la BCEAO. Une réforme similaire pour la CEMAC impliquerait peu de changements pour la gestion opérationnelle du Fonds.

Une réforme des accords monétaires semblable à celle de l'UEMOA induirait une simplification en raison de la disparition de l'obligation de dépôts de 50% des réserves de change sur le Compte d'opérations. Le gestionnaire n'aurait plus de contrainte institutionnelle quant au choix des placements à vue et à plus d'un an.

Cependant, la réforme si elle devait suivre celle adoptée pour l'UEMOA impliquerait un maintien de la convertibilité illimitée en euros de la monnaie émise par la BEAC, et dès lors le suivi des réserves de change demeurerait ainsi que, dans l'hypothèse d'une mise en œuvre de la garantie, la clause de sauvegarde que constitue le ratissage des devises détenues par tout organisme public ou privé ressortissant des États membres de l'Union et donc des placements au titre du Fonds d'épargne.

En revanche, les règles portant sur l'approvisionnement et le tirage ne seront pas impactées par une réforme des accords monétaires. Le droit de regard important de la BEAC sur la gestion opérationnelle du Fonds devrait demeurer, et il ne serait pas pertinent de repenser l'architecture institutionnelle.

Résumé des principales propositions

La note se propose de définir les bases conceptuelles du Fonds multilatéral destiné à regorger l'épargne financière sur ressources pétrolières, ayant pour but ultime d'amener les Etats membres à la mise en place d'une politique budgétaire contra-cyclique.

D'un point de vue institutionnel, il est proposé de construire le Fonds comme une entité juridique légale indépendante ou un portefeuille d'actifs sans existence juridique propre. Chaque Etat reste propriétaire de ses dépôts mais le Fonds a la charge de l'investissement de ceux-ci. Le Fonds pourrait s'inscrire dans une refonte de l'instrument de dépôts au titre du Mécanisme de Stabilisation des Recettes Budgétaires par la BEAC. Le Fonds proposé est articulé autour de trois organes : Comité de Surveillance, Comité Directeur et la Direction du Fonds. Le Comité de Surveillance est l'instance suprême en charge des questions stratégiques. Le Comité Directeur est responsable du fonctionnement opérationnel du Fonds. La BEAC a un droit de regard important sur la gestion quotidienne du Fonds qui s'explique en partie par son rôle dans la gestion des réserves internationales de la CEMAC. Le Fonds est logé au sein de la BEAC. Afin d'améliorer son fonctionnement, des instances de contrôle indépendantes sont mise en place. De plus, le Fonds est contraint par une obligation de transparence grâce à la publication de rapports trimestriels et annuels.

La gestion opérationnelle du Fonds repose sur une règle claire de dépôts et de retrait de l'épargne. La règle proposée suggère que les pays peuvent consommer jusqu'à 80% d'un niveau théorique de recettes pétrolières. Ce niveau théorique est égal à la moyenne des recettes pétrolières des trois années antérieures. Au-delà de ce seuil, le restant des recettes pétrolières est mis en réserve. Si un pays fait face à une chute de recettes pétrolières, il pourra désépargner jusqu'à atteindre le seuil théorique.

Le stock d'épargne devrait atteindre au moins un an de recettes pétrolières pour être pleinement efficaces. Les dépôts devront être placés dans des actifs liquides en devises internationales. Il convient de garder à l'esprit que ces placements (à court-terme) sont contraints par les règles de l'accord monétaire avec la France qui obligent à déposer 50% des devises internationales sur le Compte d'opérations. La solution la plus simple est de considérer que les actifs du Fonds sont une partie des 50% de placement libre. Enfin, lorsque la valeur optimale du Fonds serait atteinte, les pays pourraient choisir d'allouer une partie des ressources au Fonds pour les Générations Futures (qui existe déjà à la BEAC).

Le Fonds initialement conçu pour les recettes pétrolières, et excluant *de facto* la République Centrafricaine, pourrait être étendue à d'autres recettes tirées des ressources naturelles. Cette extension

implique une amélioration de la comptabilisation des recettes budgétaires tirées de ces ressources. En outre, cette extension s'avère pertinente si ces recettes sont fortement procycliques à l'image des recettes pétrolières.

Il serait pertinent d'introduire une règle de tirage exceptionnel pour un pays faisant face à un choc idiosyncratique important en vertu du principe de solidarité et afin d'éviter la diffusion du choc aux autres Etats membres. Le tirage exceptionnel par un Etat membre est conditionné par la mise en œuvre d'un programme d'ajustement approprié agréé par le Conseil des Ministres de l'UEAC devant lui permettre le retour à la stabilité macroéconomique et le remboursement dans les meilleurs délais du surplus d'épargne tiré.

Références

- Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M., Sung, C.C., 2013. Sovereign Wealth Funds: Aspects of governance structures and investment management. *IMF Working Papers*, 13/231.
- Amado, R.A., van Norden, S., 1998. Oil prices and the rise and fall of the US real exchange rate. *Journal of International Money and Finance*, 17(2), 299-316.
- Capage, J., 2012. Africa and Sovereign Wealth Funds. *Sovereign Wealth Funds*, 87-95.
- CEMAC, 2019. Entretien pédagogique sur les critères rénovés de la surveillance multilatérale. Département des Politiques Economique, Monétaire et Financière.
- De Zamaroczy, M., Fleuriet, V., Gijon, J., 2018. Gestion des réserves internationales de la CEMAC : Une nouvelle approche à moyen terme. Fonds Monétaire International, Département Afrique, Washington DC.
- FERDI, 2019. Note pour l'élaboration d'un dispositif contraignant au plein respect des critères de convergence dans la CEMAC. Rapport technique, 17 pages, Octobre.
- FMI, 2012. Macroeconomic policy framework for resource-rich developing countries. *IMF Policy Paper*.
- Guérineau, S., Guillaumont-Jeanneney, S., Léon, F., 2015. Viabilité budgétaire et renforcement du dispositif de surveillance multilatérale au sein de la CEMAC. Rapport technique, CEMAC-Ferdi.
- Guérineau, S., Ehrhardt, H., 2011. The impact of high and volatile commodity prices on public finances: Evidence from developing countries. *CERDI Etudes et Documents*, 2011-31.
- Guillaumont, P., Guillaumont-Jeanneney, S., 2017. La zone Franc en perspective. *Revue d'Economie du Développement*, 25(2), 5-40.
- Mohaddes, K., Raissi, M., 2017. Do sovereign wealth funds dampen the negative effects of commodity price volatility? *Journal of Commodity Markets*, 8, 18-27.
- Natural Resource Governance Institute, 2019. Resource Governance Index: From legal reform to implementation in sub-Saharan Africa.
- Plane, P., Thuilliez, J., 2020. *La CEMAC face aux impacts du coronavirus Covid-19*. Rapport technique, Ferdi, Avril.
- Raymond, H., 2009. Chapitre 5 : Les fonds souverains. In *L'Economie Mondiale 2010*, La découverte, pages 76-92, Paris.
- Sugawara, N., 2014. From volatility to stability in expenditure: Stabilization funds in resource-rich countries. *IMF Working Papers*, 14/43.
- SWFI, 2020. Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI), disponible à : <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index> (dernière consultation: 31/01/2020).
- Truman, E.M., 2009. Projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains. *Revue d'Economie Financière*, Hors-Série, 467-491.
- Wills, S.E., Senbet, L.W., Simbanegavi, W., 2016. Sovereign wealth funds and natural resource management in Africa. *Journal of African Economies*, 25(S2), 3-19.

Annexes

Annexe 1 – La solde budgétaire de référence²⁴

A1.1/ Présentation du solde budgétaire de référence

La CEMAC a mis en place en janvier 2016 un nouveau dispositif de surveillance multilatérale visant à amener les Etats membres à la mise en œuvre de politiques contra-cycliques. La principale innovation a été le remplacement du solde budgétaire de base par le solde budgétaire de référence. Ce solde budgétaire de référence (SBR par la suite) cherche à faciliter la mise en œuvre d'une politique budgétaire contra-cyclique, qui prend en compte les fluctuations des recettes pétrolières. Il cherche également à gérer les risques d'épuisement des ressources pétrolières.

Le SBR est égal au solde global auquel est soustrait intègre une règle d'épargne financière sur les ressources pétrolières.

$$SBR = SBG - RPEF, \text{ avec}$$

- SBR : Solde budgétaire de référence
- SBG : Solde budgétaire global (dons compris) qui est égal à l'ensemble des recettes budgétaires (dons compris) moins l'ensemble des dépenses publiques
- RPEF : Ressources pétrolières à épargner sous forme financière

La norme choisie implique que le SBR rapporté au PIB total ne doit pas être inférieur à -1.5%.

La principale innovation tient à l'introduction d'une règle d'épargne des ressources pétrolières. Ce choix s'explique par l'importance des recettes pétrolières pour la plupart des Etats membres et la forte dépendance des budgets aux évolutions du prix du pétrole (Guérineau et al., 2015). L'épargne financière est construite afin de forcer les Etats membres à épargner lorsque les recettes pétrolières sont importantes (prix du pétrole élevé) et inversement à faciliter la mise en œuvre de politique de relance en période de basse conjoncture pétrolière.

La règle d'épargne est établie par la formule suivante :

$$\frac{RPEF}{PIB} = 0.20 \frac{RP}{PIB} + 0.80 \Delta \left(\frac{RP}{PIB} \right), \text{ avec}$$

- RPEF/PIB les ressources pétrolières à épargner sous forme financière rapportées au PIB total (pétrole compris) ;

²⁴ Cette annexe est construite à partir de Guérineau et al. (2015) et de CEMAC (2019)

- RP/PIB les recettes pétrolières rapportées au PIB total ;
- $\Delta(\overline{RP/PIB})$ la différence entre le niveau des recettes pétrolières de l'année t avec la moyenne des trois années antérieures (t-1 à t-4)²⁵.

Autrement dit, la règle d'épargne est constituée de deux éléments. Le premier élément vise à mettre sous forme d'épargne 20% des recettes pétrolières de manière inconditionnelle. Le second élément est un ajustement en fonction de l'évolution des recettes pétrolières de l'année en cours avec la moyenne observée au cours des trois années antérieures. Il induit une épargne accrue si les recettes pétrolières augmentent rapidement ($\Delta(\frac{RP}{PIB}) > 0$) et inversement permet à un Etat de réduire son épargne en période de baisse des recettes pétrolières ($\Delta(\frac{RP}{PIB}) < 0$).

Il est aisément possible de montrer que le solde budgétaire de référence est équivalent au solde budgétaire global hors pétrole sur le PIB auquel est ajouté 80% de la moyenne des recettes pétrolières des trois années antérieures (cf. preuve ci-dessous)

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBGHP}{PIB} + 0.80\left(\frac{RP}{PIB}\right), \text{ avec}$$

- $\frac{SBGHP}{PIB}$ Le solde budgétaire global hors pétrole de l'année t
- $\left(\frac{RP}{PIB}\right)$ La moyenne du ratio de recettes pétrolières sur PIB des trois années antérieures

Cette seconde formulation du solde budgétaire de référence permet de montrer qu'un Etat doit respecter un critère basé sur le solde budgétaire global hors pétrole augmenté de 80% des recettes pétrolières moyennes obtenues les années précédentes.

²⁵ Mathématiquement cela s'écrit comme suit : $\Delta(\overline{RP/PIB}) = \frac{RP_t}{PIB_t} - 1/3 \sum_{i=t-4}^{i=t-1} \frac{RP_i}{PIB_i}$

Preuve :

$$SBR = SBG - RPEF$$

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBG}{PIB} - \left(0.20 \frac{RP}{PIB} + 0.80 \Delta \left(\frac{\overline{RP}}{PIB}\right)\right)$$

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBGHP}{PIB} + \frac{RP}{PIB} - \left(0.20 \frac{RP}{PIB} + 0.80 \Delta \left(\frac{\overline{RP}}{PIB}\right)\right)$$

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBGHP}{PIB} + \left(\frac{RP}{PIB} - 0.20 \frac{RP}{PIB}\right) - 0.80 \Delta \left(\frac{\overline{RP}}{PIB}\right)$$

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBGHP}{PIB} + 0.80 \frac{RP}{PIB} - 0.80 \Delta \left(\frac{\overline{RP}}{PIB}\right)$$

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBGHP}{PIB} + 0.80 \frac{RP}{PIB} - 0.80 \left(\frac{RP}{PIB} - 1/3 \sum_{i=t-4}^{i=t-1} \frac{RP_i}{PIB_i}\right)$$

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBGHP}{PIB} + 0.80 \frac{RP}{PIB} - 0.80 \frac{RP}{PIB} + 0.8 \left(1/3 \sum_{i=t-4}^{i=t-1} \frac{RP_i}{PIB_i}\right)$$

En notant $\frac{1}{3} \sum_{i=t-4}^{i=t-1} \frac{RP_i}{PIB_i} = \frac{\overline{RP}}{PIB}$ la moyenne des recettes pétrolières des trois années antérieures et en supprimant les éléments redondants nous obtenons :

$$\frac{SBR}{PIB} = \frac{SBGHP}{PIB} + 0.8 \left(\frac{\overline{RP}}{PIB}\right)$$

A1.2/ Présentation d'un cas hypothétique

Nous présentons par la suite trois cas hypothétiques afin de bien prendre la mesure des changements induits par la règle en fonction de la nature cyclique (Figure A1), tendanciellement baissière (Figure A2) ou tendanciellement haussière (Figure A3) des recettes pétrolières. Pour ces simulations, nous considérons un pays avec un SBGHP/PIB de -20. Le niveau des recettes pétrolières s'établit entre 20% du PIB et 40% du PIB dans chacun des cas. La différence entre les cas tient à la tendance. Sur chacun des graphiques, le ratio des recettes pétrolières sur PIB est en gris, le solde budgétaire de référence en rouge (la règle est en pointillée) et la règle d'épargne (RPEF) est en bleue.

Figure A1 : Evolution cyclique du prix du pétrole

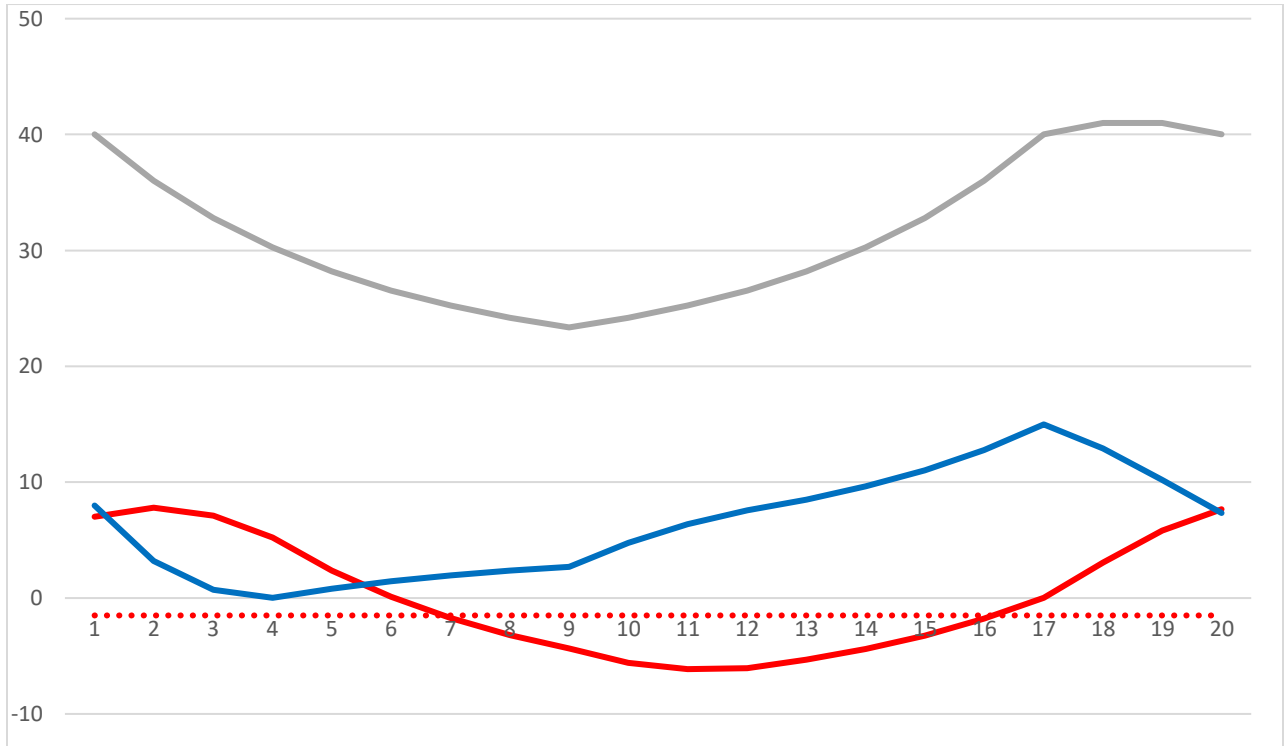


Figure A2 : Tendence à la baisse des recettes pétrolières

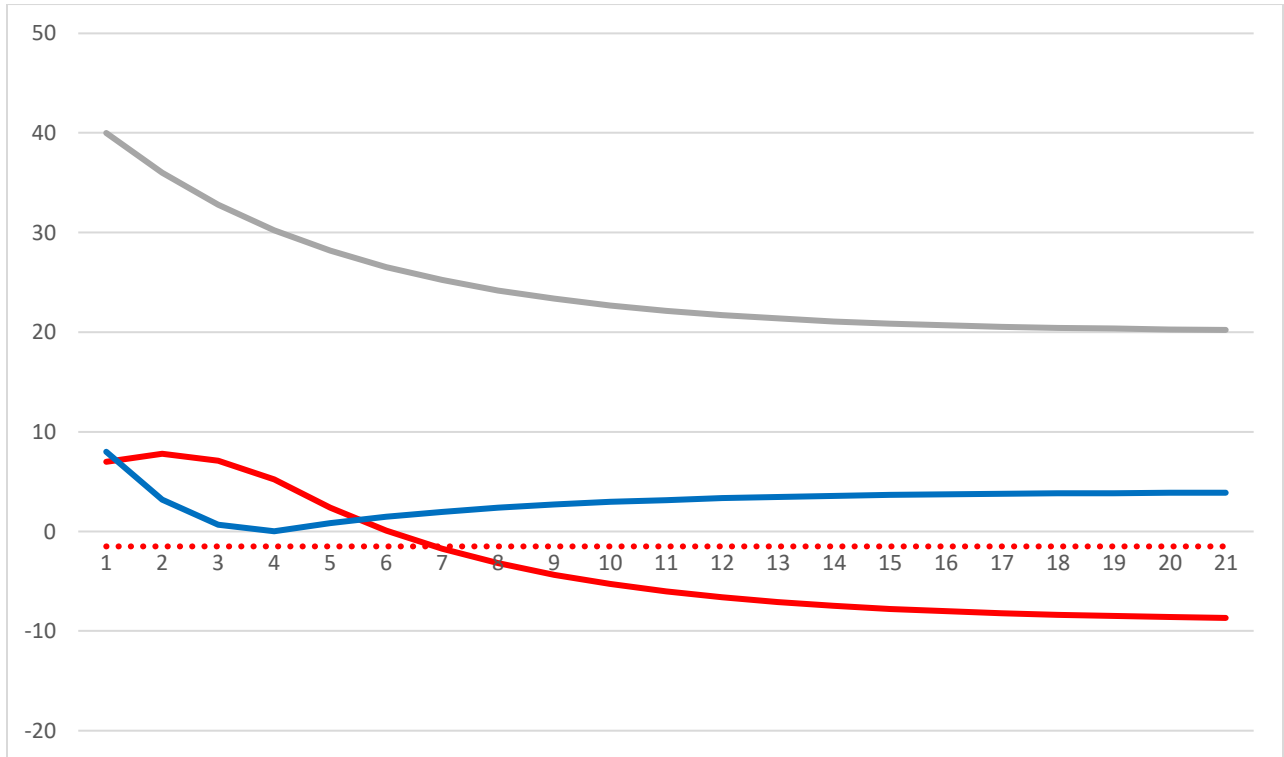
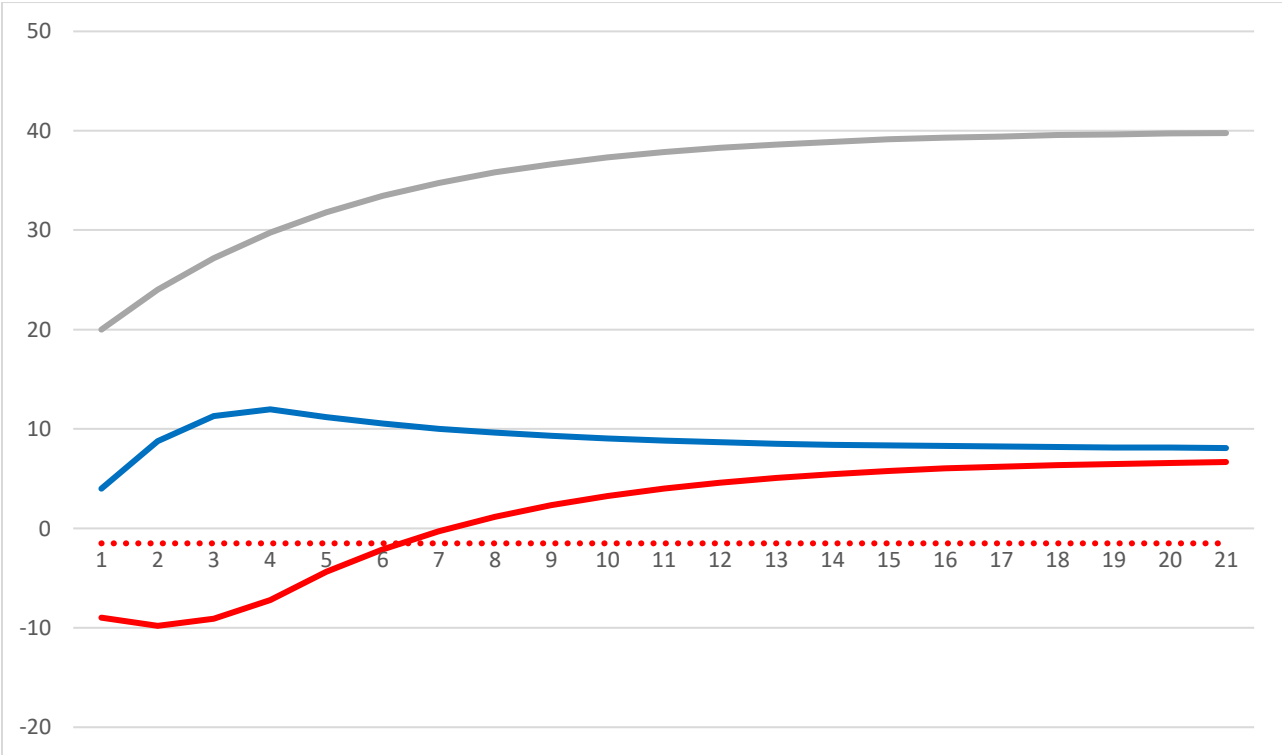


Figure A3: Tendence à la hausse du prix du pétrole



Annexe 2 – Enseignements des expériences existantes

Pour les fonds de stabilisation établis à partir de ressources naturelles, les règles d'épargne et de désépargne reposent le plus souvent sur le choix d'une valeur de référence (prix de la ressource naturelle (gaz, pétrole, diamant, etc.), ressources budgétaires, etc.). Le retrait est autorisé si la valeur observée est inférieure à la valeur de référence. Le dépôt est requis dans le cas contraire.

Les Encadrés 1 et 2 présentent quelques règles de dépôt (Encadré 1) et de retrait (Encadré 2) de plusieurs fonds souverains de stabilisation nationaux en Afrique (Botswana, Gabon, Ghana et Nigéria) et hors d'Afrique (Chili, Iran et Russie)²⁶.

Il ressort de ces exemples plusieurs constats intéressants. Si des règles de dépôts sont toujours prévues, cela est beaucoup plus rares pour les règles de retrait comme le montre l'Encadré 2. Parmi les sept fonds étudiés, seul le Ghana a une règle de retrait explicite. L'architecture des règles de dépôts est plus ou moins complexe. L'approche la plus simple est de verser une part des recettes pétrolières et gazières au fonds (Gabon, Russie) ou (une partie de) l'excédent budgétaire (Chili). Une approche alternative est d'établir un budget prévisionnel et de verser au fonds les excédents observés à partir de cette estimation. La méthode retenue pour le budget prévisionnel peut reposer sur un prix de référence (Iran, Nigéria) ou sur une simple extrapolation des données historiques (Ghana). Le Botswana a un mécanisme plus complexe portant sur une prévision des dépenses.

²⁶ Outre les sept fonds étudiés, nous avons aussi considéré d'autres fonds de stabilisation (ex : Algérie, Congo, Venezuela). Cependant, les informations obtenues ont été insuffisantes pour compléter les encadrés. Ces encadrés ont été construits en utilisant les informations disponibles. En raison de la multiplicité des sources utilisées, les informations sont parfois incohérentes. Nous avons retenu dans la mesure du possible les informations directement issues des fonds. Des erreurs peuvent demeurer.

Encadré A1 : Exemples de règles de dépôts de fonds souverains de stabilisation

Botswana: Le gouvernement fixe un maximum des dépenses courantes autorisées en fonction des recettes non minières. Les recettes minières ainsi que la part résiduelle des recettes non minières (non utilisées pour les dépenses courantes) servent aux dépenses d'investissement et abondent le fonds souverain Pula. Il n'existe pas de règle de partage claire. Cependant, le Botswana a une règle de dépense totale (les dépenses totales doivent être inférieures à 40% du PIB).

Chili : Le fonds de stabilisation chilien (*Economic and Social Stabilization Fund*) reçoit chaque année le résidu issu de l'excédent budgétaire après y avoir retiré les contributions au Fonds pour les retraites²⁷ et l'amortissement à la dette publique.

Gabon : Il est prévu que le fonds de stabilisation doit recevoir : i) 5% du total des recettes pétrolières et minières ; ii) tout excédent de la valeur actuelle des recettes inscrites au budget ; et, iii) 25% du produit des litiges fiscaux entre l'Etat et les compagnies pétrolières et minières.

Ghana : Afin d'établir la règle de dépôt, le Ghana utilise un niveau de recettes pétrolières de référence, égal à la moyenne des recettes pétrolières des 7 années antérieures. Un montant pouvant atteindre jusqu'à 70% du revenu de référence est versé au budget de l'Etat. Les revenus restants sont versés aux deux fonds (Ghana Heritage Fund et Ghana Stabilization Fund). Le fonds dédié aux générations futures doit récolter au minimum 30% de ces sommes résiduelles, le reste étant alloué au fonds de stabilisation.

Iran : Chaque année le gouvernement établit, à partir des prix du pétrole et du gaz anticipé, les recettes d'exportations de ces deux ressources. Le fonds de stabilisation (Oil Stabilization Fund) reçoit tous les revenus d'exportations de pétrole et de gaz supérieurs aux prévisions budgétaires.

Nigeria : Les trois fonds souverains nigériens reçoivent la différence de recettes entre les recettes observées et les recettes prévues (à partir d'un prix de référence) dans le budget de l'Etat. La clé de distribution entre les fonds est fixe.

Russie²⁸ : Parmi l'ensemble des revenus pétroliers et gaziers, une somme équivalente à 3,7% du PIB prévisionnel est directement versée au budget de l'Etat. Le reste des revenus pétroliers et gaziers sont utilisés pour approvisionner le fonds de réserve (Reserve Fund). Ce fonds de réserve (stabilisation) doit avoir une taille équivalente à 10% du PIB prévu. En cas de dépassement de ce niveau, les revenus pétroliers et gaziers sont transférés au National Wealth Fund, fonds destiné à approvisionner les caisses de retraite du pays.

²⁷ Le capital du Fonds pour les retraites augmente chaque année d'un montant équivalent à 0,2% du produit intérieur brut (PIB) de l'année précédente. Les contributions qui ont été faites à l'avance l'année précédente sont retranchées du versement au fonds de stabilisation.

²⁸ Le Reserve Fund a été absorbé par le National Wealth Fund suite aux difficultés de la Russie.

Encadré A2 : Exemples de règles de retrait de fonds souverains de stabilisation

Botswana : Non définie

Chili : Il n'existe pas de règle claire. Il est juste précisé que les ressources du fonds de stabilisation peuvent être utilisées à tout moment pour compléter les recettes fiscales selon les besoins afin de financer les dépenses publiques autorisées en cas de déficit budgétaire. Ils peuvent également être utilisés pour l'amortissement régulier ou extraordinaire de la dette publique et pour financer la contribution annuelle au fonds de pension lorsque le ministre des Finances en décide ainsi.

Gabon : Non définie

Ghana : Le gouvernement ghanéen peut utiliser les ressources du fonds de stabilisation si les revenus pétroliers au cours d'un trimestre couvrent moins de 25% du montant budgétaire annuel prévu. Dans ce cas, le gouvernement peut tirer sur le fonds de stabilisation jusqu'à 75% des recettes pétrolières manquantes ou 25% du solde du Fonds.

Iran : Non définie

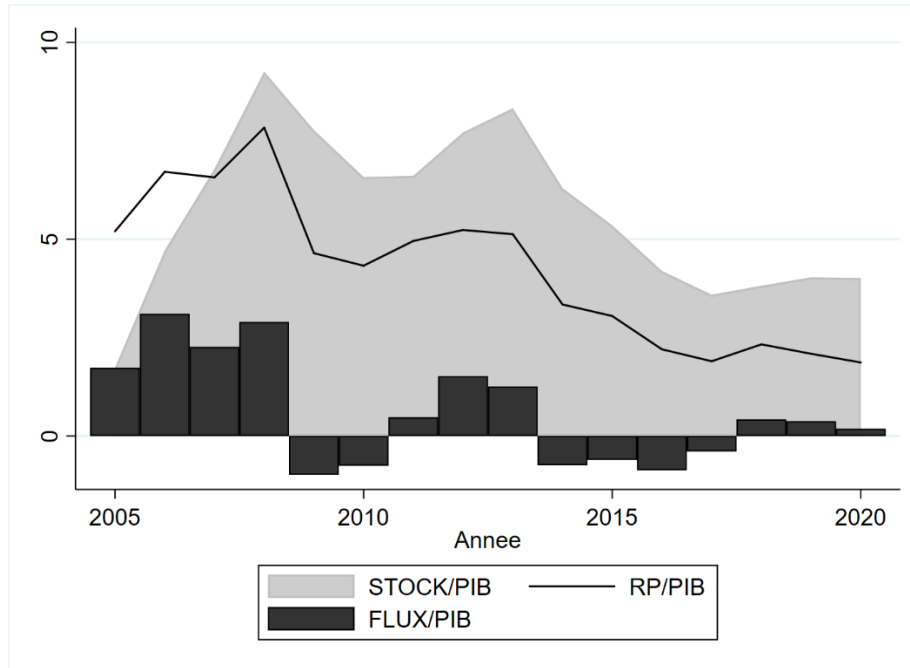
Nigéria : A la fin de chaque trimestre, le Ministre de l'économie peut demander un décaissement si le budget prévu est inférieur aux prévisions établies à partir du prix de référence.

Russie : Non définie

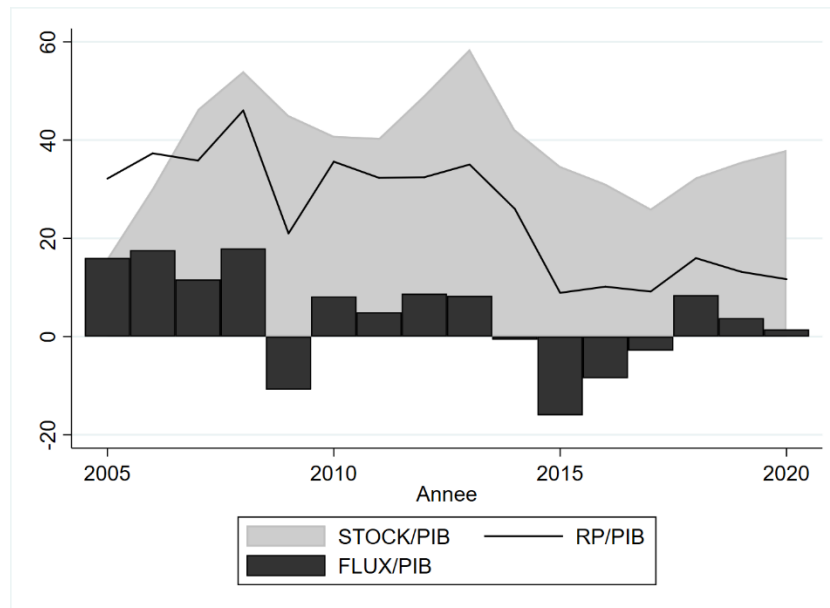
Annexe 3 – Simulations de l'évolution d'un Fonds par pays mis en œuvre depuis 2005

Pour chacun des pays, nous reportons (en % du PIB), le stock d'épargne et le flux ainsi que le ratio des recettes pétrolières sur PIB.

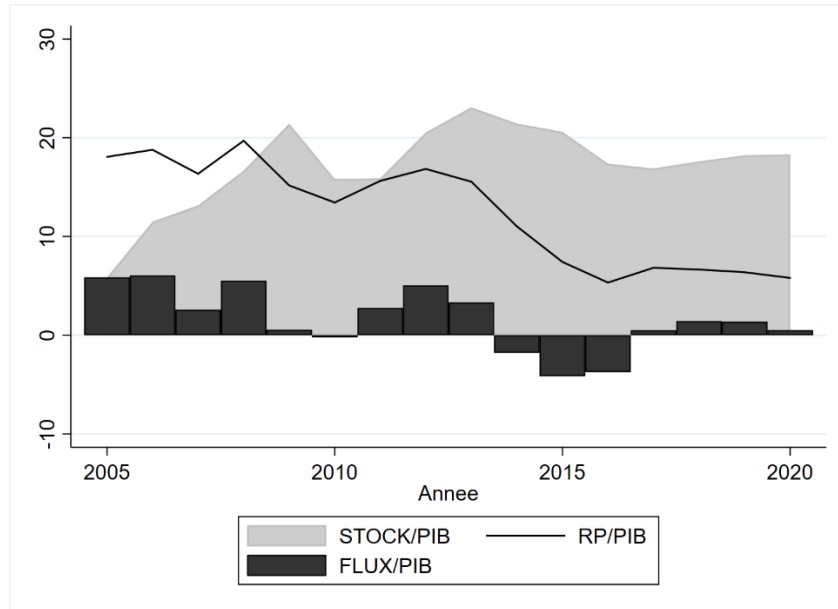
Cameroun



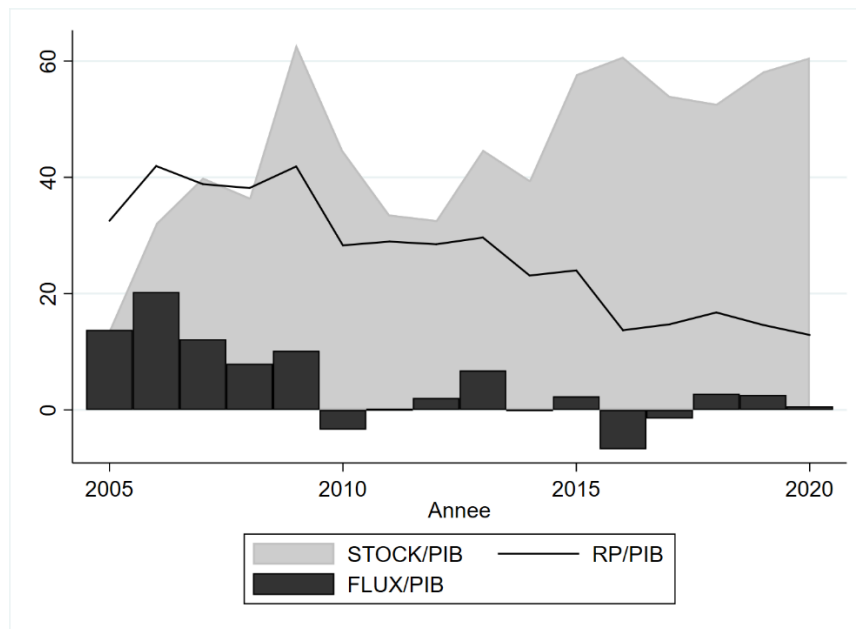
Congo



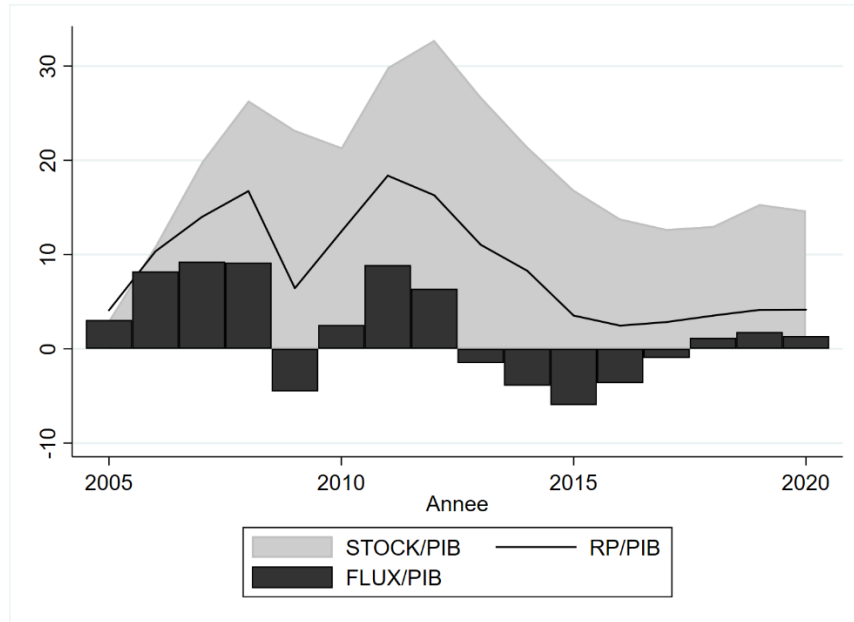
Gabon



Guinée-Equatoriale



Tchad



Annexe 4 – Le Fonds multilatéral dans le contexte actuel : une analyse contrefactuelle

L'année 2020 est marquée par une crise sanitaire et économique d'une ampleur mondiale. Cette crise se double d'une chute du prix du pétrole pour les pays exportateurs de pétrole, ce qui concerne cinq Etats de la CEMAC. Le Fonds de stabilisation est construit pour servir d'atténuateur de choc similaire. Bien qu'il n'ait pas été mis en œuvre, nous avons poursuivi le travail de simulation afin d'évaluer les marges de manœuvre dont auraient bénéficiées les Etats membres en 2020. Nous considérons deux simulations avec mise en œuvre en 2017 (contrefactuel 1) ou en 2018 (contrefactuel 2). Les résultats des deux simulations sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Tableau A1 : Analyse contrefactuelle de la mise en œuvre du Fonds en 2017 ou 2018²⁹

	Contrefactuel (2017-19)			Contrefactuel 2 (2018-19)		
	Stock	% PIB	% RT	Stock	% PIB	% RT
Cameroun	95	0.42	2.59	174	0.78	4.74
Congo	779	9.48	41.11	991	12.06	52.30
Gabon	291	3.18	16.88	250	2.73	14.50
Guinée-Eq.	269	4.04	20.76	366	5.50	28.24
Tchad	148	1.87	16.27	216	2.72	23.74
CEMAC (5)	1582	2.91	16.67	1997	3.67	21.04

La mise en œuvre du Fonds dès 2017 ou 2018 aurait permis une accumulation d'épargne comprise entre 1500 et 2000 milliards de Francs (soit entre 2.4 et 3.2 milliards de dollars) aurait été utile en ces temps difficiles. Pour mesurer l'ampleur des sommes en jeu, il convient de mesurer que la Banque Africaine de Développement prévoit un programme de 10 milliards de dollars pour 54 pays (soit 0,18 milliard par pays). L'épargne accumulée représente entre 2,4 et 3,2 milliards pour 5 pays seulement (soit entre 0,48 et 0,64 milliard par pays).

Les marges de manœuvre offertes auraient été particulièrement bénéfiques pour les pays fortement dépendants de recettes pétrolières d'accumuler des ressources. Le Congo aurait pu ainsi accumuler une épargne équivalente à la moitié de ses recettes totales (dons compris). Pour la Guinée-Equatoriale et le Tchad, cette épargne aurait présenté entre un cinquième et un quart des recettes annuelles normales. L'effet aurait été plus modeste pour la Gabon (environ 15%) et assez limité pour le Cameroun (moins de 5%).

²⁹ Le stock est en milliards de Francs (XAF). Les pourcentages des recettes totales (% RT) et du PIB (% PIB) sont calculés à partir des données de 2019.

Ces sommes auraient non seulement pu permettre de financer la réponse sanitaire mais également les mesures de soutien à l'activité économique mis en œuvre par les Etats membres.

Attention :

Il est important de noter que ces simulations ne sont qu'indicatives. Elles reposent sur des hypothèses ci-après : (i) les fonds placés ne rapportent aucun intérêt mais que leur rapatriement et conversion en monnaie locale se fait sans coût ; (ii) les Etats n'ont pas placé l'épargne financière sur recettes pétrolières. En outre, les années considérées sont spécifiques après plusieurs années de baisse du prix du pétrole, il s'agit d'une période de reprise.