

Le 11/09/2020

Note pour la Commission de la CEMAC**Options relatives au régime de taux de change du franc de la coopération financière en Afrique centrale (F.CFA)**

Convient-il que la CEMAC adopte un régime des changes permettant une plus grande flexibilité du taux de change? En effet, si la dévaluation reste un instrument de politique économique disponible, son usage est rendu difficile par l'unanimité des chefs d'État qu'elle requière. Et, de fait, en cinquante-cinq ans d'existence, la dévaluation du franc de la Coopération financière en Afrique centrale (franc CFA) n'est survenue qu'une seule fois, en 1994, certes de façon massive (50%).

Cette note comporte deux parties : 1) avantages et inconvénients de la fixité des taux de change en CEMAC 2) Les différentes options permettant une certaine flexibilité du taux de change du franc CFA (dans le cadre de l'appartenance à la Zone franc).

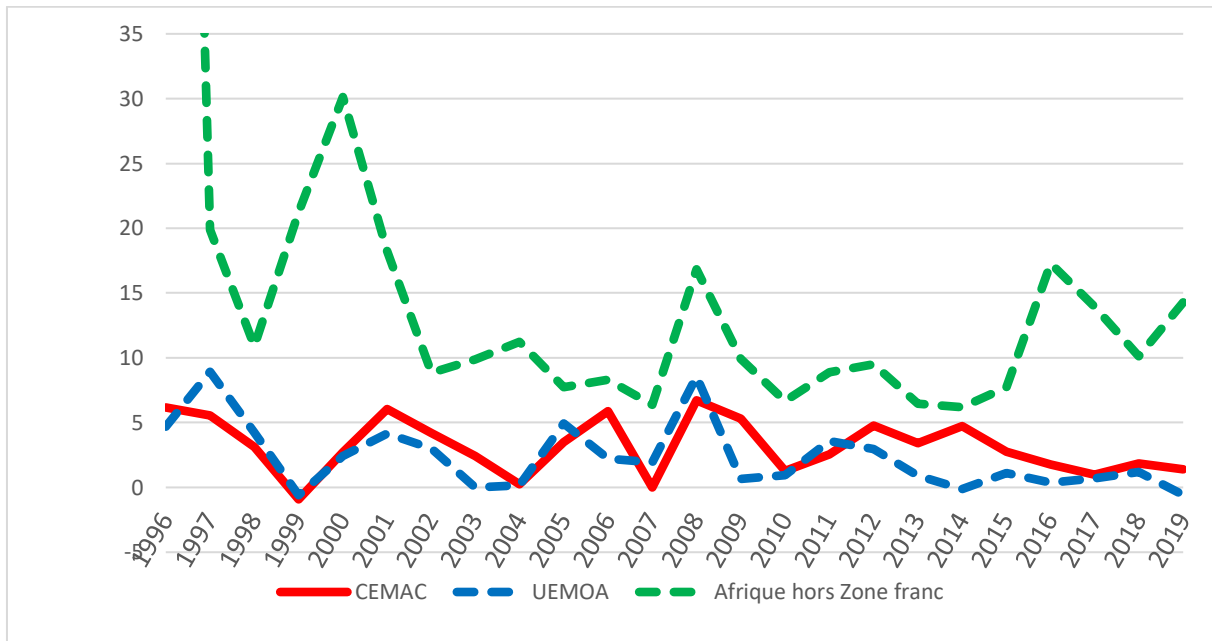
1. Avantages et inconvénients de la fixité des taux de change en CEMAC

Les conséquences de la fixité du taux de change du franc CFA sont relatives au niveau de pauvreté (dont la réduction est évidemment un objectif prioritaire dans les pays en développement), comme au rythme et à la durabilité de la croissance.

Les avantages de la stabilité monétaire qui accompagne un régime de change fixe quant à la réduction de la pauvreté

La convertibilité, garantie par les accords de coopération monétaire entre les États constituant la CEMAC et la France, s'entend à l'heure actuelle comme une convertibilité à un taux de change fixe. Même si la parité peut être modifiée, l'objectif de la Zone franc est bien la stabilité du taux de change et la stabilité monétaire qui l'accompagne. La discipline monétaire, dont la CEMAC (comme UEMOA) s'est approprié le principe, est confortée par la fixité du taux de change. Celle-ci renforce la crédibilité de la politique de stabilité monétaire et par là même son efficacité, l'indépendance de la BEAC, affirmée en 2010 et renforcée en 2017 allant dans le même sens. Ainsi l'inflation a-t-elle été, depuis l'origine, inférieure en CEMAC (comme en UEMOA) à ce qu'elle a été en moyenne dans les autres pays africains, hors Zone franc (voir graphique 1).

Graphique 1 Taux d'inflation dans la CEMAC, comparés à l'UEMOA et l'Afrique subsaharienne hors Zone franc (1996- 2019)



NB Variation des prix à la consommation en glissement annuel , moyennes simples des pays.
Sont exclus de l'analyse pour absence suffisante de données Sao Tomé-et-Principe et la Somalie.
Source : Auteurs à partir des données du FMI *IFS*

Une abondante littérature théorique montre les bienfaits à long terme de la stabilité monétaire pour la réduction de la pauvreté (notamment S. Fisher 1993)¹. En effet l'inflation nuit particulièrement aux pauvres qui ne disposent pas des moyens de s'en protéger. En Afrique, et plus généralement dans les pays à faible revenu, la monnaie est en effet l'actif principal qu'un pauvre peut détenir pour lisser sa consommation en présence de revenus saisonniers ou pour faire face à des dépenses imprévues. La stabilité macroéconomique et financière contribue à ce que la monnaie remplisse sa fonction de réserve de valeur. Elle protège les encaisses réelles de ceux qui n'ont pas accès aux devises. En outre, le revenu des pauvres, ruraux ou urbains, augmente généralement moins vite que les prix à la consommation. Les pauvres sont généralement en situation d'isolement social peu propice à la défense de leurs intérêts économiques. La différence est ici saisissante avec les clientèles bénéficiaires de rentes, une partie des salariés du secteur moderne protégé, en capacité de mieux défendre leur revenu réel à travers des pressions et revendications organisées.

Une étude récente de la Ferdi relative aux conséquences de l'appartenance à la Zone franc sur la croissance et la pauvreté (Feindouno (S.), Guérineau (S.), Guillaumont (P), Guillaumont Jeanneney (S.) et Plane (P.), 2019), a montré que la croissance en zone franc est particulièrement favorable aux pauvres en raison de la faible inflation qui l'accompagne.

¹ L'objectif en CEMAC n'est pas une hausse des prix nulle mais une inflation contenue à 3% par an selon les règles de la surveillance multilatérale.

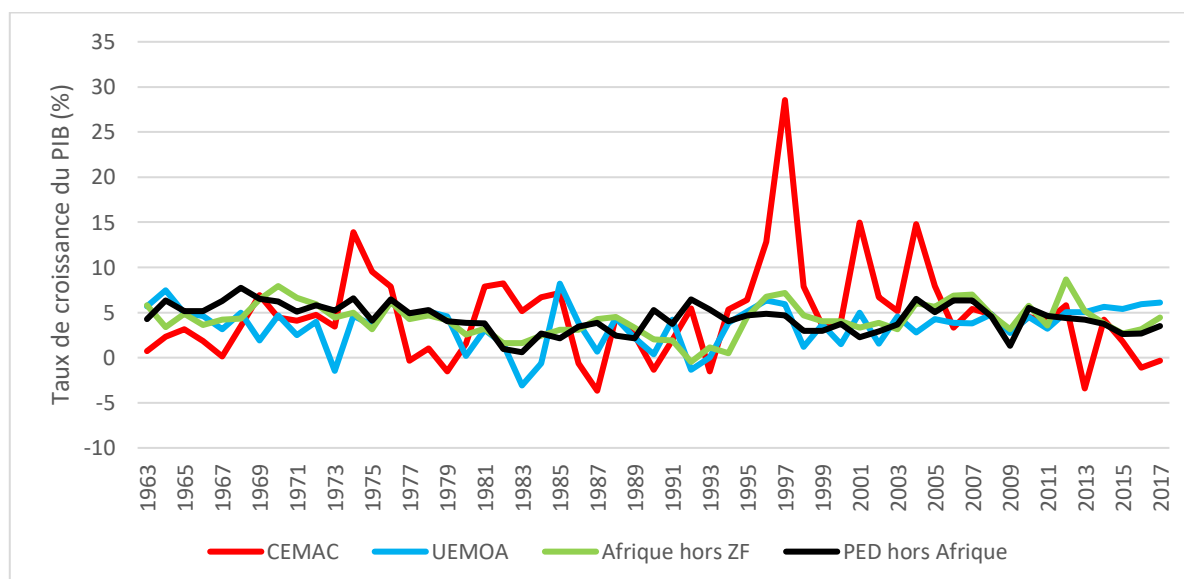
Ce résultat qui est très clair pour l’UEMOA et l’est toutefois moindre pour la CEMAC en raison de la faible disponibilité des données sur les taux de pauvreté.

Si l’effet favorable de la stabilité monétaire sur les populations pauvres n’est guère mise en doute, il n’en est pas de même de son effet sur la croissance économique.

La question controversée de la croissance et de la surévaluation du franc CFA

La principale objection faite à la Zone franc serait de nuire à la croissance des pays qui la composent. Cependant en théorie il est généralement soutenu qu’une inflation forte et dès lors généralement instable est une source de variabilité du taux de change réel² et des prix relatifs. L’instabilité de la structure des prix rend moins efficace l’allocation des ressources dans l’économie et réduit la croissance (S. Guillaumont Jeanneney 1998, P. Guillaumont et al, 1999)³. D’autre part cette critique de la Zone franc et par conséquent de la CEMAC ne semble pas corroborée par l’évolution du Produit intérieur brut depuis les années soixante (voir graphiques 2 et 3).

Graphique 2 : Taux de croissance du PIB (%) de la CEMAC, en comparaison de l’UEMOA, des autres pays africains et des autres pays en développement (1965-2017)

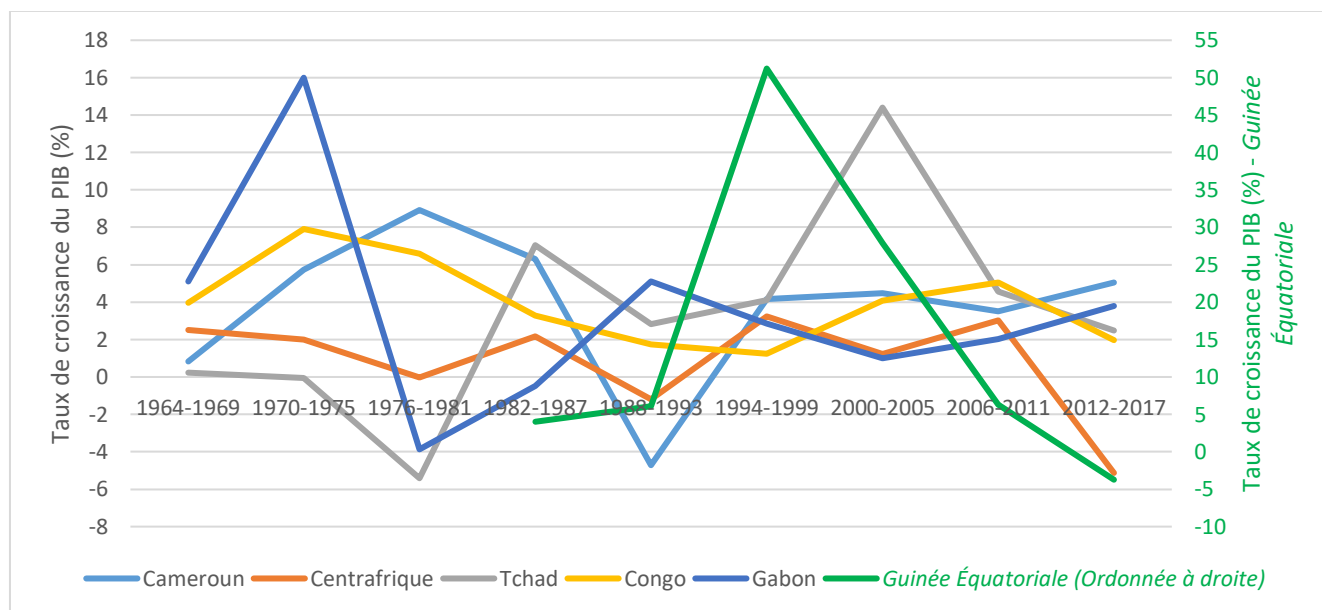


Note : PIB exprimés en dollars constants 2010 ; moyennes simples des taux de croissance des différents pays
Source Banque mondiale *WDI*, tiré de Feindouno *et al* (2019), p. 30

² Le taux de change réel est le rapport des prix à la consommation dans un pays et dans les pays étrangers principaux concurrents, exprimés dans une même monnaie en fonction des cours de change.

³ C.Pattillo, C. Tsangarides et P. Van Den Boogaerde (2008) ont établi sur un échantillon de pays africains durant la période 1960-2000 que l’inflation exerce un impact négatif sur la croissance. Leur analyse économétrique suggère de plus qu’un faible niveau d’inflation exerce un effet sur la croissance plus favorable dans les deux Unions de la Zone franc que dans les autres pays africains. Cette spécificité s’explique sans doute par la confiance des agents économiques dans la pérennité de cette stabilité

Graphique 3 : Taux de croissance du PIB (en%) dans les différents pays de la CEMAC : (moyennes quinquennales 1964-2017)



Source Banque mondiale *WDI*, tiré de Feindouno *et al* (2019), p. 30

On constate que les performances de croissance des pays de la CEMAC sur les cinquante dernières années n'apparaissent pas en moyenne inférieures à celles des autres pays africains ni à celles des pays en développement hors Afrique. La croissance en CEMAC est fortement irrégulière, déterminée fondamentalement par le prix international du pétrole.

L'étude de la Ferdi précédemment citée (Feindouno *et al.* 2019) permet de dépasser la constatation statistique des taux de croissance, en tenant compte, grâce à l'économétrie, des handicaps structurels propres à chaque pays et des nombreux chocs externes, indépendants de la politique économique et du régime des changes, qui ont affecté l'économie des pays africains profondément et de manière récurrente. Il s'agit du produit par tête initial, de la croissance de la population, du taux de mortalité infanto juvénile avant l'âge de 5 ans représentatif du niveau du capital humain, des chocs subis tels que la croissance des rentes pétrolières, la variation des termes de l'échange ou la sécheresse. La prise en compte de ces différents facteurs dans un large échantillon de pays en développement (ou africains) n'a pas permis de mettre en lumière une supériorité ou une infériorité en matière de croissance de l'appartenance à la Zone franc par rapport aux autres pays en développement (ou aux seuls pays africains).

De plus l'analyse des arguments qui fonderaient une influence négative de l'appartenance à la zone franc et de son régime de changes sur la croissance ne semble pas s'appliquer à la CEMAC.

Ainsi la difficulté de certaines entreprises, notamment parmi les entreprises moyennes et petites, à obtenir des crédits bancaires et les taux d'intérêts débiteurs élevés qui leur sont appliqués, sont souvent incriminés, mais ils ne résultent pas du régime de change de la CEMAC mais des structures financières, comme l'ont expliqué A.A. Mbaye, I. T. Diop et F. Gueye (2017).⁴

Plus sérieux peut paraître l'argument d'une surévaluation durable de la monnaie de la CEMAC, qui aurait pu influencer défavorablement la croissance, en pénalisant l'exportation et exacerbant la concurrence exercée par les importations sur la production intérieure et donc en nuisant aux secteurs des biens échangeables, agricoles ou industriels.

Il existe deux méthodes de mesure d'un taux de change réel dans les pays en développement⁵. La première se fonde sur une comparaison temporelle de l'évolution des prix à la consommation dans le pays considéré et dans les pays qui constituent ses principaux partenaires commerciaux, prix exprimés dans une même unité monétaire. L'indice ou rapport de ces prix est alors un taux de change effectif réel (TCER). La seconde mesure est tirée de la comparaison internationale des produits par tête des Nations unies⁶, exprimés en parité de pouvoir d'achat (PPA). Ce programme des Nations Unies vise à comparer les produits des différents pays du monde en utilisant le même système de prix. À cette fin les prix de différents biens et services (standardisés en fonction de leur qualité) sont collectés dans la plupart des pays du monde à des intervalles de cinq ans. À partir de ces données, des « prix internationaux » sont définis comme la moyenne des prix nationaux pondérée par les quantités produites dans les différents pays, les prix nationaux ayant été convertis en dollars. On peut alors calculer pour chaque pays un taux de change réel (TCR) ou déviation de son taux de change officiel exprimé en dollars par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (PPA)⁷.

Si on se réfère à la première méthode on constate que les taux de change effectifs réels de la CEMAC, comme d'ailleurs de l'UEMOA (représentés au graphique 4) sont en moyenne relativement stables (si l'on fait abstraction évidemment de la dévaluation de 1994) et, en l'absence de hausse importante et durable de cet indice (ou appréciation), une surévaluation de la monnaie est peu probable. Cependant le graphique 5 montre une certaine diversité d'évolution selon les pays et met en lumière la situation particulière de la République centrafricaine.

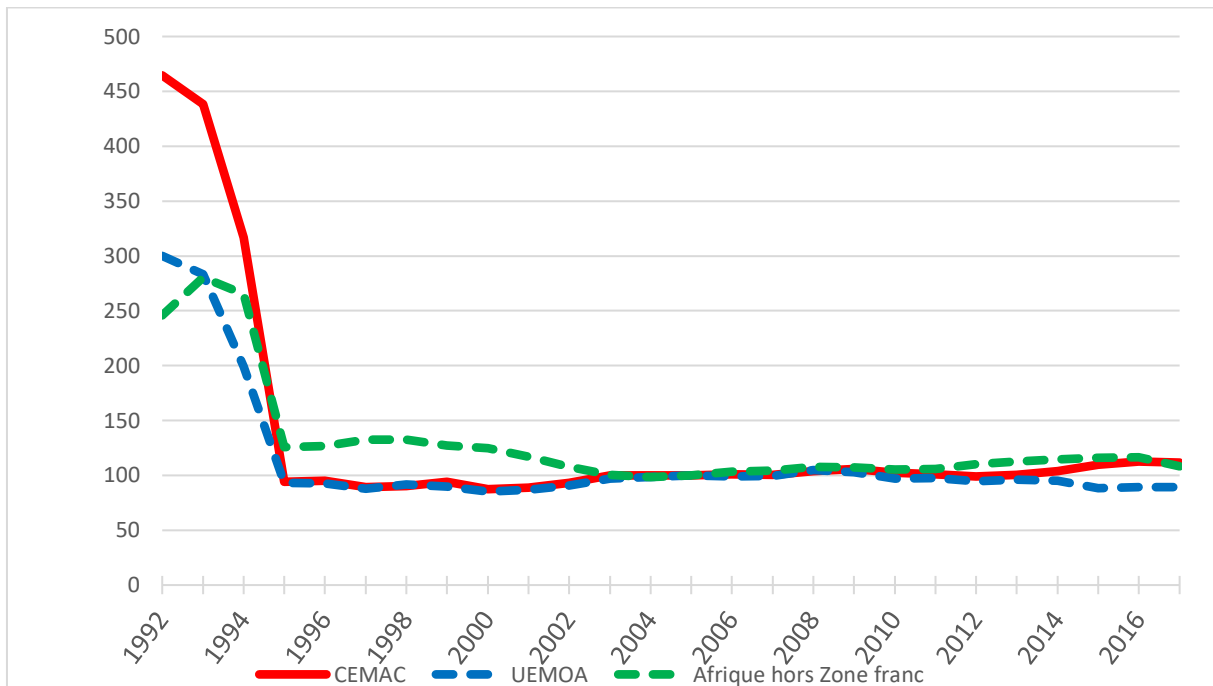
⁴ Ainsi D'POLA Kamdem et Okah Atenga (2020) ont montré que « l'intermédiation financière agit positivement sur la croissance mais de manière non significative » dans l'ensemble des pays de la CEEAC et pas seulement dans la CEMAC.

⁵ Cf. S.Guillaumont Jeanneney (2015), p.66-73

⁶ *Penn World Table* ou Banque mondiale *World Development indicators (WDI)*

⁷ L'inconvénient de cette formule est que la comparaison est opérée par rapport à l'ensemble des pays du monde et non par rapport aux pays avec lesquels le pays considéré est en compétition.

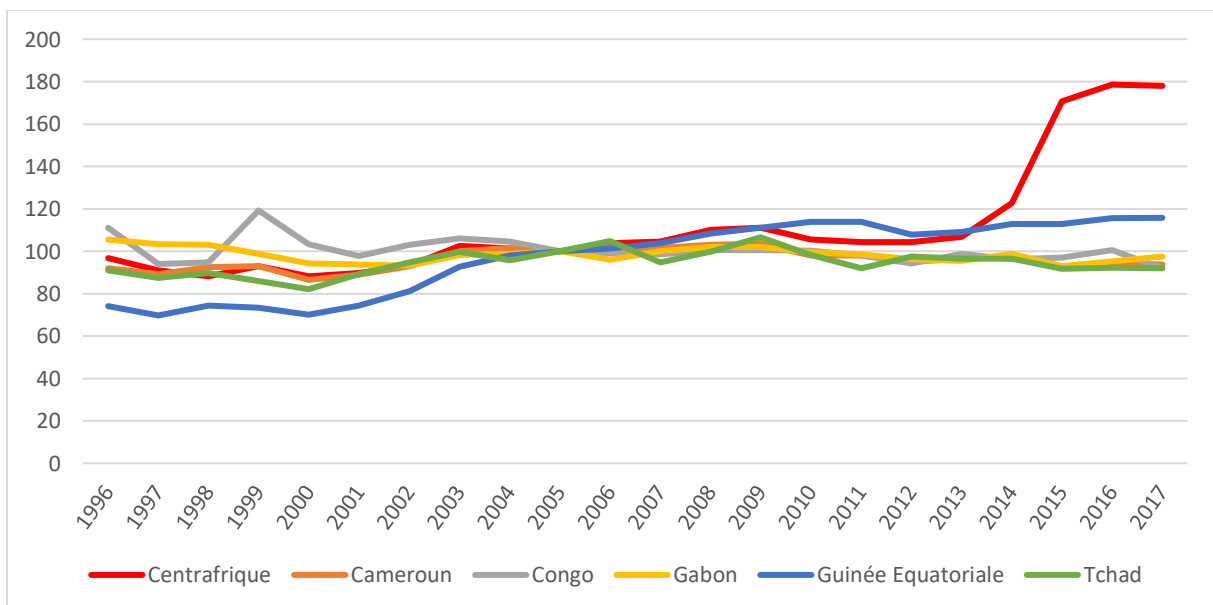
Graphique 4: Indices des taux de change effectifs réels (TCER) de la CEMAC, comparés à ceux de l'UEMOA et de l'Afrique sub-saharienne (hors Zone franc)



Note : L'indice du TCER est calculé comme la moyenne géométrique pondérée des indices de taux de change nominaux vis-à-vis des 10 principaux partenaires à l'importation hors pétrole des pays considérés, ajustée des prix relatifs à la consommation. La pondération est calculée en fonction de la part relative des partenaires sur la période 2009-2013. Une hausse des indices correspond à une appréciation réelle. Moyennes simples par pays.

Source: Ferdi, *Observatoire de la Compétitivité Durable (OCD)* - calculs de la Ferdi à partir des données du CEPIII BACI et du FMI IFS.

Graphique 5 : Indices de taux de change effectifs réels des différents pays de la CEMAC



Source: Ferdi, *Observatoire de la Compétitivité Durable (OCD)* - calculs de la Ferdi à partir des données du CEPIII BACI et du FMI IFS.

Par rapport à la simple considération de l'évolution temporelle du taux de change effectif réel, la méthode utilisée par le FMI a l'avantage de comparer le niveau du taux de change réel à un niveau d'équilibre. Ainsi la méthode (*Macroeconomic balance approach*) consiste à comparer le solde courant de la balance des paiements prévu à moyen terme avec une norme établie à partir d'une régression de panel sur un échantillon de pays en développement reliant le solde courant à une série de « fondamentaux », puis à calculer la variation du taux de change réel susceptible de corriger l'écart des soldes. La dernière évaluation du FMI concerne l'année 2019⁸. Ainsi évalue-t-il à 11% la surévaluation en CEMAC en 2019 (7% en 2018), ce qui n'est pas considérable et demeure susceptible d'être corrigée par une amélioration de la productivité (développement des infrastructures, de l'éducation, meilleure gouvernance...).

Le livre précité de la FERDI (Feindounou *et al.* 2019) fournit plusieurs évaluations du taux de change réel de la CEMAC comme déviation du taux officiel par rapport de la parité des pouvoirs d'achat. Soit ici les prix des biens produits dans le pays de la CEMAC considéré divisés par les prix internationaux de ces mêmes biens rapportés à la valeur officielle d'un dollar en francs CFA.

Cependant on sait depuis les travaux de Balassa et Samuelson que le taux de change réel d'équilibre tend à s'apprécier lorsque la productivité du travail s'accroît comparativement aux pays étrangers partenaires commerciaux⁹. Autrement dit il est normal que le taux de change réel ainsi défini soit inférieur à l'unité puisque la productivité du travail est inférieure à celle des États-Unis. Pour avoir une évaluation d'un éventuel déséquilibre du taux de change il convient de corriger le taux de change réel du niveau de la productivité, en tenant compte du produit par tête (appelé TCR Rodrik)¹⁰. En régressant les TCR sur les produits à prix constants les résidus fournissent une mesure des déséquilibres de taux de change¹¹.

⁸ IMF (December 2019) « Central African Economic and Monetary Community (CEMAC) *Country Report* n°19/383, p. 46.

⁹ L'hypothèse de l'effet Balassa-Samuelson » est la suivante : la croissance de la productivité s'opère principalement dans les secteurs des biens échangeables dont les prix sont fixés internationalement et entraîne une augmentation de la rémunération du travail qui se diffuse au secteur des biens non échangeable entraînant la hausse des prix dans ce secteur et de facto une appréciation du taux de change réel (cf Guillaumont Jeanneney, 2015, p.146) .

¹⁰ En effet Dani Rodrik utilise systématiquement cette mesure des taux de change réel, (par exemple Rodrik 2008)

¹¹ On peut utiliser les formules suivantes (Johnson, Ostry and Subraman, 2007) :

$$\log(TCR_j) = \alpha + \beta \log(PIBPC_j) + u_j \quad (1)$$

$$\log(TCR_j) - [\alpha + \beta \log(PIBPC_j)] = u_j \quad (2)$$

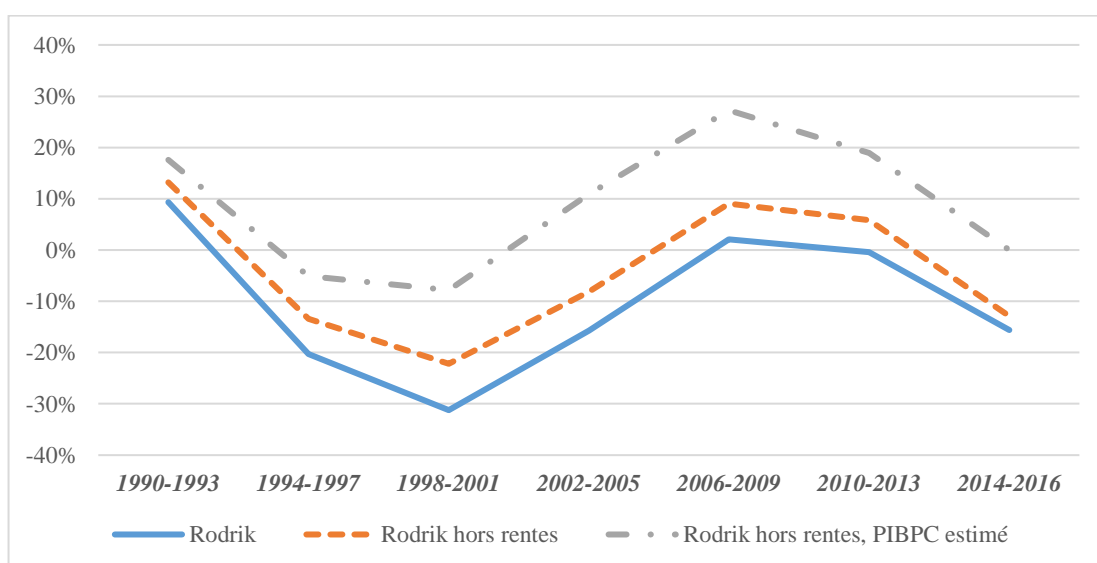
avec $u_j < 0$ si sous-évaluation ; $u_j > 0$ si surévaluation,

avec TCR taux de change réel et PIBPC produit par tête à prix constants.

Mais le PIB par tête représente mal la productivité des facteurs de production dans des pays (comme ceux de la CEMAC) dont une grande partie de la production relève d'exploitation minière et où la croissance du PIB est en grande partie le résultat de la variation de la production pétrolière, minière et forestière. C'est pourquoi deux corrections supplémentaires ont été apportées à la mesure du taux de change réel d'équilibre, la première a consisté à déduire du PIB par tête (en dollars courants) les rentes issues de l'exploitation de ces secteurs, l'autre à estimer un PIB par tête (une fois déduites les rentes) à partir d'un panel des pays en développement en fonction des caractéristiques des pays déterminant la productivité des facteurs¹².

Graphique 6 : CEMAC: les déséquilibres de taux de change de Parité de pouvoir d'achat (PPA).

(Moyennes pondérées par le PIB-PPA, 2014-2016)



Source : Feindouno *et al* (2019), p.24

¹² Cinq variables sont prises en compte : (a) le taux d'abonnés à la téléphonie fixe; (b) le taux d'utilisation de la téléphonie mobile; (c) l'indice de développement financier ; (d) l'indice d'éducation qui combine le nombre moyen d'années de scolarité des adultes (+ 25 ans) et le nombre d'années de scolarisation, en moyenne, dans le primaire, secondaire et supérieur; (e) la valeur ajoutée manufacturière et agricole par agent qui permet d'éliminer le secteur des rentes, mais aussi le secteur tertiaire qui englobe l'informel et les services « non marchands ».

Tableau 1 : Déséquilibres par pays de la CEMAC (2014-2016)

		Rodrik = Balassa	Rodrik hors rentes	Rodrik hors rentes, PIBPC <i>estimé</i>
CEMAC	Cameroun	2%	2%	-1%
	Centrafrique	76%	79%	64%
	Congo	-31%	-23%	-17%
	Gabon	-33%	-29%	-8%
	Guinée Équatoriale	-54%	-50%	12%
	Tchad	8%	11%	6%

Note : Calculs partir des données Banque mondiale *WDI*, (2014-2016).

Source : Feindouno *et al* (2019), p.25

On constate que pour l'ensemble de la CEMAC les deux premières mesures du déséquilibre de change ne font pas apparaître de surévaluation, contrairement à la mesure à partir d'une productivité estimée qui montre une surévaluation dans les années 2000, celle-ci se corrigeant progressivement et disparaissant en 2014-2016. Durant cette dernière période selon les trois indicateurs, les pays de la CEMAC connaissent plutôt une sous-évaluation de la monnaie, à l'exception de la République centrafricaine et marginalement du Tchad.

L'étude précitée de la Ferdi (Feindouno et al. 2019) sur les performances de la Zone franc a introduit dans son modèle économétrique les variables représentatives des déséquilibres de change, à savoir l'écart du taux de change effectif réel à son trend de longue période ou les deux mesures de déséquilibre de taux de change issues de la PPA, soit les taux de change réels à la « Rodrik » avec ou sans rentes. Si pour l'ensemble des pays de l'échantillon les surévaluations semblent défavorables à la croissance et les sous-évaluations favorables, Il est apparu que tant pour la CEMAC que pour l'UEMOA cette inclusion ne modifiait pas la conclusion d'une absence de différence significative de croissance entre les pays de la Zone franc et les autres pays en développement ou africains. Ce résultat est cohérent avec l'absence de forts déséquilibres de taux de change en CEMAC. Si spécifiquement en CEMAC après la dévaluation de 1994 la croissance s'accélère, cela résulte principalement de l'évolution en

Guinée Équatoriale qui a connu plus qu'un doublement du PIB entre 1995-1997, consécutive à la mise en exploitation des gisements gaziers et pétroliers¹³.

Cependant on pourrait aussi soutenir que dans des pays à faible revenu ou même à revenu intermédiaire, il serait souhaitable de maintenir systématiquement une sous-évaluation de la monnaie ce qui impliquerait une flexibilité du taux de change. Cette thèse a été vigoureusement soutenue par Dani Rodrik (2008). Comme la productivité des secteurs modernes (en fait l'industrie) est supérieure à celle des services, de nature souvent informelle ou relevant du secteur public, le rythme de la croissance dépend de l'industrialisation. Or, dans les pays en développement, l'industrie est soumise à des handicaps plus prégnants que les services, dus aux mauvaises institutions qui nuisent à la fiabilité des contrats et aux imperfections ou défaillances de marchés (tant au niveau des biens, des crédits et du travail) qui renchérissent les coûts de production, et ceci en raison de la plus grande complexité des processus de création d'activité et de production dans ce secteur. Certes les pays de la CEMAC n'échappent pas à ce diagnostic. Dans de telles conditions, D. Rodrik suggère de compenser ces handicaps par une sous-évaluation de la monnaie.

Mais cette thèse est fortement controversée. Une sous-évaluation de la monnaie bénéficie non seulement à l'industrie (voit à l'agriculture d'exportation) mais aussi aux secteurs des ressources naturelles, d'autant plus que ceux-ci sont dominants, ce qui est le cas en CEMAC. D'autre part en impliquant une dépréciation continue du taux de change et un avantage systématique en termes de prix donné au secteur des biens échangeables, une telle politique aurait des effets distributifs difficiles à mesurer et à compenser, en particulier en raison de l'inflation défavorable aux plus pauvres. Certes la CEMAC souffre d'une faible diversification économique, mais il existe d'autres manières de la favoriser telles la politique industrielle (avec des mesures fiscales et douanières appropriées) sans doute mieux à même de lever les handicaps du secteur industriel (M. Guzman *et al.* 2017).

La question des chocs exogènes récurrents

Un troisième argument contre une fixité des changes trop absolue, sans doute le plus important à considérer, réside dans les conséquences de l'instabilité des cours des grandes devises et de celle des prix internationaux de produits primaires. Deux types d'évènements, d'origine externe, sont à même de remettre en cause le niveau de la parité du franc CFA : une ample appréciation de l'euro vis-à-vis des autres principales monnaies du monde, en particulier le dollar, ou une brutale et durable détérioration des termes de l'échange de la CEMAC due à la baisse du prix international des produits primaires d'exportation, creusant le déficit extérieur, comme ce fut le cas avant la dévaluation de 1994. De juillet 2014 à décembre 2016 la dépréciation de l'euro à l'égard du dollar (et *de facto* du renminbi) a correspondu à

¹³ Les conclusions ne sont pas modifiées si l'on tient compte de variables susceptibles d'être influencées par l'appartenance à la Zone franc ou les relations particulières avec la France, comme l'aide au développement, l'importance des conflits ou la longévité des présidents.

une dévaluation indirecte partielle des francs CFA, facteur d'amélioration de la compétitivité, même si depuis le début de l'année 2017 l'euro s'est à nouveau apprécié par rapport au dollar. L'évolution du cours de l'euro en dollar dans les années à venir est très incertaine. En revanche la baisse du prix du pétrole depuis 2015 pose la question de l'adéquation du taux de change.

La CEMAC fait certes face à l'heure actuelle à un choc exogène particulièrement aigu, combinaison des effets de la baisse des prix du pétrole et des implications économiques et sociales de la pandémie du Covid19. Ce choc aux éléments imbriqués intervient dans un contexte régional déjà affecté, dans les années 2014-2016, par la baisse des cours du pétrole et du gaz ayant amené les gouvernements à mettre en œuvre des politiques de redressement financier avec le concours notamment du FMI. Le Covid-19 peut n'être qu'un épiphénomène, mais il est d'ores et déjà acquis que ses implications macroéconomiques seront beaucoup plus marquées qu'initialement espéré. Les observateurs s'accordent pour affirmer que le scénario en « V », baisse sensible de l'activité assortie d'un redressement rapide, n'aura pas lieu dans les pays développés. Cette sous-estimation se lit déjà dans la certitude d'une contraction du Produit mondial inédite depuis la seconde guerre mondiale, probablement autour de 4%¹⁴.

Le problème est alors de savoir si ce choc externe négatif est transitoire et ne conduit qu'à un déficit temporaire de la balance des paiements, la finalité du compte d'opérations étant de faire face à ce genre d'évènement¹⁵. Si tel est le cas, le choix d'un régime de change fixe incite à rechercher une modalité d'ajustement, souvent dite en « termes réels », c'est-à-dire par accroissement de la productivité. Il va de soi que lorsque l'ajustement et le maintien de la compétitivité peuvent se faire par l'accroissement de la productivité, le résultat en termes de croissance du niveau de vie est préférable. Il évite de surcroît une inflation, inhérente à une dévaluation et toujours socialement déstabilisatrice.

Mais les prévisions relatives aux prix du pétrole et du gaz sont pour le moment très incertaines, en raison de la multiplicité des facteurs qui les déterminent, tant du côté de l'offre que de la demande (voir note Ferdi, mars 2020)¹⁶. Les différents scénarios se fondent sur un prix du pétrole entre 20 et 50\$ le baril, ce qui rendra difficile le redressement des finances publiques et de la balance courante des paiements. Dans la mesure où les chocs externes qui affectent présentement les pays de la CEMAC sont potentiellement importants et durables, la question se pose de savoir comment, le cas échéant, donner plus de flexibilité aux francs CFA.

¹⁴ Cf. Note de la Ferdi à l'intention de la Commission de la CEMAC « La CEMAC et les programmes de seconde génération FMI » juin 2020

¹⁵ Le cas inverse d'un choc positif suscite de la part des dirigeants beaucoup moins de souci en ce qui concerne la parité et l'on envisage rarement le besoin d'une réévaluation de la monnaie.

¹⁶ La note de la Ferdi à l'intention de la Commission de la CEMAC « La CEMAC face aux impacts du coronavirus » mars 2020 présente une analyse détaillée de ces facteurs sur laquelle la note actuelle ne revient pas.

2. Les options pour une flexibilité du taux de change du franc CFA¹⁷.

Les différents moyens qui peuvent être envisagés d'accroître la flexibilité des taux de change des francs CFA ne répondent pas toutes simultanément aux deux arguments en faveur de la flexibilité, que sont l'instabilité des devises internationales et celle du prix des produits primaires, comme nous allons le voir maintenant.

Nous montrons d'abord l'impossibilité d'un flottement libre, puis exposons les contraintes relatives aux deux principales options disponibles, le flottement contrôlé ou l'allègement des conditions de modification d'un taux de change demeurant fixe. Deux autres solutions sont présentées, le rattachement à un panier de monnaie ou la création de marges autour de la parité, dont les inconvénients nous paraissent supérieurs aux avantages pour la CEMAC. Enfin une dernière option de parité mobile ou d'ancrage glissant est évoquée, qui n'est pas d'actualité car correspondant à une situation de crise profonde.

Un flottement libre, une solution irréaliste

Une solution radicale et prônée par certains serait un flottement libre, les cours en devises du franc CFA étant déterminés exclusivement par le marché des changes. Cette solution a l'avantage de ne pas impliquer de décision politique pour diriger le flottement (elle convient bien à l'Union monétaire européenne, sans gouvernement fédéral). Pour la CEMAC, comme pour l'UMOA ou la CEDEAO elle est irréaliste. Le flottement libre de la monnaie, qui est le régime des pays industrialisés, n'existe qu'exceptionnellement dans des pays en développement ou émergents (Chili, Somalie, Mexique). En effet il exige un bon fonctionnement du marché interbancaire des changes et un libre mouvement des capitaux, au risque sinon de se traduire par une forte instabilité du taux de change. Ces conditions ne sont pas remplies en CEMAC et le flottement libre du franc CFA ajouterait un choc endogène de nature monétaire aux chocs externes.

¹⁷ Cette section est directement inspirée de l'article Guillaumont P. et S. Guillaumont Jeanneney (2017). Pour une analyse approfondie des différents régimes de taux de change existants dans le monde et singulièrement dans les pays en développement on peut se rapporter à S. Guillaumont Jeanneney, 2015.

Un flottement contrôlé : une solution politiquement difficile

En revanche on peut songer à un flottement contrôlé, tel qu'adopté dans un certain nombre de pays à économie émergente ou en développement, mais par un faible nombre de Pays moins avancés (PMA)¹⁸ : au 30 avril 2019, selon la classification du FMI, 26 pays en développement (dont quatre PMA) ont adopté un flottement contrôlé contre 68 à change fixe ou stabilisé¹⁹. En CEMAC un flottement contrôlé se heurterait à la difficulté d'une gestion collective par les gouvernements en l'absence d'un gouvernement fédéral définissant la trajectoire souhaitable. La seule solution pratique serait de confier la gestion du taux de change à la BEAC, ce qui constituerait, après l'abandon de la politique monétaire, un nouveau transfert de souveraineté, auquel les gouvernements de la CEMAC ne sont sans doute pas prêts. Selon la Convention de l'Union monétaire de l'Afrique centrale (UMAC qui est l'institution de la CEMAC en charge des questions monétaires) en son article 23 il revient à la BEAC «de conduire la politique de change » ; mais à l'heure actuelle il s'agit seulement de la gestion des réserves et du contrôle des opérations de change.

D'autre part cette solution serait-elle compatible avec la garantie illimitée d'apport en devises que donne le compte d'opérations ou un compte de garantie comme celui mis en place pour l'UEMOA? La nature des relations entre le Trésor public français et la BEAC en serait modifiée. En cas d'épuisement de ses réserves de change la Banque centrale aurait à faire un arbitrage politiquement difficile, entre laisser se déprécier la monnaie ou tirer sur le compte d'opérations devenu débiteur. Les conditions de cet arbitrage devraient sans doute alors être fixées *ex ante* en fonction de l'ampleur du déficit, avec un risque de spéculation à la baisse du franc CFA. Il est d'ailleurs frappant que l'UEMOA, lors de la récente réforme de sa coopération monétaire avec la France, a conservé la fixité de sa monnaie (désormais l'ECO, vis-à-vis de l'euro). Le passage à un flottement contrôlé n'est envisagé que lorsque l'ECO deviendrait la monnaie commune de la CEDEAO, dont l'échéance prévu cette année a été repoussée sans précision de date.

La suppression de l'unanimité pour un changement de parité

A la CEMAC la politique de change est régie par la Convention de l'Union monétaire de l'Afrique centrale (UMAC), qui est l'une des institutions de la CEMAC. Selon son article 6 « La dénomination et la définition de l'unité monétaire de l'Union pourront être modifiées après concertation entre les États membres et la France qui garantit la convertibilité du franc CFA... ». Si la majorité requise pour une telle décision n'est pas précisée, celle-ci devrait

¹⁸ En CEMAC deux pays sont classés dans la catégorie des PMA par les Nations Unies, la République Centrafricaine et le Tchad.

¹⁹ Calcul à partir du tableau établi par le FMI « *De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements, as of April 30, 2019, and Monetary Policy Frameworks*, IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange restrictions 2019. 13 pays en développement ne sont pas classés par le FMI qui considère que leur régime est incertain ou fluctuant.

certainement impliquer l'unanimité des États et une décision au plus haut niveau (comme lors de la dévaluation de 1994 qui fut décidée par les chefs d'État). C'est cette unanimité qui rend difficile une modification de la parité, car on ne voit guère une opposition de la France à une telle décision.

Il serait concevable que le choix de la parité relève d'un choix majoritaire des États, ce qui impliquerait une révision de la Convention de l'UMAC. On pourrait imaginer une majorité simple (un État une voix) ou pour une décision aussi importante une majorité qualifiée, éventuellement pondérée par l'importance des populations²⁰. Notons qu'à l'heure actuelle le Comité ministériel de l'UMAC (article 19 de la Convention) peut prendre certaines décisions à la majorité des cinq sixièmes ce qui empêche le veto d'un État.

Comme les coûts et bénéfices qui résulteraient pour chaque État d'une dévaluation ne sont pas identiques, une décision par consensus est préférable. C'est d'ailleurs une tradition dans les deux Unions que les décisions importantes soient prises par consensus. Cependant le principe de solidarité qui est à la base des Unions suggère qu'une décision soit acceptable dès lors qu'elle correspond au souhait d'une majorité de pays en difficulté. L'abandon de l'unanimité a l'avantage d'être une solution simple et qui implique un abandon de souveraineté bien moindre qu'un flottement contrôlé et semble moins difficilement acceptable par les gouvernants des États.

Le rattachement à un panier de devises

Deux autres solutions sont envisageables pour donner plus de flexibilité au cours de change du franc CFA. La première, souvent évoquée, est son rattachement, non plus à l'euro, mais à un panier de monnaies *ad hoc*, comportant au minimum l'euro et le dollar, voire le renminbi, ou au DTS²¹. Ce mode de rattachement a connu une certaine vogue dans les années quatre-vingt, sous l'impulsion du FMI, puis sa pratique a diminué, puisqu'il n'est utilisé à l'heure actuelle que par huit pays émergents ou en développement, dont aucun Pays moins avancés (PMA) ou à faible revenu. L'idée sous-jacente est que, en cas de variation du cours de change de l'euro contre le dollar (ou d'autres monnaies du panier), la dépréciation ou l'appréciation des francs CFA à l'égard de ces monnaies serait automatiquement atténuée. Le rattachement à un panier de monnaies serait une réponse à la variabilité des cours bilatéraux des grandes monnaies du monde, mais non à l'instabilité des prix des matières premières et notamment du pétrole, qui demeure la question la plus importante pour la CEMAC.

L'automatisme de la réponse à la variabilité des grandes monnaies du monde qui constitue le mérite du rattachement à un panier de monnaies doit être mise en balance avec

²⁰ Une pondération par les PIB serait inéquitable car les petits pays sont plus affectés que les grands par une dévaluation et contraire à la solidarité entre États différents par leur dimension économique à l'intérieur de l'Union.

²¹ Le DTS est lui-même un panier de monnaies composé du dollar des États-Unis, de l'euro, du renminbi chinois, du yen japonais et de la livre sterling.

trois avantages du rattachement à l'euro. i) Les opérateurs économiques de la CEMAC qui commercent avec les dix-neuf pays de la zone euro ou d'autres pays qui rattachent leur monnaie à l'euro (les pays de l'UEMOA et huit autres pays principalement d'Europe de l'Est) n'ont pas à se couvrir pour le risque de change, couverture qui pour les petites entreprises est compliquée et coûteuse. De plus le service des emprunts libellés en euros conserve une contre-valeur certaine en francs CFA. ii) L'ancrage du franc CFA à une monnaie bien définie (en l'occurrence l'euro) assure en permanence une cotation stable (qui disparaîtrait avec un rattachement à un panier) et est un élément de la confiance en la stabilité monétaire, il contribue à réduire les anticipations inflationnistes des agents économiques et par là à diminuer les coûts que présente la réduction de l'activité économique due à une politique monétaire restrictive qui serait peu crédible. iii) Enfin il existe au niveau international une corrélation négative entre la valeur du dollar américain dans les autres devises et le prix international des produits côtés en dollars²². En rattachant les francs CFA à l'euro (plutôt qu'au dollar) les pays de la Zone franc stabilisent (certes partiellement) la valeur de leurs exportations exprimées en francs CFA.

Certes le rattachement à une seule monnaie laisse variables de nombreux cours de change, puisque le système financier international est fondé depuis 1973 sur le flottement libre des monnaies des pays industrialisés. C'est pourquoi l'ancrage sur une seule monnaie est particulièrement adapté aux pays en développement dont le commerce est relativement concentré sur l'ensemble des pays dont cette monnaie est comme l'unité monétaire légale ou ayant adopté le même système de rattachement. Les pays de la CEMAC ont longtemps effectué la majeure partie de leur commerce extérieur soit avec les pays de l'Union monétaire européenne, soit avec d'autres pays de la Zone franc. Cependant cette part tend à diminuer notamment en raison du développement très rapide des échanges avec la Chine, et elle est variable selon les pays (voir tableau en Annexe).

Ceci étant, la composition du panier de devises ne serait pas un choix évident. D'une part les pays partenaires commerciaux et financiers diffèrent d'un pays à l'autre. D'autre part la destination géographique des exportations perd de sa signification pour des produits primaires vendus sur les marchés internationaux. Il conviendrait de tenir compte de la destination et de l'origine des importations hors matières premières ou au-moins hors pétrole. L'usage du DTS pourrait sans doute être plus facilement l'objet d'un consensus qu'un panier *ad hoc*, bien qu'il puisse poser des problèmes techniques pour la gestion quotidienne du change²³.

²² Quand le dollar s'apprécie, les prix internationaux des produits primaires côtés en dollar tendent à diminuer, et inversement.

²³ La valeur du DTS en dollars se modifie quotidiennement (elle est affichée sur le site internet du FMI). Comme le DTS est une somme de monnaies, la pondération relative des devises varie selon que les monnaies s'apprécient ou se déprécient les unes par rapport aux autres (cf. IMF, 2016a).

La définition d'une bande de fluctuations du cours de change des francs CFA autour de la parité

Dans le but de faire face à la variation des termes de l'échange, on peut imaginer de donner une certaine flexibilité au cours de change du franc CFA par la création d'une bande de fluctuations autour de la parité, que celle-ci soit définie en euros ou par rapport à un panier de monnaies. Cela impliquerait que le franc CFA soit coté sur un marché des changes au lieu d'être l'objet d'un cours administré et que la BEAC intervienne librement sur le marché des changes pour contenir les variations du taux de change à l'intérieur de la bande horizontale définie. La largeur de la bande serait logiquement supérieure à 2%, pourcentage retenu par le FMI pour définir le régime de change fixe conventionnel. L'abandon de souveraineté des États en faveur de la Banque centrale multinationale serait limité puisqu'ils continueraient à définir une parité; il serait d'autant plus important que la bande serait plus large.

Ce type de régime a rencontré dans le passé une certaine faveur, notamment en Amérique latine et en Europe de l'Est dans les années quatre-vingt-dix, mais depuis 2012 il ne concerne qu'un seul pays²⁴. Cette défaveur tient au fait que lorsque le cours du change de la monnaie atteint le plafond ou le plancher défini, se déclenchent des anticipations de réévaluation ou de dévaluation selon le cas, ce qui risque de contraindre les autorités à une modification non désirée de la parité.

Une parité mobile

Le jour où la situation deviendrait critique dans la CEMAC et où une modification de la parité apparaîtrait incontournable, une solution, plus radicale que les précédentes, serait d'établir une sorte de parité mobile, qui pourrait elle-même prendre deux formes, celle d'une indexation de la parité sur divers indicateurs (évolution des prix, solde de la balance des paiements avec des seuils de déclenchement) ou celle d'une sorte de « tablita »²⁵: dans cette seconde hypothèse, les chefs d'État ou les ministres des finances indiqueraient à la Banque centrale la tendance souhaitable de la parité pour la ou les quelques années à venir, évitant ainsi une forte dévaluation immédiate qui paraîtrait traumatisante. De faibles et régulières dépréciations pourraient être plus acceptables qu'une ample dévaluation.

²⁴ À partir de 2009 selon le FMI il ne s'agit plus que de quatre pays et depuis 2012 seulement de Tonga. Cependant en 2015 la Chine a élargi la bande de fluctuation du cours du Yuan autour de sa parité en dollars au-delà de la marge conventionnelle ; simultanément il est prévu que la parité dépende de la cotation à la fin de la journée précédente. Rappelons qu'à partir de 1993 dans le cadre du Système monétaire européen (SME) les marges de fluctuations des monnaies européennes autour des cours pivots, initialement de +/- 2,25, sont passées à +/- 15% en raison de la forte spéculation contre les monnaies faibles du système (franc français, franc belge, couronne danoise) après la sortie de la livre sterling et de la lire italienne.

²⁵ Le terme de « tablita » vient de l'expérience des pays d'Amérique latine (Argentine 1978-1980, Uruguay 1978-1982, Chili 1978). On a pris l'habitude de lui donner le nom espagnol de *tablita* parce que le taux de dépréciation nominale pré-annoncé était inscrit dans un tableau. Au demeurant, dans ces pays, l'objectif de la *tablita* était de réduire les anticipations inflationnistes, ce qui n'est évidemment pas à l'heure actuelle le problème de la CEMAC.

Dans les deux cas on ne doit pas sous-estimer le risque de sorties de capitaux induites par les anticipations de dépréciation de la monnaie. Certes ces anticipations peuvent être dans une certaine mesure compensées par une politique appropriée des taux d'intérêt. Et l'engagement des autorités de limiter la dépréciation de la monnaie pourrait donner plus de confiance aux investisseurs que le maintien d'une parité non crédible. En 2019 vingt et un pays en développement recourent à une parité mobile dont huit Pays moins avancés (PMA)²⁶.

Besoin d'un accord européen

Depuis la création de l'Union monétaire européenne et le remplacement du franc français par l'euro, une décision du Conseil européen, sur recommandation de la Commission européenne et après avis de la Banque centrale européenne, est nécessaire pour tout changement de la portée des accords²⁷. Il est probable que les réformes envisagées ci-dessus seraient interprétées comme une modification de la portée des accords. Certes cette exigence d'accord de l'Union européenne ne devrait pas empêcher la réforme, mais elle pourrait en accroître le temps nécessaire (avec peut-être des anticipations déstabilisatrices du cours de change).

²⁶ Ce système pourrait aussi servir si un jour il convenait d'apprécier le franc CFA. La Chine l'a effectivement utilisé de 2010 à 2012 dans le sens d'une appréciation régulière du Yuan vis-à-vis du dollar, afin de contenir les pressions inflationnistes.

²⁷ Décision du Conseil Européen du 23 novembre 1998 concernant les questions de change relative au franc CFA et franc comorien (article 4)

Tableau 2 : Récapitulatif des options en matière de flexibilité du taux de change du franc CFA

Les options	Avantage vis-à-vis de l'instabilité des termes de l'échange	Avantage vis-à-vis de l'instabilité des devises	Faisabilité technique ou politique
Flottement libre			Impossible techniquement
Flottement contrôlé	Oui	oui	Difficile politiquement car abandon de souveraineté des États Impose un bon fonctionnement du marché des changes
Fin de l'unanimité nécessaire pour une décision de modification de la parité	Oui	oui	Possible politiquement Facile techniquement
Rattachement à un panier de devises	Non	oui	Possible politiquement mais difficulté pour le choix du panier et moins favorable à la confiance dans la stabilité monétaire
Marges de fluctuations autour de la parité	Oui	oui	Possible politiquement Impose un bon fonctionnement du marché des changes Risque de spéculation de dévaluation
Parité mobile ou <i>tablita</i>	Non	non	Non d'actualité Se justifierait dans une situation de déficit incontrôlé de la balance de paiements

Références

D’Pola Kamdem U. et Okah Atenga X.E. (2020) « Intermédiation financière et croissance économique : évidence des pays de la CEEAC » *Les cahiers du CEDIMES*, vol.15, n°4, p.66-78.

Feindouno (S.), Guérineau (S.), Guillaumont (P), Guillaumont Jeanneney (S.) et Plane (P.), 2019, *Zone franc, croissance économique et pauvreté*, Ferdi, décembre, 132 pages consultable en ligne [www. Ferdi](http://www.ferdi.org)).

Ferdi (2020) « La CEMAC face aux impacts du coronavirus » mars 2020, note à l’intention de la CEMAC.

Ferdi (2020) « La CEMAC et les programmes de seconde génération FMI » juin 2020, note à l’intention de la CEMAC.

Guillaumont. P et S. Guillaumont Jeanneney (2017) "La Zone franc en perspective", *Revue d'économie du développement*, n°2 juin, pp 5-40.

Guillaumont P., Guillaumont Jeanneney S. and J-F Brun (1999) « How Instability Lowers African Growth" *Journal of African Economies*, vol. 8 (1), p. 87-107.

Guillaumont Jeanneney S. (1998), *Monnaie et Finance*, Paris, PUF.

Guillaumont Jeanneney (2015), *Régimes et stratégie de change dans les pays en développement*, Paris, Economica.

Guzman M., Ocampo J.A. and J.E Stiglitz (2017) « Real Exchange Policies for Economic Development" *NBER Working Paper*, n°23868.

IMF (2019) « Central African Economic and Monetary Community (CEMAC) *Country Report* n°19/383.

Johnson. S, J. D. Ostry and A. Subramanian. (2007). "The Prospects for Sustained Growth in Africa: benchmarking the constraints", *NBER, Working Paper* 13120, May.

Mbaye A.A., Diop L.T. et F. Gueye (2017) « Sortie des pays africains de la Zone franc: entre le mythe et la réalité » *Revue Interventions économiques, hors série*, Transformations 2017, *L’Afrique est-elle partie ? Bilan et perspectives de l’intégration africaine*, p.94-99.

Pattillo C., Tsangarides C. et P. Van Den Boogaerde (2008) « Growth and Convergence in the CFA Franc Zone » in A. Gulde et C. Tsangarides, *The CFA Franc Zone, Common Currency, Uncommon Challenge*, International Monetary Fund, Washington, DC, chapitre 2.

Rodrik. D. (2008). "The real exchange rate and economic growth". *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall), 365–412.

Annexe : Pays partenaires des pays de la CEMAC à l'importation hors pétrole en 2017

Pays CEMAC	Partenaires	Part	Pays CEMAC	Partenaires	Part
Centrafrique	France	28,84	Gabon	France	37,70
Centrafrique	Chine	13,01	Gabon	Chine	12,95
Centrafrique	Cameroun	11,50	Gabon	Congo, Rép.	9,82
Centrafrique	Etats-Unis	10,77	Gabon	Belgique	9,69
Centrafrique	Pays-Bas	7,45	Gabon	Etats-Unis	8,33
Centrafrique	Japon	6,58	Gabon	Pays-Bas	5,32
Centrafrique	Belgique	6,25	Gabon	Italie	5,18
Centrafrique	Nigeria	6,16	Gabon	Allemagne	4,21
Centrafrique	Inde	5,33	Gabon	Royaume-Uni	3,55
Centrafrique	Brésil	4,11	Gabon	Trinité-et-Tobago	3,24
Cameroun	France	27,04	Guinée Equatoriale	Espagne	20,52
Cameroun	Chine	26,96	Guinée Equatoriale	Chine	20,41
Cameroun	Belgique	7,60	Guinée Equatoriale	Etats-Unis	20,10
Cameroun	Etats-Unis	7,33	Guinée Equatoriale	France	11,57
Cameroun	Allemagne	6,37	Guinée Equatoriale	Italie	7,04
Cameroun	Inde	5,94	Guinée Equatoriale	Royaume-Uni	6,06
Cameroun	Thaïlande	5,50	Guinée Equatoriale	Maroc	3,93
Cameroun	Italie	5,21	Guinée Equatoriale	Brésil	3,59
Cameroun	Pays-Bas	4,14	Guinée Equatoriale	Belgique	3,47
Cameroun	Brésil	3,91	Guinée Equatoriale	Pays-Bas	3,31
Congo	Angola	26,46	Tchad	Chine	32,62
Congo	France	16,35	Tchad	France	22,67
Congo	Gabon	13,96	Tchad	Cameroun	8,16
Congo	Chine	9,76	Tchad	Etats-Unis	6,96
Congo	Italie	6,73	Tchad	Belgique	6,38
Congo	Singapour	5,66	Tchad	Benin	5,42
Congo	Belgique	5,53	Tchad	Italie	5,01
Congo	Etats-Unis	5,28	Tchad	Nigeria	4,57
Congo	Brésil	5,22	Tchad	Inde	4,37
Congo	Guinée Equatoriale	5,05	Tchad	Pays-Bas	3,84

Source : CEPII BACI