

UFR Economie - Stratégies - Entreprises (ESE)

Ecole doctorale de sciences économiques

Centre de Recherche sur la Politique Publique dans une Economie de Marché (CREPPEM)

**La Zone CFA : le choc de la dévaluation et
analyse des nouvelles orientations de la politique
économique**

THESE DE DOCTORAT EN SCIENCES ECONOMIQUES

Soutenu le 21 Décembre 2010

par Soumaila DOUMBIA

Jury

Rolande BORRELLY	Professeur à l'Université Stendhal
Philippe HUGON	Professeur émérite à l'Université de Paris X (Nanterre), Rapporteur
Jörg MAYER	Senior Economic Affairs Officer, CNUCED
Jean-Paul POLLIN	Professeur à l'Université d'Orléans, Rapporteur
Ramòn TORTAJADA	Professeur émérite à l'Université Pierre Mendès France, Directeur de Thèse

UFR Economie - Stratégies - Entreprises (ESE)

Ecole doctorale de sciences économiques

Centre de Recherche sur la Politique Publique dans une Economie de Marché (CREPPEM)

**La Zone CFA : le choc de la dévaluation et
analyse des nouvelles orientations de la politique
économique**

THESE DE DOCTORAT EN SCIENCES ECONOMIQUES

Soutenu le 21 Décembre 2010

par Soumaila DOUMBIA

Jury

Rolande BORRELLY	Professeur à l'Université Stendhal
Philippe HUGON	Professeur émérite à l'Université de Paris X (Nanterre), Rapporteur
Jörg MAYER	Senior Economic Affairs Officer, CNUCED
Jean-Paul POLLIN	Professeur à l'Université d'Orléans, Rapporteur
Ramòn TORTAJADA	Professeur émérite à l'Université Pierre Mendès France, Directeur de Thèse

REMERCIEMENTS

Je tiens particulièrement à remercier le Professeur Ramòn TORTAJADA pour avoir consacré son temps et son énergie dans l'encadrement de cette thèse. Sa méthode de travail, basée sur des séances quasi-quotidiennes dans un cadre formel comme informel, m'a beaucoup aidé dans la réalisation de ce travail. J'estime, sans doute, qu'elle me servira au-delà. Je voudrais également remercier les Professeurs Philippe HUGON et Jean-Paul POLLIN qui m'ont fait l'honneur d'être les rapporteurs de ma thèse. Enfin, mes sincères remerciements vont à Rolande BORRELLY et à Jörg MAYER d'avoir accepté de siéger dans mon Jury.

Je profite également de cette occasion pour exprimer ma reconnaissance au Programme d'excellence de l'Etat malien. Ce Programme initié par Alpha Omar KONARE (ancien Président de la République du Mali) est un exemple rare de politique de formation en Afrique. C'est grâce à ce Programme que j'ai pu réaliser cette thèse. A cet effet, je salue Mme LY et M. CISSE d'avoir posé les premiers jalons de ce Programme. Je salue les œuvres de l'association Niongodèmè et, surtout, Marc BUONOMO qui s'occupent de l'intégration des nouveaux boursiers maliens à Valence.

J'ai une pensée pour tous mes collègues du CEPSE (aujourd'hui CREPPEM), pour mes amis de la communauté malienne et mes camarades de promotion.

A mes frères et sœurs, à mon père Moussa, à ma mère Salimata COULIBALY, à Diaratou et à Kadi.

L'Université Pierre Mendès France n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions émises dans cette thèse. Celles-ci sont imputables à son auteur.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	7
Chapitre introductif : L’Afrique, un laboratoire des questions monétaires	21
Section 1 : La contribution de l’Afrique à la compréhension des pratiques monétaires.....	23
Section 2 : L’Afrique regorge de projets d’intégration monétaire	41
1^{ère} PARTIE : Le choc de la dévaluation.....	58
Chapitre 1 : Du régime des accords monétaires aux programmes d’ajustement structurel.....	60
Section 1 : Les fondements du régime des accords monétaires	61
Section 2 : Les implications du régime des accords monétaires	82
Chapitre 2 : La dévaluation du franc CFA et les mesures d’accompagnement.....	98
Section 1 : Les justifications de la dévaluation	99
Section 2 : Les mesures d’accompagnement et la place de la monnaie.....	118
Chapitre 3 : La dévaluation du franc CFA : un bilan mitigé.....	139
Section 1 : Les effets de la dévaluation aux niveaux macroéconomique, sectoriel et social	140
Section 2 : L’impact de la dévaluation sur la compétitivité et selon la Zone d’émission..	159
2^{ème} PARTIE : Analyse des nouvelles orientations de la politique économique.....	175
Chapitre 4 : La Zone CFA et les caisses d’émission : les analogies de deux systèmes d’émission monétaire	177
Section 1 : Le franc CFA, une fixité conventionnelle <i>de jure</i> , mais un <i>currency board de facto</i>	178
Section 2 : D’autres éléments de comparaison et les implications du <i>currency board</i> de fait	191
Section 3 : Les implications des réformes récentes.....	201
Chapitre 5 : Surliquidité bancaire et sous-financement de l’économie, une analyse du paradoxe de la Zone CFA	216
Section 1 : La liquidité bancaire : définitions et mesures	218
Section 2 : Les causes et le recyclage de la surliquidité bancaire	231
Chapitre 6 : La fixité du franc CFA au défi de l’hétérogénéité structurelle	257
Section 1 : Une monnaie unique pour des pays hétérogènes	259
Section 2 : Le choix du régime de change et de la monnaie d’ancrage	270
CONCLUSION GENERALE	291

INTRODUCTION GENERALE

Au moment où les spéculations vont bon train sur les chances de survie de la Zone euro en raison de la détérioration des finances publiques d'un certain nombre d'Etats¹, les pays de la Zone CFA fêtent le 50^{ème} anniversaire de leur indépendance et, donc, du maintien de leur union monétaire. La longévité de cette Zone atteste sans doute sa capacité à faire face aux chocs multiples et révèle la préférence de ses différents membres en faveur de l'intégration monétaire. Cette longévité ne devrait, tout de même, pas dissimuler les problèmes qui jalonnent son parcours. La Zone CFA s'est illustrée par trois scandales survenus à la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC). Le premier fait suite à la crise des *subprime* qui a affecté le système financier des pays développés et qui n'a pas épargné la BEAC. Celle-ci a effectué un placement de 500 millions d'euros (près de 328 milliards de francs CFA) dans des produits financiers risqués auprès de la Société Générale. Ce placement s'est soldé par une perte de 25 millions d'euros (16,4 milliards de francs CFA)². Le second concerne les malversations financières découvertes au Bureau Extérieur de Paris. Estimées à 28,2 millions d'euros (18,5 milliards de francs CFA), ces malversations ont conduit à la destitution du Gouverneur Philibert ANDZEMBE³. Le troisième, le plus grave s'il se confirme, est relatif aux dysfonctionnements de la gouvernance de la BEAC à la suite desquels le FMI a suspendu en mai 2010 son soutien financier aux pays membres de la CEMAC. Le motif en est l'absence de justificatif pour les opérations portant sur 5 milliards d'euros (3 279,7 milliards de francs CFA). Ces dysfonctionnements s'expliqueraient par le déficit de contrôle du siège de la Banque centrale sur les opérations de change engagées par les directions nationales⁴. L'importance de ces scandales révèle avec acuité des problèmes de gouvernance au sein de la BEAC, mais elle ne devrait pas occulter d'autres questions de premier ordre, notamment le maintien de la Zone CFA sur un demi-siècle et les évolutions macroéconomiques consécutives à la dévaluation de 1994.

¹ Les pays de la Zone euro qui ont davantage souffert de la crise financière et dont les finances publiques se sont détériorées sont : le Portugal, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne.

² Voir *Jeune Afrique*, (2009), N° 2509, du 08 au 14 février, pp 57-59.

³ Voir BEAC, (2009), *Rapport d'enquête, Mission d'appui aux travaux du comité d'audit sur les malversations au Bureau Extérieur de Paris*, 24 octobre 2009. Sous la pression du Fonds Monétaire International (FMI), ce rapport a été publié et est disponible à l'adresse suivante : <http://www.beac.int/communiqués/rapportBEPParis09.pdf>. Voir aussi *Jeune Afrique*, (2009), N° 2540, du 13 au 19 septembre.

⁴ Voir *Jeune Afrique*, (2010), N° 2579, du 13 au 19 juin.

S'il est un événement économique d'ampleur considérable qui marqua l'intégralité des pays de la Zone CFA, c'est sans doute la dévaluation de 1994. Celle-ci, par son importance, sa signification et ses effets, fait plus que jamais partie de l'imaginaire populaire de ces pays. La dévaluation trouve son origine dans la crise économique des années 80 qui a été l'occasion pour les institutions de Bretton Woods d'expérimenter dans ces pays des programmes de stabilisation et d'ajustement. Dans un premier temps, ces programmes ont mis en avant des mesures destinées à restaurer les équilibres macroéconomiques en faisant abstraction de l'ajustement du taux de change. L'échec des programmes d'ajustement réel conjugué avec l'appréciation du franc français (du franc CFA) à l'égard du dollar et la baisse des cours des matières premières ont contribué à la détérioration de la situation économique. Aussi, les institutions financières internationales ont-elles conditionné les nouveaux apports financiers à la dévaluation. Celle-ci était censée restaurer les équilibres macroéconomiques, financiers et permettre la réinsertion financière internationale de ces pays. Elle avait aussi pour ambition de stimuler la compétitivité.

Le contexte de la dévaluation

La dévaluation n'était pas une mesure *a priori* voulue par les autorités politiques de la Zone CFA. Son acceptation résulte de l'insuffisance des ressources nécessaires durant une période particulière de marasme des activités économiques. Les mesures de restructuration et d'annulation de la dette y étaient conditionnées. De leur côté, les autorités françaises ont, d'abord, réfuté l'idée de la dévaluation pour ensuite l'exiger, malgré leurs engagements vis-à-vis des pays de la Zone CFA. Ce changement de position s'explique non seulement pour des raisons politiques (adresser un signal fort au reste du monde sur la nature du partenariat franco-africain appelé à être « normalisé »), mais aussi pour des raisons financières (limiter le recours des Banques centrales de la Zone CFA aux ressources du Trésor). L'acceptation de la dévaluation par les autorités françaises a porté atteinte à l'un des piliers de la coopération monétaire : la fixité quasi-irrévocable du taux de change grâce au tirage, en théorie, illimité des ressources du Trésor *via* le dispositif *du compte d'opérations*. Les conventions monétaires n'ont pas été respectées, obligeant par là même les pays de la Zone CFA à se conformer aux vœux des institutions de Bretton Woods. « *La dévaluation de 1994 était un événement majeur qui risquait de détruire les Zones franc CFA. La décision de dévaluer est intervenue après des années de négociation. La dévaluation a été soutenue très tôt par le FMI et la Banque mondiale, mais réfutée par la France et les autorités africaines. La France a déclaré le*

changement de sa position lors de la réunion de la Zone franc à Abidjan, Côte d'Ivoire, en septembre 1993, quand elle déclara clairement qu'elle pourrait donner son aide seulement aux pays qui ont accompli un accord avec les institutions de Bretton Woods (le FMI et la Banque mondiale) »⁵.

La dévaluation ne se réduit pas à une politique de relance conjoncturelle. Elle avait également pour vocation de modifier considérablement les structures macroéconomiques afin de redonner à cet ensemble de pays les moyens nécessaires à une croissance « durable » et au décollage économique. Elle a été un véritable choc qui, au-delà de ses effets directs, provoqua une véritable prise de conscience de la dimension monétaire de l'économie. *« Avec la dévaluation le 11 janvier 1994 de la monnaie commune à ces pays, le franc CFA et ses effets immédiats sur le coût de la vie, la conscience du grand public s'est soudain éveillée à des problèmes dont il ne pouvait soupçonner l'existence dans le contexte de stabilité qui a toujours caractérisé la Zone d'émission »* (BCEAO, 2000, p. 27). Un intérêt quasi-généralisé des médias et des populations pour le franc CFA en a découlé. Depuis, les grands événements économiques internationaux et les évolutions conjoncturelles des pays de la Zone CFA alimentent périodiquement les spéculations sur le sort du franc CFA. Spéculations qui font désormais partie intégrante des préoccupations des populations. Celles-ci tentent tant bien que mal de cerner les phénomènes monétaires et leurs implications sur leur vie quotidienne. Seize ans après, la crainte d'une nouvelle dévaluation ressurgit presque sans cesse avec les conjonctures défavorables. *Ainsi, cette thèse se donne pour objet d'étudier la portée de la dévaluation du franc CFA et l'impact des nouvelles orientations de la politique économique adoptée au début de la décennie 1990.*

De nombreuses études sur les effets de la dévaluation

La dévaluation a donné lieu à une pléthore d'études quant à ses effets sur la croissance, la compétitivité et sur le coût de la vie⁶. Ces études ont été enrichies par celles qui ont cherché à cerner les impacts de l'instauration de la monnaie unique européenne sur les

⁵ « *The 1994 devaluation was a major event that risked destroying the CFA franc Zones. The decision to devalue came after years of wrangling; devaluation was advocated early on by the IMF and World Bank but resisted by both the French and African authorities. France signalled a change in his position at a meeting of the Franc Zone in Abidjan, Côte d'Ivoire, in September 1993, when it made clear that it would only provide aid to countries having agreed to program with Bretton Woods institutions (the IMF and World Bank) »* (MASSON & PATILLO, 2005, p. 24).

⁶ Voir par exemple DELAGE & MASSIERA (1994), PARMENTIER & TENCONI (1996), SEMEDO & VILLIEU (1997).

pays de la Zone CFA⁷. Le dixième anniversaire de la dévaluation a renouvelé l'intérêt d'un certain nombre d'organisations et d'auteurs pour la Zone CFA. Ceux-ci ont tenté d'évaluer ses effets de long terme. A cet égard, l'Euro 50 Group s'est réuni, le 12 janvier 2004, pour évaluer les impacts de la dévaluation⁸. La *Revue d'économie financière* a également saisi cette opportunité pour faire un numéro sur les systèmes de changes fixes et la Zone franc⁹. Par ailleurs, l'Agence Française de Développement (AFD) publie régulièrement un rapport (*Rapport Thématique Jumbo*) pour évaluer les gains de compétitivité des pays de la Zone CFA depuis la dévaluation. Les institutions de Bretton Woods, qui sont à l'origine de cette modification de parité, ont également produit des rapports et des études où l'évolution de la compétitivité des pays membres de la Zone CFA tient une place importante. L'intérêt de ces différents acteurs pour les effets de la dévaluation s'explique par leur implication directe ou indirecte dans la décision de dévaluer le franc CFA. Ainsi, les objectifs qui ont motivé la dévaluation, principalement la recherche de la compétitivité, restent de mise et l'évaluation de ses implications sur une période de plus de dix ans montre que cette mesure a été tout, sauf une mesure conjoncturelle. « *La dévaluation de 1994 était le résultat d'une détérioration prolongée des termes de l'échange, une hausse rapide du coût du travail de ces pays et une appréciation nominale du franc français contre le dollar, entraînant une surévaluation du taux de change. La dévaluation a été faite pour restaurer la compétitivité des pays de l'UEMOA et de la CEMAC, elle a été renforcée par des politiques macroprudentielles et des réformes structurelles et elle a permis au PIB de retrouver des taux de croissance positifs. Cette expérience a montré que le maintien d'un régime de change fixe dans les pays de la Zone franc requiert une attention particulière et suggère qu'une évaluation, si les gains de compétitivité issus de la dévaluation ont été préservés ou érodés, est justifiée* ». ¹⁰

Les facteurs qui ont concouru à la dévaluation semblent se réunir de nouveau, mais dans un contexte différent. Cela pose la question de sa réussite surtout en ce qui concerne la modification des structures nécessaires à l'amélioration de la compétitivité, mais soulève

⁷ Voir entre autres HUGON (1999) et TIANI (2002).

⁸ L'Euro 50 group est un groupe de réflexion constitué de 50 personnalités européennes dont Paul De GRAUWE, Otmar ISSING, Charles WYPLOSZ, etc. Voir le site : www.euro50group.org.

⁹ *Revue d'économie financière* (2004), « Les systèmes de changes fixes : la Zone franc », N° 75, Vol.2.

¹⁰ « *The 1994 devaluation of the CFA franc was a result of a prolonged deterioration of the terms of trade of the countries of the CFA franc Zone, a steep rise in the labor costs of those countries, and the nominal appreciation of the French franc against the U.S. dollar, all which resulted in an overvalued exchange rate. The devaluation was instrumental in making CEMAC and WAEMU countries more competitive, and, reinforced by prudent macro policies and structural reforms, helped GDP return to positive growth rates. This experiences has shown that maintaining the fixed exchange rate regime in the CFA franc region requires careful attention to competitiveness and suggests that an assessment of whether the competitiveness gains since the devaluation have been preserved or eroded is warranted* » (RAMIREZ & TSANGARIDES, 2007, p. 4).

aussi des questions proprement monétaires : choix du régime de change, de la monnaie d'ancrage. De ce fait, c'est la pertinence même des règles de fonctionnement de la Zone CFA qui est en cause. En effet, la tendance à la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro, la baisse des cours des matières premières, la hausse des cours du pétrole pour les pays importateurs, les contreperformances des pays de la Zone CFA vis-à-vis du reste de l'Afrique subsaharienne, les conséquences de la crise financière, les problèmes sociopolitiques d'un certain nombre de pays ressuscitent les interrogations qui ont marqué la période précédant la dévaluation. La Zone CFA éprouve souvent des difficultés liées à la faiblesse de la croissance économique des pays membres de l'UEMOA (beaucoup moins dotés en ressources naturelles en comparaison avec les pays de la CEMAC), au problème d'établissement d'un tissu industriel, d'un réseau bancaire dense. Les avantages de la dévaluation se sont estompés. La compétitivité ne s'est pas améliorée et semble même accusée une nouvelle détérioration. Les structures économiques restent dominées par la production et l'exportation des produits de base. Le problème du développement reste entier. Cet ensemble d'éléments négatifs pourrait expliquer l'atonie du taux de croissance coexistant avec une stabilité monétaire digne d'un pays industrialisé. L'importance du taux de couverture de la masse monétaire reconforte ce décalage persistant entre le « secteur monétaire » et le « secteur réel », ce qui soulève des questions sur l'impact et les orientations de la politique économique avec la dévaluation.

En outre, subsistent des interrogations sur la pertinence de la coopération monétaire avec la France et les implications des « règles » monétaires qui en découlent. Ces questionnements ont été amplifiés par les nouveaux projets d'intégration monétaire et économique et l'éventualité d'un élargissement de la Zone. La Zone CFA a toujours fait l'objet de débats quant à ses avantages et à ses coûts. La place de la monnaie et le rôle dévolu à la politique monétaire pour amorcer le développement économique y sont périodiquement soulevés. A cela, s'ajoute la question de la souveraineté monétaire. Dans la quête d'une identité monétaire, la Zone CFA doit-elle substituer le cauri au franc CFA, c'est-à-dire reprendre la souveraineté de sa politique monétaire comme le revendique MBAYE (1995) ou au contraire doit-elle continuer sa coopération monétaire avec la France ? Au final, des problèmes de nature politique s'entrelacent avec des questions de nature économique. L'importance de ces débats montre que les interrogations sur la Zone ne sont pas dénuées de sens. Les échecs (République Démocratique du Congo, Guinée, Mali¹¹ et, plus récemment, le Zimbabwe) et les réussites (Botswana, Gambie, l'Afrique du Sud, etc.) dans le domaine

¹¹ Entre 1962 et 1967.

monétaire font bon ménage sur le continent. Cette cohabitation est parfois contrariée par les politiques de dévaluation compétitive (*beggar – thy – neighbor*).

Par ailleurs, l'environnement international évolue et avec lui la nature des questions. L'avènement de l'euro comme monnaie d'ancrage des francs CFA est une nouvelle donne qui aura des répercussions sur les pays de la Zone CFA. Le choix de l'euro permet d'avoir plus de stabilité que le franc français parce que l'euro est basé sur une économie plus diversifiée et plus large. L'indexation sur l'euro pourrait isoler une fraction importante du commerce et des investissements des pays africains des fluctuations du taux de change. De ce point de vue, l'affaiblissement progressif du commerce avec la France aura un impact limité. En revanche, dans l'optique d'une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, comme cela a été le cas depuis 2003, la Zone CFA pourrait être amenée à envisager des alternatives à une fixité stricte à l'euro. Le choix en faveur d'autres régimes de change (flexibilité, régime de change à parité glissante, indexation sur un panier de devises, etc.) soulève des questions de nature différente. En tout cas, le succès du lancement de l'euro a stimulé l'intérêt pour les projets d'intégration économique et monétaire en Afrique. Cette tendance pourrait conduire la Zone CFA à se renforcer ou à se diluer dans des zones monétaires plus vastes.

Et l'impact des nouvelles orientations de la politique économique ?

La dévaluation du franc CFA a été une thérapie de choc censée résoudre des problèmes conjoncturels, mais aussi structurels. Les études ont souvent visé à évaluer ses effets, mais elles n'ont pas en général suffisamment mis l'accent sur les nouvelles orientations de la politique économique. L'un des ouvrages les plus ambitieux sur la question a été rédigé par la BCEAO¹², mais il demeure, en dépit de son importance quantitative (3 volumes), en deçà d'une appréciation approfondie de l'évolution de la Zone suite au choc de la dévaluation. En cela, LELART écrit : « *On apprend beaucoup sur le déroulement des événements qui se sont succédé depuis quarante ans et sur le rôle des uns et des autres. Mais la place donnée aux jugements portés sur la Zone franc s'en trouve limitée. Les avantages et les inconvénients d'appartenir à la Zone sont évoqués à plusieurs reprises, la situation et le rôle du système financier sont examinés, l'efficacité de la politique monétaire l'est également, mais l'évolution de la Zone au tournant des années 1990, la dévaluation du franc CFA en janvier*

¹² Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, (2000), *L'Union Monétaire Ouest Africaine*, 3 tomes, Georges Israël Editeur, Paris.

1994 et le redressement relatif depuis auraient pu faire l'objet d'une analyse plus approfondie et plus systématique. Il n'est pas facile, en effet, de se faire une idée précise, à la lecture de l'ouvrage, des résultats et par conséquent des chances de la Zone aujourd'hui » (LELART, 2003, pp. 111-112). Dans cette perspective, étudier la portée de cette mesure sur une période aussi longue et analyser les impacts des nouvelles mesures de politique économique s'avèrent utiles.

Il convient, en premier lieu, de définir la notion de dévaluation et celle de la compétitivité. La première est « une décision prise par un gouvernement en accord avec ses partenaires, dans un cadre de change fixe, de modifier la parité de la monnaie nationale vis-à-vis des monnaies étrangères, rendant le taux de change plus élevé pour les nationaux (plus d'unité de la monnaie nationale pour la même unité d'une monnaie étrangère). Une dévaluation est toujours perçue comme une réponse à un déséquilibre mettant en danger l'économie nationale »¹³. La dévaluation du franc CFA s'inscrit dans cette logique. Elle a été le principal remède aux difficultés économiques des pays de la Zone CFA. Difficultés que les programmes d'ajustement préconisés par les institutions internationales n'ont pas résolues. De ce fait, elle a été accompagnée par un ensemble de mesures pour garantir son succès et a été l'occasion de relancer le processus d'intégration économique pour compléter l'intégration monétaire. La mise en place de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) et de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC) procède de cette volonté.

« La compétitivité résulte d'une combinaison entre des avantages construits par les décideurs publics (politiques économiques, environnement institutionnel), des avantages transférés par les firmes multinationales (attractivité du capital, transferts des technologies et des modes organisationnels) et des avantages territorialisés propres à certains pays ou régions (effets d'agglomération, dotations factorielles) [...] Les politiques de change, de libéralisation commerciale et financière mais également les politiques industrielles et la mise en place d'une logistique commerciale sont stratégiques pour asseoir la compétitivité » (HUGON, 2003, p. 25). Cette définition cerne la compétitivité comme un concept large, fondé sur un ensemble de facteurs contribuant au dynamisme d'un pays ou d'un ensemble de pays.

Cette thèse est structurée autour de 7 chapitres. Le premier chapitre, introductif et exploratoire, montrera, contrairement aux idées répandues, que l'Afrique peut être considérée comme un laboratoire des questions monétaires. Ce chapitre dressera un panorama monétaire

¹³ LAKEHAL, M., (2000), *Dictionnaire d'économie contemporaine*, Vuibert, Paris.

de l'Afrique. L'intérêt accordé à l'ensemble du continent est important dans la mesure où les travaux sur l'Afrique sont souvent compartimentés. Les auteurs qui travaillent sur les pays anglophones s'intéressent rarement aux pays francophones et *vice versa*. Le plus souvent, ce sont les institutions internationales, particulièrement la Banque Africaine de développement et la Commission Economique des Nations Unies pour l'Afrique (CEA), qui réalisent des études d'ensemble¹⁴. Dans la perspective d'une plus grande union monétaire en Afrique de l'Ouest, voire au niveau continental, le dépassement d'un tel cloisonnement n'est pas seulement souhaitable, il est également nécessaire. Aussi, permet-il de montrer la singularité de la Zone CFA en Afrique. L'expérience monétaire des pays africains dans la période post-coloniale, coloniale et au lendemain des indépendances souligne la particularité de la question monétaire en Afrique tant sur le plan pratique que théorique, mais aussi l'importance des forces politiques qui ont conduit à la dissolution de certaines zones monétaires coloniales ou, dans le cas avec l'implication d'un hégémon, au maintien d'autres. Un engagement ferme des membres en faveur de l'intégration régionale dans ses diverses dimensions ou la présence d'un hégémon prêt à soutenir les autres membres semblent être essentiels pour le succès durable de l'union ou de la zone monétaire. Quelque soient leurs avantages et leurs inconvénients, l'existence de deux Unions monétaires en Afrique depuis 50 ans, qui ont adopté une trajectoire inverse à celle de la Zone euro, montre que l'Afrique peut être considérée comme un laboratoire des questions monétaires. A cela, s'ajoutent l'existence d'une zone monétaire entre l'Afrique du Sud et quelques pays voisins (la *Common Monetary Area*) et le développement de la coopération monétaire entre les pays de l'Afrique de l'Est (*l'East African Community*). L'étude montrera, par ailleurs, que les pratiques monétaires de l'Afrique précoloniale contribuent largement au débat monétaire contemporain et que les trajectoires monétaires contemporaines procèdent d'un « rejet du passé colonial ». Ces aspects constituent l'un des apports importants de cette thèse.

Les autres chapitres seront répartis entre deux parties comprenant chacune trois chapitres. La première partie, basée sur la dévaluation, est nécessaire à l'analyse des nouvelles orientations de la politique économique. Chaque chapitre s'attachera à répondre à une question ou à un problème bien défini. Dans le laboratoire monétaire africain, la Zone CFA, par sa singularité, apparaît comme un véritable cobaye, en ce sens qu'elle contient deux Unions monétaires qui ont été renforcées par des projets d'intégration économique avec un degré d'intégration très poussé parmi les pays semblables. Cette Zone a évolué suivant deux

¹⁴ HUGON (2003), MASSON & PATILLO (2005) fournissent également un point de vue d'ensemble des phénomènes d'intégration monétaire ou économique en Afrique.

grandes périodes. La première commence au lendemain des indépendances où la priorité a été accordée à la question du développement, de sorte que la politique monétaire, bien que plus rigoureuse qu'ailleurs dans la majorité de l'Afrique en raison des conventions monétaires signées avec la France, a obéi à cet impératif. Le régime de croissance qui en a résulté est qualifié du régime des « accords monétaires » en référence aux engagements monétaires signés avec la France (chapitre 1). Le régime des accords monétaires a conditionné l'évolution de ces pays jusqu'à la période mouvementée des années 1970. Bien plus que le premier, c'est le second choc pétrolier qui révéla les limites de ce régime et l'hétérogénéité structurelle qui caractérise les pays membres de la Zone CFA. Aussi, les déficits des *comptes d'opérations* qui en ont résulté, notamment pour les pays de l'UEMOA, ont été comblés par les tirages effectués sur les ressources du Trésor français et sur les institutions de Bretton Woods. Or, le recours aux ressources des institutions de Bretton Woods est conditionné à la mise en œuvre des programmes dits d'ajustement structurel (PAS). Ceux-ci auront des effets mitigés, ce qui justifia par la suite l'ajustement monétaire, autrement dit, la dévaluation du franc CFA en 1994 (chapitre 2). La dévaluation fut une mesure radicale au point que ses défenseurs anticipèrent de l'accompagner par d'autres mesures pour atténuer ses effets pervers. Elle a aussi été l'occasion de consolider les bases des unions monétaires à travers la mise en place des mesures de convergence. L'objectif le plus important de la dévaluation était l'amélioration de la compétitivité et le regain de la croissance économique. La dévaluation a eu des effets qui se sont faits sentir à plusieurs niveaux. Ces effets seront ainsi étudiés eu égard aux objectifs de départ (chapitre 3). En revanche, les effets de la dévaluation ne se sont pas exercés uniquement sur les agrégats macroéconomiques, sectoriels et sociaux. La dévaluation a été l'occasion d'inverser la philosophie économique des années 1960, autrement dit, la stratégie de développement volontariste fondée sur le régime des accords monétaires. Les tendances qui se sont amorcées, depuis 1994, sont complètement différentes. De l'impératif du développement, l'objet de la politique monétaire est devenu exclusivement la défense de la parité et le maintien de l'inflation à un bas niveau. Pour atteindre ces exigences, les Banques centrales ont mis en œuvre des politiques de ciblage des réserves de change de sorte que leurs structures sont devenues quasiment identiques à celles des caisses d'émission, notamment celles de la seconde génération (chapitre 4). La mise en évidence de l'analogie de la Zone CFA aux caisses d'émission constitue, semble-t-il, un résultat de cette thèse. L'instauration d'une caisse d'émission par une économie a deux implications importantes. La première est la surliquidité du système bancaire. La politique de ciblage des réserves de change de l'Institut d'émission se traduit par une augmentation importante de la part des actifs

étrangers dans ses réserves. Sa préférence en faveur de ces actifs conduit les banques commerciales à favoriser le financement des activités extérieures au détriment des activités tournées vers l'intérieur. Il en découle une surliquidité des banques commerciales qui financent très peu les activités productives. Cette surliquidité sera amplifiée, d'une part, par le rapatriement des capitaux consécutif au développement du phénomène d'émigration, en raison de l'importance du chômage et du sous-développement économique et, d'autre part, par le boom pétrolier (dans la CEMAC) et les mesures d'allégement et d'annulation de la dette. L'analyse de la surliquidité bancaire, en rapport avec la question du financement de l'économie et de l'efficacité de la politique monétaire, constitue également un résultat important de cette thèse (chapitre 5). La seconde implication de l'instauration d'un régime monétaire semblable à une caisse d'émission est la procyclicité du cycle des affaires. En effet, le régime des caisses d'émission empêche la Banque centrale de mettre en œuvre une politique monétaire active. Il en résulte un fonctionnement supposé d'un tel régime qu'est le mécanisme d'ajustement automatique. Autrement dit, l'évolution de l'environnement international conditionne celui de l'économie nationale à travers le solde global de la balance des paiements. La procyclicité du cycle des affaires ne constitue pas un problème quand l'évolution de l'environnement international est favorable à l'économie domestique. En revanche, elle devient très vite problématique dans l'optique d'une évolution défavorable ou d'une évolution différenciée selon les pays (asymétrie des chocs). Dans le cas d'un groupe de pays qui ne peut recourir à l'instrument monétaire, ni au taux de change et même dans une large mesure à l'instrument budgétaire, un cycle défavorable pourrait mettre en danger les économies concernées. L'UEMOA fait souvent face à ce problème qui pourrait être résolu par une politique de change commune ou une politique monétaire commune (MUNDELL, 1961). En revanche, si l'évolution du cycle est différenciée selon les pays, c'est la viabilité même de l'union qui se pose. Ce dernier phénomène est fréquent dans la Zone CFA en raison de l'hétérogénéité structurelle des pays qui constituent chacune des Unions monétaires (chapitre 6). Cette hétérogénéité pose la question de l'appartenance à une même union monétaire et celle du choix du régime de change, voire de la monnaie d'ancrage. La crise récente d'un certain nombre de pays européens, notamment la Grèce, en fournit un bel exemple. Ces aspects constituent également un apport important de cette thèse.

Délimitation du champ du sujet et définitions des termes

Mais qu'est ce que la Zone CFA ? Elle est constituée de l'ensemble des pays africains qui utilisent le franc CFA comme monnaie. Ils sont au nombre de 14 répartis entre deux Unions monétaires, l'UEMOA et la CEMAC. L'UEMOA comprend 8 pays de l'Afrique de l'Ouest (Bénin, Burkina Faso, Côte-d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo) qui partagent comme monnaie le Franc de la Communauté Financière d'Afrique dont l'émission est assurée par la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO). La CEMAC comprend 6 pays de l'Afrique Centrale (Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Guinée Equatoriale, Tchad). Ces pays partagent comme monnaie le Franc de la Coopération Financière d'Afrique émis par la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC). Les deux francs CFA ont des appellations différentes, mais peuvent être considérés comme identiques, car ils obéissent quasi-exclusivement aux mêmes règles et ont le même taux de conversion vis-à-vis de l'euro.

Ce travail concerne uniquement les pays de l'UEMOA et de la CEMAC d'où l'expression « Zone CFA ». Les Iles Comores n'en feront pas partie, d'abord, parce que le taux de dévaluation retenu (50%)¹⁵ dans ce pays en 1994 diffère de celui des deux Unions monétaires de l'Afrique continentale (100%)¹⁶ ; ensuite, ce pays n'évolue pas dans le cadre d'un processus d'intégration monétaire ; enfin, il a une taille négligeable en terme de produit intérieur brut (PIB) et de population eu égard à ceux de l'UEMOA et de la CEMAC.

Dans l'état actuel des choses, la Zone CFA peut être considérée comme un « résidu » de la Zone franc qui regroupa la France et ses anciennes colonies à travers le monde. Les événements politiques internationaux ont progressivement contribué à sa transformation. Elle se limite essentiellement aujourd'hui aux membres de l'UEMOA et de la CEMAC, auxquels s'ajoutent les Iles Comores. L'utilisation de l'expression « Zone franc » pour désigner cet ensemble a perdu de son sens pour au moins deux raisons. La première provient de la disparition du franc français comme monnaie d'ancrage des autres pays de la Zone franc. Depuis la mise en place de l'euro en 1999, le franc français est, d'abord, devenu une subdivision de l'euro et lui a, ensuite, laissé la place. Une zone monétaire fondée et prenant le

¹⁵ La parité du franc comorien s'établissait à 1 FF pour 50 FC. Elle est passée à 1 FF pour 75 FC, ce qui correspond à un taux de dévaluation de 50% en monnaie interne. Le franc comorien est passé de 2 centimes de franc français à 1,33 centime soit un taux de dévaluation de 33% en monnaie externe.

¹⁶ Le franc CFA a été dévalué à hauteur de 100% par rapport au franc français. Sa parité est passée de 50 francs CFA pour 1 franc français à 100 francs CFA pour 1 franc français, ce qui est une dévaluation de 100% en monnaie interne. En monnaie externe, le franc CFA est passé de 2 centimes de franc français à 1 centime, ce qui est une dévaluation de 50% en monnaie externe.

dénominateur d'une monnaie qui n'existe plus relève de ce point de vue d'une « hystérèse ». A ce titre, il convient de souligner que le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC* (2000) mentionne comme membres de la Zone franc les pays suivants : la France, les Départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les Territoires d'Outre-mer (Nouvelle-Calédonie, Polynésie française, Wallis et Futuna), les Collectivités territoriales de la République française (Mayotte, Saint-Pierre-et-Miquelon), la Principauté de Monaco, les pays de l'UEMOA, de la CEMAC et les Comores. L'année 2000 peut être considérée comme une année transitoire à l'introduction de l'euro fiduciaire. Durant cette année, le franc français a continué de circuler en France et était considéré comme une subdivision de l'euro. En revanche, le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC* (2001) paru en 2002 ne mentionne plus la France et ses dépendances et la Principauté de Monaco comme membres de la Zone franc, mais continue à utiliser l'expression « Pays Africains de la Zone Franc » (PAZF). En fait, en 2002, la substitution de l'euro au franc français est devenue effective. La France, Monaco, les Départements d'Outre-mer (DOM) et les collectivités territoriales de Saint-Pierre-et-Miquelon et Mayotte sont passés à l'euro, ce qui ne permet plus de les considérer comme membres de la Zone franc. En revanche, les Territoires d'outre-mer (TOM) n'ont pas été directement concernés par le passage à l'euro. Ils ne sont pas membres de l'Union européenne. En vertu du traité de Maastricht, la France conserve le droit d'y émettre les monnaies selon les modalités de sa législation nationale. La monnaie des TOM reste, de ce fait, le franc CFP (Change Franc Pacifique)¹⁷. La question qui se pose est de savoir pourquoi ces territoires n'ont-ils pas été considérés comme membres de la Zone franc d'autant plus qu'ils utilisent une monnaie qui eut un lien fixe avec le franc français et dont l'histoire se situe au même plan que le franc CFA ? En effet, ces territoires sont avant tout des dépendances de la France. A partir du moment où celle-ci n'a plus le franc français et donc n'est plus membre de la Zone franc, il en va de même pour ceux-là.

La deuxième raison se rapporte exclusivement à la définition d'une Zone monétaire. « *Les zones monétaires stricto sensu se différencient des unions monétaires par leur organisation et les modalités de leur fonctionnement : dans ces zones, plusieurs monnaies nationales ou régionales coexistent et s'échangent à une parité fixe avec la monnaie dominante du groupement monétaire qui garantit, généralement, leur convertibilité externe ; en matière de politique monétaire, chaque pays – ou groupe de pays – membre dispose d'une autonomie qui s'exerce, le plus souvent, à travers l'octroi des crédits à l'économie et la*

¹⁷ BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE, N° 97, janvier 2002.

gestion des avoirs extérieurs » (GERARDIN, 1989, p. 189). Cette définition est influencée par le cas de la Zone franc et des zones monétaires coloniales, notamment en ce qui concerne la garantie de la convertibilité offerte par le pays émetteur de la monnaie dominante. Dans une zone monétaire, la convertibilité peut également être garantie grâce à la volonté du pays émetteur de la monnaie satellite. De ce point de vue, la caractéristique principale d'une zone monétaire est avant tout la fixité et l'harmonisation des changes. Cette définition va au-delà de la question de l'optimalité soulignée par MUNDELL (1961). Dit autrement, une zone monétaire définie de cette manière peut être optimale ou non-optimale selon qu'elle répond ou pas à un certain nombre de critères bien définis. Elle se distingue d'une union monétaire. *« L'union monétaire correspond à la phase ultime du processus d'intégration monétaire : les pays membres disposent en commun d'une Banque centrale et utilisent une même monnaie ; ils arrêtent conjointement les options directrices de la politique monétaire qui s'appliquent aux partenaires de l'union ; ces groupements se caractérisent par une libre transférabilité des capitaux, une mise en commun des avoirs extérieurs et l'application, pour chaque pays, de dispositions de change identiques vis-à-vis de l'extérieur ; fondée sur le respect de règles de fonctionnement contraignantes, l'union monétaire suppose un degré d'homogénéité minimum entre les pays participants, tant au plan économique que politique »* (GERARDIN, op., cit., p. 188).

Avec l'indexation du franc CFA à l'euro, les pays de la Zone CFA, dont la majorité figure parmi les pays les plus pauvres du monde, se retrouvent dans une zone monétaire constituée de pays parmi les plus industrialisés. De ce fait, l'expression « Zone euro *lato sensu* », définie comme les pays utilisant l'euro comme monnaie (y compris les pays euroisés) et les pays dont la monnaie y est rattaché par un taux de change fixe, semble mieux à même de rendre compte de cette réalité, mais elle a l'inconvénient de donner lieu à des confusions entre la « Zone euro *lato sensu* » et la « Zone euro *stricto sensu* ». Cette dernière peut être définie comme l'ensemble des pays qui utilisent la monnaie unique européenne, hormis les cas d'euroisation. Eu égard à la définition de GERARDIN, la « Zone euro *stricto sensu* » correspond plutôt à une union monétaire. Le problème avec l'utilisation de l'expression « Zone euro *lato sensu* » est que les pays fixant leur taux de change sur celui de l'euro vont bien au-delà des pays de la Zone CFA.

Au final, l'emploi de l'expression « Zone franc » provient de l'histoire, du fait que l'UEMOA et la CEMAC constituent l'héritage le plus important de la « Zone franc » et peut être du fait que ces pays conservent encore le « franc » dans la dénomination de leur monnaie. Toutefois, l'emploi de cette expression relève d'un abus de langage. Ce qui reste de la Zone

franc est en effet le maintien des accords monétaires avec la France. Dans ce travail, l'expression « Zone CFA » ou « Zone franc CFA » est préférée à celle de la « Zone franc ». Ce choix s'explique par la précision de cette expression et par le fait que les Iles Comores n'entreront pas dans le cadre de cette thèse. Si référence est faite à la « Zone franc », c'est pour désigner la période où le franc français était la monnaie d'ancrage des pays membres de la Zone CFA. Son utilisation se limite aux pays qui ont accompli un accord de coopération monétaire avec la France à un moment bien précis de l'histoire. La Zone CFA est une zone monétaire en ce sens qu'il existe un lien fixe entre les deux francs CFA, des réglementations des changes certes différentes, mais relativement plus homogènes qu'avec d'autres pays, malgré la faiblesse des relations économiques intra-Zone CFA¹⁸. En plus, la restriction de l'interconvertibilité des francs CFA peut être contournée par le dispositif de *compte d'opérations*.

L'UEMOA et la CEMAC sont des unions monétaires comprenant chacune une monnaie unique, circulant librement à l'intérieur de chaque Zone d'émission, une Banque centrale unique ayant la responsabilité de la politique monétaire et la gestion des réserves de change dans la limite des accords avec le Trésor français. La particularité des unions monétaires de la Zone CFA tient à la participation d'un Etat étranger dans la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire, mais aussi dans la gestion des réserves de change. Cela ne remet pas en cause la considération selon laquelle l'UEMOA et la CEMAC demeurent isolément des unions monétaires, car une remise en cause des accords pourrait conduire à la réappropriation de l'intégralité de la souveraineté monétaire et à la gestion de la totalité des réserves de change. L'UEMOA et la CEMAC, prises comme une seule entité (Zone CFA), peuvent-elles pour autant être considérées comme une union monétaire ? La réponse à cette question semble négative. Les monnaies utilisées dans les deux Unions, bien qu'obéissant aux mêmes règles de fonctionnement, sont juridiquement différentes. A cela s'ajoute l'existence de Banques centrales, de politiques monétaires et économiques différentes selon la marge de manœuvre de chaque Union, mais similaires en raison de l'analogie des conventions monétaires signées avec la France.

¹⁸ La réglementation des changes de chacune des unions monétaires de la Zone CFA accorde un privilège aux membres de la Zone franc. « A l'exception des mesures relatives à l'or, à certains prêts, emprunts et investissements directs et aux opérations portant sur les valeurs mobilières étrangères, la réglementation des changes de la CEMAC ne s'applique pas à la Zone franc » (article 2 du règlement N° 02/00/CEMAC/CM du 29 avril 2000). La réglementation des changes de l'UEMOA définit « l'étranger » comme les « pays autres que ceux de la Zone franc » (voir article 1^{er} du règlement N° R09/98/CM/UEMOA du 20 décembre 1998).

Chapitre introductif : L'Afrique, un laboratoire des questions monétaires

Dans leur ouvrage, *Monetary Geography of Africa*, MASSON et PATILLO écrivent : « En fait, on peut soutenir que l'Afrique est un laboratoire plus pratique que l'Europe pour étudier l'utilisation de la monnaie. Elle contient deux Unions monétaires, caractérisées par la prise de décision conjointe entre Etats souverains, qui ont existé pendant une quarantaine d'années – les deux Zones CFA – et une zone monétaire entre l'Afrique du Sud et les petits pays voisins, où l'Afrique du Sud a la responsabilité de la politique monétaire, dont la création remonte au début du 20^{ème} siècle. Cela justifie un regard plus approfondi de l'expérience africaine que cela n'a été le cas jusqu'à présent, en contraste notable avec le cas européen qui a reçu énormément d'attention. En outre, le continent africain a d'autres projets d'unions monétaires dont le but ultime est la mise en place d'une monnaie unique africaine. Donc, il y a un grand besoin d'analyse de la faisabilité des projets d'union monétaire et de recherche sur la meilleure façon d'y procéder »¹⁹. Cette affirmation n'est pas un discours sans fondement. Elle relève d'une analyse étayée par un ensemble d'arguments.

Toutefois, la première phrase de ces auteurs a une portée plus générale et ne se limite pas aux seules questions d'intégration monétaire et des zones monétaires existantes. Au-delà de ces aspects, l'Afrique joue un rôle de premier plan dans les questions monétaires en général. Aujourd'hui, nul besoin de rappeler que les paléomonnaies africaines ont été l'un des instruments privilégiés pour la compréhension des faits monétaires. Elles ont largement contribué au débat opposant les tenants de l'existence d'une économie monétaire à ceux d'une économie de troc. Le processus de (ré)monétarisation de l'Afrique suite aux conquêtes coloniales et au désir de « mise en valeur » des colonies par les colonisateurs ne se fit pas aisément, prouvant, par là même, la différence de conception et donc de culture entre africains et européens sur la nature et l'objet de la monnaie. Une fois, (ré)monétarisée, l'Afrique joua

¹⁹ « In fact, Africa is arguably a more useful laboratory than is Europe for studying the use of money. It contains two monetary unions characterized by joint decision making among sovereign states that have existed for some forty years – the two CFA Zone – and a monetary area between South Africa and smaller neighboring countries, in which South Africa sets monetary policy, that date back to the early years of the twentieth century. This justifies a more thorough look at the African experience than has been attempted thus far, in notable contrast to the European case, which has received enormous attention. Moreover, the African continent has several projects for further monetary unions that are intended to culminate in a single African currency. So there is a great need for analysis of the advisability of the monetary union projects and for research into how best to proceed » (MASSON & PATILLO, 2005, pp. XIII-XIV).

un rôle important dans les empires coloniaux en tant qu'entité importante des zones monétaires coloniales. Elle a été le théâtre d'expérimentations de logiques monétaires différentes. D'un bord, les colonies britanniques constituées sous forme de *currency boards* évoluèrent sous des principes rigides. De l'autre bord, les colonies françaises ont épousé une logique monétaire proche de celle de la Banque de France. Cette logique se caractérisait par davantage de souplesse. A cela s'ajoutent les colonies portugaises et espagnoles qui avaient des principes plus ou moins distincts. Les pratiques héritées de la colonisation sont d'une importance capitale. Elles pourraient expliquer la géographie monétaire actuelle de l'Afrique. En effet, avec les indépendances, puis les évolutions qui s'ensuivent, progressivement, il se produit une inversion dans le destin monétaire des pays africains qui ont eu tendance à s'éloigner des logiques imposées par les puissances coloniales. Dans l'état actuel des choses, sauf exception, la plus grande partie des anciennes colonies britanniques ont adopté des Banques centrales tandis que les colonies françaises dans leur majorité ont connu une évolution plus lente et plus proche de ce qu'est qualifié aujourd'hui de *currency board* moderne²⁰. Les pays lusophones et hispanophones ont, soit adopté des Banques centrales, soit intégré d'autres Unions monétaires. L'importance accordée à l'Afrique dans ce chapitre procède, avant tout, d'une démarche comparative afin de mieux saisir la singularité de la Zone CFA sur le continent. Cette Zone est mieux à même de comprendre les phénomènes d'intégration monétaire en Afrique.

Le but de ce chapitre est de montrer, qu'au-delà des phénomènes d'intégration monétaire, l'Afrique est aussi, et à bien des égards, un laboratoire des questions monétaires. Pour mettre en exergue cette affirmation, la démarche ne consistera pas à exposer uniquement une évolution déjà connue de l'histoire monétaire de l'Afrique, bien que cela soit nécessaire, mais à présenter cette évolution historique sous forme analytique afin de montrer en quoi l'Afrique peut contribuer à la compréhension des pratiques monétaires (section 1). Aussi, les phénomènes d'intégration monétaire, très en vogue en Afrique, seront étudiés dans une logique comparative en mettant l'accent sur leur spécificité (section 2). Dans cette perspective, la Zone CFA sera présentée ainsi que ses mécanismes de fonctionnement. Ces derniers ont souvent déterminé le régime de l'émission monétaire et ont eu une influence importante sur les structures du commerce extérieur, des flux financiers et de la croissance économique. Ces mécanismes n'ont pas toujours été les mêmes. Ils ont évolué. Les dispositifs

²⁰ Une attention particulière sera accordée aux analogies entre le système des caisses d'émission et les principes de fonctionnement de la Zone CFA dans le chapitre 4.

actuels résultent d'une combinaison de l'héritage colonial, de l'influence des institutions internationales et des réalités du terrain.

Section 1 : La contribution de l'Afrique à la compréhension des pratiques monétaires

L'histoire monétaire des pays africains se subdivise en trois périodes. La première période est la période précoloniale où les paléomonnaies africaines avaient cours selon les régions et les royaumes²¹. La deuxième période est la période coloniale où les pays africains étaient considérés comme des territoires annexes aux métropoles. Le regroupement de ces pays sous forme de zones monétaires rattachées aux puissances européennes se fait durant cette période et au fur et à mesure des grands événements mondiaux. La troisième période se situe après les vagues d'indépendance jusqu'à la deuxième moitié des années 1970. Au cours de cette période, se produit une modification considérable du paysage monétaire de l'Afrique, suite à la volonté de certains pays de retrouver leur souveraineté monétaire²².

Cette section insiste sur la particularité et les apports des paléomonnaies africaines. Les différents instruments monétaires seront étudiés, aussi bien que le troc, mais aussi la logique qui sous-tend l'utilisation des paléomonnaies africaines. Cela permet de souligner les apports de l'Afrique précoloniale au débat monétaire contemporain (A)²³. Ces apports permettront également de fixer les idées sur les difficultés suscitées par la (ré)monétarisation de l'Afrique avec la colonisation (B). Par la suite, l'accent portera sur les logiques des zones monétaires coloniales. Celles-ci ont considérablement marqué les projets d'intégration monétaire modernes.

A. Les apports de l'Afrique précoloniale au débat monétaire contemporain

L'intérêt des chercheurs pour l'Afrique précoloniale s'explique par la volonté de comprendre l'essence même de la monnaie selon les sociétés, mais aussi par le vieux débat

²¹ Il s'agit surtout de l'Afrique Sub-saharienne.

²² Pour les pays de la Zone CFA, ce découpage sera complété par la période post-dévaluation. Celle-ci peut être considérée comme une période à part entière eu égard aux modifications de structures qui s'y produisent. Ainsi, la deuxième partie de cette thèse l'abordera longuement. Au total, quatre périodes sont donc identifiées : précoloniale, coloniale, de la période des indépendances à la dévaluation en 1994 et la période post-dévaluation.

²³ Les travaux de Jean Michel SERVET sont considérables à cet effet. Celui-ci s'inspire aussi des écrits du romancier malien Amadou Hampâté BA qui a fait un travail important de recueil des traditions orales africaines. En 1960 à l'UNESCO, il affirma : « *En Afrique, quand un vieillard meurt, c'est une bibliothèque qui brûle* ». Il affirma également : « *Je suis un diplômé de la grande université de la Parole enseignée à l'ombre des baobabs* ».

qui passionne encore les économistes à savoir les inconvénients du troc expliqueraient-ils le recours à la monnaie. Pour mieux cerner ces questions, le contexte africain a été et continue d'être largement étudié par différentes branches des sciences sociales. Cet intérêt s'explique tant par la nature des objets utilisés comme monnaie que par l'attachement dont certains peuples d'Afrique continuent de manifester à l'égard de ces monnaies.

Au départ, il convient de resituer le contexte africain de la période précoloniale. Durant cette période, les sociétés africaines ont connu une pluralité de monnaies s'expliquant par l'étendue du continent et par sa diversité culturelle, mais aussi par les phénomènes migratoires de même que les guerres, les conquêtes et les échanges commerciaux. Divers instruments ont servi de support monétaire : le cauri, la barre de fer, la barre de sel gemme, l'huile de palme, le lingot du cuivre, les pagens de coton, etc. Ces instruments peuvent être regroupés en deux grandes catégories : celles ayant une utilité intrinsèque et celles qui en sont dépourvues (SERVET, 1998). Certaines d'entre elles avaient une règle d'émission bien déterminée et des fonctions culturelles plus ou moins larges. L'émission monétaire dans le royaume du Kongo, où les coquillages « nzimba » étaient utilisés comme monnaie, obéissait à des règles préétablies. Il en va de même chez les « Ba Téké » qui utilisaient le raphia comme instrument monétaire, etc.

Parmi toutes les monnaies précoloniales, il semble que le cauri ait été la plus importante et l'une des plus anciennes en circulation²⁴. Il a été utilisé comme monnaie par une grande partie des pays d'Afrique de l'Ouest et du Centre pendant des siècles et jouissait d'une confiance importante. Cette confiance serait liée soit à sa nature même qui ne pouvait pas faire l'objet de seigneurage²⁵, ce qui explique la relative stabilité de sa valeur (CLAVERANNE, 2005), soit aux coûts de transport qui limitaient l'expansion de l'offre de monnaie (MASSON & PATILLO, 2005). Toutefois, le progrès des technologies de navigation au 19^{ème} siècle aurait conduit à une inflation rampante (Ibid., p. 2).

Le cauri a une dimension spirituelle dans la mesure où il a servi et sert encore d'objet de prédiction et d'extinction sacrificielle. Dans cette optique, il convient de faire la distinction entre l'approche fonctionnelle de la monnaie et les approches traditionnelles fondées sur les références culturelles (CLAVERANNE, 2005). La logique qui régit les paléomonnaies

²⁴ L'emblème de la Banque du Mali est une représentation du Cauri. Celle-ci est encore accrochée à son ancien bâtiment. Le site internet de certaines Banques centrales (la Banque centrale de la République Démocratique du Congo, la Banque Nationale d'Angola, etc.) évoque l'histoire du cauri et d'autres paléomonnaies qui avaient cours. La quasi-totalité des ouvrages sur le franc CFA évoque plus ou moins largement le cauri.

²⁵ Le seigneurage est l'avantage que le seigneur médiéval tirait de la frappe de la monnaie en l'écoulant à un prix supérieur à son coût de production. Aujourd'hui, il fait référence à la position privilégiée de tout émetteur de monnaie (BCEAO, 2000, p. 44, note de bas de page 8).

africaines et les formes d'échange dans ces sociétés vont au-delà de la scientificité de l'analyse économique moderne. Les monnaies utilisées ne peuvent être vues comme un simple moyen pour surmonter le problème de double coïncidence des besoins, mais ce sont aussi de véritables références culturelles et des vecteurs de cohésion sociale. Dès lors, il devient possible de rendre intelligible les différentes formes d'échange et les différents instruments utilisés pour leur dénouement.

Dans certaines régions d'Afrique de l'Ouest, le rôle joué par la cola comme intermédiaire symbolique contre la parcelle de terre illustre bien ce phénomène. La cola joue aussi d'autres rôles symboliques dans la mesure où elle représente la dot à verser à la famille de la mariée, elle est la contrepartie de plusieurs services ne faisant pas l'objet d'échange marchand, par exemple les services d'un guérisseur. L'utilisation de la cola tient à la considération qu'une parcelle de terre à l'usage d'habitation ou agricole et les services du guérisseur n'ont pas de valeur d'échange. De tels échanges relèvent plutôt d'un droit, du respect ou de la confiance et ne peuvent donc avoir qu'une valeur symbolique. La reconnaissance du bénéficiaire de ces biens et services est davantage privilégiée.

L'échange régi par la cola se rapproche plus de la logique du don que de l'échange marchand. C'est pour cette raison que la cola conserve toujours une fonction sociale et de contrepartie dans certaines formes d'échange. Elle coexiste avec les monnaies régies par la logique marchande. De ce point de vue, la confiance n'est pas seulement liée à l'inflation considérée comme le principal déterminant de la valeur de la monnaie dans une économie de marché, mais aux réalités culturelles qui vont au-delà d'une vision tri-fonctionnaliste de la monnaie quasi-unanimement admise aujourd'hui. Il en résulte différentes formes d'échange : l'échange marchand et l'échange non marchand. Dans ce dernier, certaines paléomonnaies africaines conservent encore leurs caractères symboliques et leur fonction de cohésion sociale. Il importe aussi de faire la distinction entre la logique marchande pure (réalisation du profit) et l'échange en vue de la satisfaction des besoins, qualifié ici « d'échange de subsistance ». L'introduction de la monnaie du colonisateur a été la source de l'intensification de la première forme d'échange avec l'apparition des phénomènes nouveaux tels que le profit (CLAVERANNE, 2005). En outre, le cauri semble avoir été davantage utilisé comme unité de compte que comme moyen de paiement (MASSON & PATILLO, 2005). Cela laisse entrevoir que l'échange en vue de la satisfaction des besoins aurait été prédominant en comparaison avec celui de la recherche du profit, même s'il est difficile de dissocier ces deux fonctions de la monnaie.

Par ailleurs, à différents moments, l’Afrique est entrée dans l’histoire monétaire du monde. Les pratiques monétaires en Afrique remontent au 3^{ème} millénaire avant l’ère chrétienne chez les populations égyptiennes, axoumites et nubiennes. Axoum est considéré comme le premier Etat sub-saharien à battre sa propre monnaie au 3^{ème} siècle de l’ère chrétienne (BCEAO, 2000, p. 127). En plus, l’or a longtemps été considéré comme le symbole de la richesse de l’empire du Mali au 13^{ème} et 14^{ème} siècle. S’il n’a pas été directement utilisé comme monnaie de paiement, il a largement été considéré comme une réserve de valeur et a participé aux échanges commerciaux avec les pays étrangers. Le pèlerinage somptueux de l’empereur Malien, Kankan Moussa à la Mecque, qui emporta avec sa caravane une quantité importante d’or au point de faire chuter le cours du métal en Egypte, impressionna le monde arabe qui le surnomma le Roi de l’or²⁶. Le royaume Ashanti (Ghana) a également accordé une grande importance à l’or. Aujourd’hui, le Mali et le Ghana sont respectivement 3^{ème} et 2^{ème} producteur d’or du continent. Durant la période médiévale, l’Afrique a aussi joué un rôle important en fournissant les métaux précieux à l’Europe à travers le commerce trans-saharien de l’Afrique de l’Ouest à l’Afrique du Nord. Du 9^{ème} au 16^{ème} siècle, l’Afrique était le 1^{er} exportateur d’or dans le monde jusqu’à ce qu’elle soit éclipsée par l’Amérique. Malgré l’apparition d’autres fournisseurs d’or, l’Afrique a continué de jouer un rôle important dans l’offre de métaux précieux. La pièce britannique la guinée doit son nom à la région d’Afrique de l’Ouest qui était riche en or. A la fin du 19^{ème} et au début du 20^{ème} siècle, l’Afrique du Sud était un producteur majeur d’or de sorte qu’une interruption de son offre aurait pu avoir des implications importantes sur le système monétaire international (MASSON & PATILLO, 2005). Le statut particulier accordé à ce pays dans la Zone sterling tenait à cette particularité (DE SAILLY, 1957).

L’Afrique a donc connu une pluralité monétaire suivant les cultures et les régions. Il est en revanche difficile de savoir si cette pluralité était associée ou pas à une stabilité monétaire. De toute évidence, la logique qui régissait les paléomonnaies africaines n’est pas celle qui régit l’échange marchand *stricto sensu*. En revanche, les études n’ont pas fait état de l’existence d’une économie de troc généralisée. Une marchandise de traite devenait spontanément la monnaie d’échange. Les instruments monétaires précoloniaux, qu’ils aient une utilité intrinsèque ou pas, servaient d’intermédiaire des échanges. Ainsi, les échanges réalisés *via* ces instruments ne sauraient être assimilés au troc. La même interrogation subsiste quant à l’utilisation de l’or ou de l’argent comme support monétaire. A partir du moment où un objet

²⁶ Voir par exemple, Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest, (2000), *Histoire de l’Union Monétaire Ouest-Africaine*, 3 Vol., Georges Israël Editeur, Paris.

quelconque acquiert le statut de la monnaie, son utilité en tant que marchandise est reléguée au second rang par sa parfaite liquidité. Dès lors, l'échange entre cette monnaie-marchandise contre une autre marchandise ne peut être assimilé au troc. Le problème de double coïncidence des désirs ne saurait exister dans ce cas de figure. Le vendeur de la marchandise, ayant cédé sa marchandise contre la monnaie-marchandise, peut à tout moment, grâce à la parfaite liquidité de cette dernière, acheter n'importe quelle autre marchandise. La monnaie-marchandise est dans cette optique un équivalent général.

Encadré 1 : Proposition d'une synthèse des différentes logiques de l'échange

(T1) Monnaie (marchandise) ↔ Marchandise

(T2) Marchandise ↔ Monnaie (marchandise)

Au point de départ, la monnaie est considérée comme l'équivalent général. Autrement dit, le détenteur de la monnaie (l'agent A) est souverain. La monnaie lui procure un pouvoir qui lui permet d'initier l'échange. L'hypothèse est faite qu'il détient un stock de monnaie donné à dépenser une seule fois. Le détenteur du bien (l'agent B) a un seul bien quelconque et il est censé vouloir échanger son bien contre la monnaie. Le processus de l'échange se déroule en une seule fois c'est-à-dire que tout commence et se termine au même moment. Si les 2 coéchangistes se mettent d'accord sur la quantité de la monnaie et du bien à échanger, l'échange se fait alors sans problème. Une fois l'échange terminé, le détenteur de la monnaie (l'agent A) a maintenant un bien qu'il peut décider de consommer ou de revendre. S'il décide de le consommer, alors la séquence est terminée pour lui dont le but était juste de se procurer un bien en vue d'une utilisation finale (échange de subsistance). En revanche, s'il décide de le revendre, dans ce cas, une nouvelle séquence commence dans laquelle il devient le détenteur de bien. Dans ce dernier cas, le but de l'échange ne peut être que la réalisation d'un profit monétaire (échange marchand). Cette vision correspond à celle de MARX²⁷. L'agent B a maintenant un stock de monnaie qu'il peut décider d'épargner ou de dépenser. La décision d'épargner met fin à la séquence. En revanche, la décision de dépenser se fera selon deux logiques : une dépense en bien de consommation finale, dans ce cas, la monnaie a permis de surmonter le problème de double coïncidence des désirs (MENGER, 1892 ; JEVONS, 1875) ; une dépense en vue de la commercialisation (ou en bien intermédiaire) relève d'une logique marchande pour le profit. L'aspect important de ce raisonnement est que l'échange est réalisé en un temps précis entre deux coéchangistes. Le prolongement de l'échange au T2 suppose que les coéchangistes aient d'autres objectifs à atteindre. Par exemple, un individu peut vouloir vendre une maison qu'il a héritée de ses parents pour s'acheter une voiture neuve. Un opérateur immobilier peut acheter cette maison pour la revendre dans le seul but de faire du profit. Ce raisonnement n'explique pas en quoi les populations africaines ont eu recours à la monnaie. D'autres modèles, notamment les modèles de prospection (IWAI, 1988, 1996 ; KIYOTAKI & RIGHT, 1989) tentent de répondre aux questions relatives à l'origine de la monnaie. Ces modèles arrivent à la conclusion que trois équilibres sont possibles : l'équilibre de troc, l'équilibre monétaire et l'équilibre mixte. L'équilibre monétaire et l'équilibre de troc sont des équilibres de Nash. Il n'est donc pas possible d'avancer une histoire permettant d'expliquer le passage de l'un à l'autre. Cependant, ces modèles, s'ils constituent un progrès dans le débat, ils ne sont pas dénués de critiques. CARTELIER (2001) met en évidence leurs limites.

Le continent africain a évolué de cette manière. Il faudra attendre l'exploration, puis la colonisation de l'Afrique pour que les banques coloniales s'installent et que la circulation des monnaies africaines soit d'abord contrariée par les monnaies étrangères, puis ensuite interdite par les administrations coloniales. L'introduction de la monnaie coloniale, qualifiée de (ré)monétarisation par SERVET (1998), ne fut pas une tâche aisée.

²⁷ MARX, K., (1963), *Œuvres I Economie, édition établie, présentée et annotée par Maximilien RUBEL*, Bibliothèque de la Pléiade, Paris.

B. La (ré)monétarisation de l’Afrique et l’émission monétaire coloniale

La diffusion de la monnaie des puissances coloniales découle de la combinaison de trois facteurs importants : la « violence légale », le rôle des banques coloniales et l’intensification des échanges avec les pays colonisateurs. L’acceptation des instruments monétaires occidentaux ne se fit pas aisément. La différence de culture monétaire entre africains et européens fut source d’incompréhension mutuelle. Au final, les instruments monétaires coloniaux ont été imposés à travers l’interdiction des monnaies précoloniales, le prélèvement d’un impôt de capitation et surtout le rôle joué par les banques coloniales.

a. Les premiers Instituts d’émission et leur logique d’émission monétaire respective

L’émission monétaire dans les colonies françaises connut trois périodes successives. La période des petites banques coloniales (la Banque du Sénégal), celle des grandes banques privées de nature commerciale (la Banque de l’Afrique de l’Ouest) et celle des Instituts d’émission (LEDUC, 1965). Cette périodisation correspond, soit à des événements historiques importants, soit à l’expansion du domaine colonial.

La mise en place des petites banques coloniales découle de l’abolition de l’esclavage. En effet, dès que l’exploration et la conquête de l’Afrique terminées, la question de « la mise en valeur » des colonies par les puissances coloniales s’est très vite posée. Cette mise en valeur correspond au souci de rentabilisation de la colonisation. L’exploitation des richesses matérielles et humaines des colonies est menée dans tous les secteurs d’activité. Toutefois, l’agriculture, plus précisément la culture des plantations, se démarqua rapidement. Une telle culture, puisque le planteur n’avait pas de difficulté pour se procurer de la terre et de la main-d’œuvre, ne nécessitait pas beaucoup de fonds, sauf pour l’acquisition du capital. Le besoin de crédit n’était pas pressant et il n’y avait donc pas lieu d’instaurer des institutions pour son organisation (BUAN, 1908). Cependant, l’abolition de l’esclavage en 1848 en France changea la donne. Les planteurs sont désormais appelés à rémunérer leurs travailleurs. Ainsi, ils se retrouvèrent dans l’obligation de faire face non seulement à la cherté du crédit, mais aussi à celle de la main-d’œuvre. Les commissionnaires et les négociants de la métropole, en estimant que ces difficultés étaient susceptibles de compromettre les récoltes, ont suspendu leurs avances qui seraient insuffisamment garanties. De ce fait, les colonies sont entrées dans une grave crise et la création des banques coloniales pour y faire face est devenue une nécessité. Le Gouvernement français a ainsi voté la loi sur l’indemnité coloniale (le 30 avril 1849) et, par là même, a décidé de mettre en place de véritable banque d’escompte et de crédit agricole

dans chacune des colonies touchées par l'abolition de l'esclavage. L'article 7 de cette loi pose le principe fondamental des premières banques coloniales françaises. « *Sur la rente de 6 millions, le 1/8 de la portion afférente à la Martinique, à la Guadeloupe et à la Réunion (et facultativement quant aux autres colonies) sera prélevé pour servir à l'établissement d'une Banque de prêt et d'escompte dans chacune de ces colonies ; et les titres de rente ainsi prélevés seront déposés dans les caisses des Banques comme gages et garanties des billets qu'elles sont autorisées à émettre. (...). Tout colon indemnitaire recevra des actions de la Banque de la retenue qu'aura subie sa part dans l'indemnité* » (DENIZET, 1899, p. 23)²⁸. Les Banques de la Guadeloupe, de la Martinique et de la Réunion ont été d'abord créées, suivies de celles de la Guyane et du Sénégal avec un privilège d'émission monétaire de 20 ans. Ensuite, d'autres banques ont été créées : celles de la Nouvelle-Calédonie et d'Indochine. En revanche, la Banque d'Algérie avait déjà été créée en 1848 avec le concours de l'Etat français qui lui avança un million de francs. Elle n'avait pas pour but, contrairement aux autres banques coloniales, de financer prioritairement le secteur agricole. Il ressort de ces spécifications que la Banque du Sénégal, ancêtre des Banques centrales de la Zone CFA, a bénéficié accessoirement d'une loi qui, au départ, étaient essentiellement destinée à faire face aux difficultés des « vieilles colonies ».

Le mode d'émission monétaire a fait l'objet d'un débat entre, d'un côté, la thèse de l'équivalence entre le montant des billets émis et celui de l'encaisse métallique et, de l'autre, celle de la liberté absolue de l'émission monétaire (BUAN, op. cit. p. 82). En revanche, la thèse de la libre concurrence entre les billets de banques n'aurait pas eu beaucoup de succès et a donc été d'emblée repoussée²⁹. Ainsi, le choix devait provenir entre les tenants des deux premiers courants, ce qui n'était pas une tâche aisée. D'une part, le principe de liberté absolue de l'émission monétaire a été repoussé en France et, d'autre part, les enseignements tirés de l'échec de la Banque d'Angleterre dans la mise en œuvre du *Peel Act* ne permettait pas de

²⁸ Les esclaves n'ont pas été indemnisés !

²⁹ La BCEAO (2000) fournit quelques précisions sur cette question. Elle souligne l'existence d'une concurrence entre la Banque de France et 5 autres établissements qui escomptaient et émettaient à Paris (la Caisse d'Escompte du Commerce, le Comptoir Commercial, la Banque Territoriale, la Factorie du Commerce, la Caisse d'Echange des Monnaies et la Caisse des Comptes Courants, celle-ci a, par la suite, fusionné avec la Banque de France). La loi du 14 avril 1803 a conféré à la Banque de France le privilège exclusif de l'émission monétaire. Selon, l'article 5 de ses Statuts, elle devait être en mesure de rembourser à tout moment ses billets en espèces métalliques. Cependant, dès 1805, elle éprouva des difficultés à le faire dans un contexte de panique consécutive à la guerre. Le privilège de l'émission de la Banque de France était limité à Paris, les Banques départementales étant chargées d'émettre dans les provinces. Le décret du 16 janvier 1808 accorde à la Banque de France la possibilité d'émettre dans les départements. Elle entre ainsi en compétition avec les Banques départementales. C'est ainsi qu'une controverse naît entre les tenants de la multiplicité des instituts d'émission et les partisans du monopole de l'émission. La position dominante de la Banque de France lui a permis de transformer les Banques départementales en succursales, puis les décrets du 27 avril et du 2 mai 1848 ordonnèrent leur fusion.

choisir une logique d'émission trop rigide. Le choix a donc été fait pour une position plus équilibrée. Aussi, la loi de 1851 pose la première règle du tiers. Le montant des billets émis ne devait pas dépasser le triple de la valeur de l'encaisse métallique. Cependant, l'expansion coloniale, le développement économique des colonies et la volonté d'accroître la liberté de manœuvre des banques ont-ils conduit à la deuxième règle du tiers selon laquelle le montant des billets en circulation, des comptes courants, des autres dettes de la banque ne doit pas excéder le triple du capital social sauf si la contrepartie de ces différents comptes et dettes est représentée par du numéraire venant en augmentation de l'encaisse métallique (la loi de 1874). Enfin, la loi de 1901 élargit une nouvelle fois la possibilité d'émission des banques en ajoutant aux différents comptes visés par la deuxième règle du tiers les fonds de réserve.

La similarité entre la logique d'émission des banques coloniales et celle de la Banque de France ne fait pas l'objet de consensus. Pour les uns, la Banque de France fut également astreinte à la première règle du tiers (LELART, 1998). Pour les autres, elle avait l'obligation de respecter un plafond d'émission de 5 milliards 800 millions de francs. Aucune encaisse métallique n'aurait été obligatoire (BUAN, 1908, p. 83)³⁰. La similarité de la logique d'émission monétaire des banques coloniales et de la Banque de France tient surtout à l'établissement d'une règle visant à encadrer l'émission monétaire, sans que cette règle ne soit trop contraignante. La Banque de l'Afrique Occidentale était non seulement soumise à la règle du tiers, mais aussi à celle du plafonnement de l'émission.

Chaque banque coloniale avait, à elle seule, le privilège de l'émission sur un ou plusieurs territoires dont le contour était défini par la loi. Par leurs statuts, les banques coloniales recouvraient un éventail d'activités plus larges. Elles avaient non seulement le privilège et le monopole de l'émission monétaire, mais aussi la possibilité de recueillir les capitaux disponibles dans la métropole comme dans la colonie et de les distribuer dans la colonie sous forme de prêt sur hypothèque (crédit foncier ou immobilier), sur gage (crédit mobilier) ou d'escompte d'effet de commerce à une ou plusieurs signatures (crédit personnel)³¹.

³⁰ La BCEAO (2000) estime qu'en 1848, en contrepartie du privilège d'émission, la Banque de France fut astreinte à un plafond d'émission de 350 millions de francs, mais qui a été périodiquement relevé en raison de l'inefficacité de ce système.

³¹ Article 10 : « I. Les opérations de la banque consiste : 1° à escompter les billets à ordre ou effets de place à deux ou plusieurs signatures ; 2° à négocier, escompter ou acheter des traites ou des mandats directs ou à ordre sur la métropole ou sur l'étranger ; 3° à avancer sur des obligations négociables ou non négociables garanties : par des warrants ou des récépissés de marchandises déposées soit dans des magasins publics, soit dans des magasins particuliers dont les clefs ont été régulièrement remises à la Banque ; par des cessions de récoltes pendantes ; par des connaissements à ordre ou régulièrement endossés ; par des transferts des rentes ou d'actions de la Banque de la colonie ; par des dépôts de lingots, de monnaies ou de matières d'or et d'argent ;

Les banques coloniales avaient deux particularités. La première réside dans l'émission de billets et l'acceptation de garanties qui paraissaient insuffisantes dans la métropole. L'exemple connu pour illustrer ce phénomène est leur faculté d'accorder les « prêts sur les récoltes pendantes ». Il s'agit de la possibilité pour les agriculteurs de s'endetter moyennant la récolte future comme garantie. Or, contrairement aux autres collatéraux, la récolte future est un gage particulier qui reste en la possession de l'agriculteur. A cela, la valeur de ces récoltes dépend largement des aléas climatiques et des cours sur les marchés. Ces incertitudes, qui échappent au contrôle de la banque comme de l'agriculteur, augmentent davantage les risques liés aux prêts sur les récoltes pendantes. Toutefois, ces prêts ont été expérimentés et ont bien fonctionné pendant 40 ans. De ce fait, leur contribution à la prospérité économique des colonies est aujourd'hui largement reconnue. L'autre particularité des banques coloniales concerne leur degré d'exposition au risque, souvent plus élevé que dans la métropole. En fait, dans le bilan des banques coloniales, il n'y avait pas d'équilibre entre les ressources et les emplois. Les banques opéraient avec leurs billets et leurs dépôts, tous à vue. En revanche, les ressources étaient destinées à faire des avances aux agriculteurs remboursables dans les 120 jours. Le risque de transformation était constamment présent de sorte que leur caisse pouvait être vidée du jour au lendemain. La crise sucrière de la fin du 19^{ème} siècle a mis en évidence la fragilité de ces banques, pour deux raisons : la surproduction sucrière avec l'invention du sucre de la betterave et le risque de transformation.

Dans les colonies britanniques, la situation était tout autre. L'établissement des caisses d'émission résultait plutôt des problèmes pratiques et visait à faciliter les échanges et à évaluer la production locale. Dans un premier temps, la livre sterling circulait librement dans ces colonies. Comme dans les colonies françaises, les instruments monétaires britanniques ont été confrontés à un sérieux problème de légitimité auprès des populations africaines. A cela s'ajoutent les difficultés pratiques liées au transfert du numéraire depuis Londres qui s'avère lent et coûteux. Les pénuries de liquidité consécutives constituaient un frein énorme aux activités économiques. En outre, les transferts de fonds étaient effectués aux frais des

4° à se charger pour le compte des particuliers ou pour celui des établissements publics, de l'encaissement ou du recouvrement des effets qui sont remis, et à payer tous mandats et consignations ; 5° à recevoir, moyennant un droit de garde, le dépôt volontaire de tous les titres, lingots, monnaies et matières d'or et d'argent ; 6° à souscrire à tous emprunts ouverts par l'Etat, par la colonie ou par les municipalités de la colonie jusqu'à concurrence des fonds versés à la réserve ; 7° à recevoir avec l'autorisation du ministre des colonies, les produits des souscriptions publiques ouvertes soit dans la colonie, soit dans la métropole ; 8° à émettre des billets payables à vue au porteur, des billets à ordre et des traites ou mandats ; 9° à faire commerce des métaux précieux, monnayés ou non monnayés » (DENIZET, 1899, p. 80, note de bas de page 1). Voir aussi BUAN, 1908, pp. 30-31.

administrations locales. Celles-ci ont donc plaidé rapidement en faveur des modes d'émission locale de la monnaie. Enfin, le développement des activités économiques des colonies a entraîné une hausse de leur demande de monnaie. L'importance de cette demande dans le monnayage réalisé à Londres inquiéta les autorités, ce qui les encouragea à la recherche de solution pour économiser le métal. Aussi, la possibilité d'une émission des monnaies locales est devenue une option intéressante d'autant plus qu'un certain nombre d'avantages pouvaient en résulter. En effet, une monnaie émise localement était censée avoir la faveur des populations africaines, mettre fin aux pénuries de liquidité liées aux approvisionnements irréguliers des colonies et engendrer un revenu de seigneurage pour la colonie. Cependant, elle suscitait la crainte d'une perte de contrôle de la métropole sur la circulation monétaire.

Pour pallier ces inquiétudes sans que les avantages ne soient sacrifiés, des caisses d'émission ont été instaurées. Ces caisses visaient à trouver un équilibre entre la stabilité monétaire et la logique coloniale. La stabilité monétaire peut être obtenue *via* la mise en place d'un système d'étalon-or. Toutefois, eu égard à la logique coloniale qui prévalait à l'époque, il n'était pas judicieux de réaliser des paiements à destination des colonies en or, mais plutôt en livre sterling. Dès lors, un lien fixe et un mode d'émission strict liés aux réserves en sterling ont été mis en place. De telles rigidités étaient censées permettre une convertibilité des monnaies émises. Celles-ci ne représentaient plus que des bons de sterling en circulation.

Les banques coloniales aussi bien que les caisses d'émission ont joué un rôle important dans la mise en place des zones monétaires coloniales. Deux raisons justifient une telle affirmation. Elles sont les « ancêtres » des Banques centrales et de certaines banques commerciales actuelles, mais aussi elles sont les acteurs clés du processus de (ré)monétarisation d'une partie du continent africain.

b. La (ré)monétarisation et la naissance des zones monétaires

Malgré la mise en place des établissements bancaires, l'acceptation des monnaies européennes ne s'est pas faite sans difficulté, ni violence. Au départ, les européens ont accepté les instruments monétaires africains. Cela relève d'une démarche pragmatique liée aux difficultés d'introduction des instruments monétaires occidentaux. Par la suite et pour contourner ces difficultés, un taux de change a été établi entre le cauri et le franc (ALIBERT, 1983). « (...) *un arrêté du gouverneur du Dahomey daté du 1^{er} avril 1899 prescrit à « l'agent spécial de Savalou », de prendre en charge les cauris provenant de l'impôt indigène sur le pied de 7 francs par sac de 20 000 cauris* » (LEDUC, 1965, p. 14). L'impôt de

capitation était prélevé dans certaines monnaies africaines et une partie des traitements des officiers français en était versée. La cohabitation entre les instruments monétaires africains et européens a été mise à l'épreuve par les tentatives d'introduction des fausses monnaies (contrefaçons) par certains colonisateurs, d'ailleurs, avec des succès limités (SERVET, 1998).

L'expansion coloniale s'est intensifiée entre 1878 et 1900. Le traité de Berlin et le discours de Jules FERRY en 1885 justifiaient les conquêtes coloniales et consacraient le partage de l'Afrique entre puissances européennes. Progressivement, les territoires sont occupés et les affrontements, de plus en plus intenses entre colonisés et colonisateurs, ne se limitent plus aux conflits armés, mais embrasent le mode de vie d'ensemble des colonisés qui se confronte désormais à la logique occidentale. En effet, le désir de rentabilisation de la colonisation a été accompagné par de multiples arguments de nature politique, religieuse et morale dont l'origine pourrait remonter à COLBERT et au Pacte Colonial. Les pays colonisateurs, par leur avance technologique doivent fournir les produits manufacturés à leurs colonies, qui par la richesse de leur sous-sol et la variété des espèces végétales, doivent servir de réservoir de matières premières et de produits agricoles pour les métropoles. « *L'objet de ces colonies est de faire le commerce à de meilleures conditions qu'on ne le fait avec les peuples voisins avec lesquels tous les avantages sont réciproques* » (MONTESQUIEU, 1877, p. 374).

Les conquêtes ont créé des désordres propices à la circulation de multiples signes monétaires étrangers aux côtés des monnaies locales. De ce fait, les régions côtières de l'Afrique ont eu tendance à adopter des pièces de monnaie européennes de différentes sortes [le thaler, la gourde (pièce de 5FF), etc.] aussi bien que des monnaies brésilienne et mexicaine aux côtés des monnaies africaines. Certaines monnaies étrangères furent momentanément reconnues par les autorités françaises dans leur sphère d'influence.

Les puissances coloniales ont réagi face à ces situations avec des mesures visant à imposer l'utilisation de leur monnaie dans leur sphère de domination. En plus de l'obligation de payer un impôt de capitation, les colonisés ont été forcés à se livrer à des cultures parfois inconnues en vue de la commercialisation. Cette commercialisation ne pouvait se faire que par l'introduction d'une unité de compte pour évaluer la production locale et d'un moyen d'échange unique permettant la philosophie occidentale de l'échange (« un échange d'équivalent »). La question relative au choix de la monnaie à utiliser ne se posait plus, les paléomonnaies africaines étant souvent régies par la logique traditionnelle. La monnaie du pays colonisateur devait donc exclusivement circuler comme moyen d'échange reconnu dans les colonies.

En outre, le souci politique d'homogénéisation monétaire de l'empire colonial, afin de mieux délimiter les contours de la sphère de domination, nécessitait l'utilisation d'une seule monnaie. La détention d'une colonie était non seulement vue comme source de richesse, mais aussi comme marque de prestige et de rayonnement international, comme l'atteste le discours de Jules FERRY. Les Instituts d'émission ont couronné ces mesures en favorisant la circulation de ces monnaies, puis la bancarisation progressive d'une partie de la population européenne et, de façon rudimentaire, africaine. Il faut souligner à ce niveau, le succès des pièces vis-à-vis des billets auprès des populations africaines. Cela tient à leur ressemblance aux cauris et aux questions pratiques comme les modes traditionnels de conservation auxquels les billets ne résistaient pas.

Toutefois, il faudra attendre l'entre-deux-guerres et surtout la deuxième guerre mondiale pour que la diffusion de la monnaie du colonisateur s'accroisse à la suite de la formation des zones monétaires coloniales et de l'accroissement des exportations des colonies vers les métropoles. La mobilisation des troupes africaines et le développement des voies ferrées sont autant de facteurs qui ont favorisé la (ré)monétarisation de l'Afrique. Celle-ci est également le résultat des violences perpétrées contre les détenteurs des paléomonnaies africaines. En effet, la résistance de certaines populations africaines va perdurer jusqu'à l'indépendance et va se traduire parfois par le recours au troc. Autrement dit, le choc culturel, se manifestant par le refus mutuel des instruments monétaires, a donné naissance à une forme d'échange de marchandise contre marchandise (entre européens et africains et parfois entre africains en raison de l'insuffisance de la monnaie du colonisateur). Cette forme d'échange s'est traduite à son tour par une « démonétarisation » partielle dont les conséquences ont été qualifiées de « régression monétaire », notamment en ce qui concerne les échanges sociaux (SERVET, 1998). Au départ, il semble que le recours au troc résultait surtout de conceptions différentes de la nature de la monnaie. Il s'expliquait aussi par le fait que les transactions n'entraient pas dans les habitudes de commerce des colonisés (ALIBERT, 1983) ou par les idées mercantilistes relatives à la limitation des sorties de monnaie qui prévalaient dans la métropole (SANDRETTO, 1994). Par la suite, le rejet des instruments monétaires occidentaux provenait de multiples facteurs comme la variation des prix et des revenus, l'augmentation des richesses engendrée par les nouvelles activités économiques et qui modifient peu à peu les hiérarchies sociales traditionnelles (CLAVERANNE, 2005). Le troc subsiste encore aujourd'hui dans certains villages. *« L'économie de la Zone franc se caractérise par une bancarisation limitée (...) Cette situation s'explique par le coût relativement élevé de l'accès aux services bancaires dans les zones villageoises, qui dissuade*

les ménages de bancariser leurs revenus – faibles et irréguliers – et a fortiori leur épargne ; elle s'explique aussi par l'importance du troc et des réseaux informels (tontines, coopératives, réseaux mutualistes...) »³². Toutefois, ce qui est qualifié de troc ici relève tout simplement de logiques monétaires différentes.

Le choc de cultures a également donné naissance à un phénomène de cloisonnement monétaire avec deux logiques différentes. D'une part, les instruments monétaires occidentaux sont utilisés dans les échanges entre colonisateurs et entre colonisateurs et colonisés. D'autre part, dans les échanges entre africains, l'utilisation des paléomonnaies reste de mise avec une logique complètement différente. Au final, la (ré)monétarisation sera un processus lent et la concurrence des paléomonnaies africaines ne va pas disparaître rapidement³³. Cependant, cette concurrence n'empêchera pas la naissance des zones monétaires coloniales, chaque puissance essayant d'organiser monétairement son empire.

c. Les arrangements monétaires coloniaux

Du fait de la crise et des besoins de la guerre, les pays européens ont pris des mesures protectionnistes visant à restreindre le commerce international et la convertibilité extérieure. Ce repli protectionniste s'est accompagné d'une logique de préférence coloniale avec le renforcement des liens commerciaux et économiques avec les colonies. *« Une vue réaliste des choses conduit à cette constatation que les pays appauvris par la guerre et les pays sous-développés ne peuvent se rétablir ou prospérer sans organiser d'abord une défense à l'abri de laquelle ils s'efforceront de prendre des forces. Cette défense, c'est l'institution d'une zone monétaire. Elle permet d'échapper, tant à la loi libérale qui conduit dans le monde actuel à l'élimination des économiquement faibles ou leur asservissement, qu'à l'autarcie dans l'isolement qui les condamne à la mort lente (...) La France, suivant en cela la même démarche que plusieurs autres puissances, semble avoir créé la Zone franc comme un moyen*

³² RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 1999, p. 141.

³³ « La concurrence de ce coquillage a duré longtemps après l'introduction du franc français d'abord, du franc CFA ensuite. Une illustration édifiante de cet état de fait est l'anecdote relatée par Robert Julienne, directeur général du nouvel Institut d'émission de l'AOF et du Togo. Découvrant ces coquillages sur un marché du pays Lobi (Haute-Volta) en 1959, il souhaite en « acheter quelques-uns en souvenir » mais se heurte à un refus au motif que « les pièces métalliques ou les billets [qu'il offrait] ne servait à rien, le cauri étant la seule monnaie universellement acceptée dans la région. Cette concurrence ardue n'est d'ailleurs pas sans conséquence sur les rentrées fiscales des gouvernements, les habitants acceptant de satisfaire à leurs obligations fiscales mais ne pouvant le faire qu'en cauri, en l'absence de détention de monnaie ! Ce qui conduit un article du journal Jeune Afrique du 27 mai 1960 à conclure laconiquement sur ce thème : « le jour où la mer cessera de vomir les cauris, les impôts du pays Lobi rentreront sans difficulté » (CLAVERANNE, 2005, p. 30). MASSON & PATILLO (2005) soulignent également l'influence des cauris au Ghana dans les années 1960 (après l'indépendance).

de se défendre elle-même, ainsi que les pays liés à elle politiquement, contre les perturbations économiques et financières provoquées par la guerre et ses suites. La Zone franc procéderait du même réflexe que la législation douanière qui protège notre pays ». (BLOCH-LAINE, 1956, p.10, p. 340).

L'intégration internationale des colonies s'effectue par l'intermédiaire des puissances coloniales. Puisque ces puissances évoluaient essentiellement sous l'étalon-or, les empires coloniaux étaient *de facto* liés au système monétaire international standard *via* le lien avec la monnaie métropolitaine (LEDUC, 1965 ; MASSON & PATILLO, 2005). Cette intégration avait des avantages et des inconvénients. D'un côté, elle facilitait les échanges internationaux, les paléomonnaies africaines n'étant pas reconnues au niveau « international ». De l'autre côté, elle aurait pu décourager le commerce local dans des territoires avec accès limité à la monnaie « officielle ». C'était aussi la manifestation de la dépendance au système financier de la métropole, ce qui constituait un obstacle au développement des institutions financières domestiques. Ces institutions sont d'ailleurs constituées de capitaux privés ou publics métropolitains ayant souvent leur siège social dans la métropole. Elles ont joué un rôle important en balisant les structures des arrangements monétaires coloniaux.

Les colonies d'une même puissance coloniale ont été regroupées ensemble le plus souvent selon des critères géographiques ou de proximité. Il existait plusieurs zones monétaires : la Zone sterling, la Zone franc, la Zone peso et la Zone escudo, les pays africains étant émiettés entre ces différents regroupements monétaires. L'organisation de chaque zone obéissait à une logique particulière, reflétant la philosophie juridique et/ou économique du pays colonisateur. Aussi, les colonies britanniques étaient réunies dans trois *currency boards* :

- *the West African currency boards* qui se compose de la Gambie, du Gold Coast (Ghana), du Nigeria, de la Sierra Leone et plus tard du Cameroun britannique ;
- *the Southern Rhodesia currency boards* ou (*Central African Board* après 1954) qui comprend la Rhodésie du Sud (Zimbabwe), la Rhodésie du Nord (Zambie) et le Nyassaland (Malawi) ;
- *The East African currency boards* comprend le Kenya, le Tanganyika (Tanzanie), l'Ouganda, Aden (Yémen)³⁴, la Somalie, l'Ethiopie et plus tard le Zanzibar.

³⁴ Celui-ci n'étant pas un pays africain.

Le Liberia n'était pas colonie britannique, mais ce pays a utilisé la livre ouest-africaine jusqu'à l'adoption du dollar libérien en 1943 (SCHULER, op., cit., p. 62). Chaque caisse était caractérisée par une parité fixe avec la livre sterling, une couverture à 100% de la monnaie locale par les réserves en sterling et, en principe, un système automatique d'émission monétaire. L'automaticité du *currency board* assure que la parité vis-à-vis de la livre sterling ne peut être mise à rude épreuve par l'expansion excessive de l'offre de monnaie, sans que les autorités britanniques ne donnent les facilités de découvert. Les actifs en sterling tenus par les caisses étaient placés à Londres dans un Pool de devises constitué par les pays membres de la Zone sterling qui ne se limitaient pas uniquement aux pays africains. La liberté de paiement était de vigueur dans la Zone sterling et la restriction des paiements à l'extérieur.

Un autre arrangement monétaire était en vigueur entre les protectorats britanniques de l'Afrique Australe et l'Union Sud-africaine qui a été formée en 1910. L'Afrique du Sud avait sa propre monnaie : la livre sud-africaine, qui avec la création de la Banque centrale sud-africaine en 1921 (*The Reserve Bank of South Africa*), devient le seul intermédiaire des échanges et la monnaie légale des « petits » protectorats britanniques de Bechuanaland (Botswana), de Basutoland (Lesotho), du Swaziland et, avec les accords de la Société des Nations, de la Namibie. En fait, l'Afrique du Sud avait un statut particulier au sein de la Zone sterling puisqu'elle avait sa propre Banque centrale tandis que l'émission monétaire dans les autres territoires était confiée aux établissements privés (*International Banks* ou *Private Commercial Banks*) qui avaient le plus souvent leur siège social à Londres et étaient financés par des capitaux britanniques. En 1961, la livre sud-africaine a été remplacée par une nouvelle monnaie le rand et l'Union monétaire est devenue informellement la Zone monétaire du rand.

Par ailleurs, l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie et le Portugal avaient des arrangements différents avec leurs colonies. Dans chacun des cas, il y avait un lien avec la monnaie métropolitaine. D'abord, la monnaie de la puissance colonisatrice était en circulation dans les colonies. Ensuite, dans certains cas, l'émission monétaire a été confiée à des banques privées (le Portugal, la Belgique et l'Allemagne) ; dans d'autres, la circulation de la monnaie métropolitaine a été maintenue (l'Italie et l'Espagne). En 1916, les colonies belges, le Congo et le Rwanda-Burundi, ont formé une union monétaire dont la monnaie (le franc congolais) était fixée au franc belge. Les colonies portugaises (l'Angola, le Mozambique, la Guinée Bissau, Cap-Vert et São Tomé et Príncipe) utilisaient l'escudo dont l'émission était confiée au *Banco Ultramarino*. Suite à un endettement excessif, une crise frappa la colonie de l'Angola et mit en péril le *Banco Ultramarino* en 1926. La même année, une nouvelle Banque d'émission a été créée, la Banque de l'Angola. Celle-ci commença à émettre l'*angolar* qui

conserva un lien fixe avec l'escudo. Toutefois, dans cette colonie l'escudo fut réintroduit dans les années 50, suite à la volonté du Portugal d'opérer une harmonisation monétaire dans son empire. Les monnaies émises dans la Zone escudo avaient la même valeur. Le *Banco Ultramarino* était tenu de respecter un plafond d'émission selon les colonies.

Tableau 1 : Plafonds d'émission assignés aux colonies portugaises

Cap-Vert – contos*	30 000
Guinée Bissau – contos	50 000 au premier semestre et 80 000 au second
São Tomé – contos	12 000
Mozambique – contos	500 000

Source : TEYSSIER D'ORFEUIL, 1953.

* En milliers d'escudos.

Les colonies espagnoles (le Sahara Occidental et la Guinée Equatoriale) ont adopté la peseta. Selon SCHULER (2003), le rôle des Banques était de veiller au maintien du taux de change, en général 1 contre 1, entre la monnaie coloniale et les monnaies de référence.

Ces arrangements monétaires établis par la Grande Bretagne et les autres puissances coloniales étaient différents de celui établi par la France. Au départ, le franc français circulait dans les colonies françaises d'Afrique. Celles-ci comprennent l'Afrique Occidentale Française (AOF) composée du Dahomey (Bénin), de la Guinée Conakry, de la Côte d'Ivoire, du Soudan français (Mali), de la Mauritanie, du Niger, du Sénégal et de la Haute-Volta (Burkina Faso) et l'Afrique Equatoriale Française (AEF) qui comprend l'Oubangui Chari (la République Centrafricaine), le Tchad, le Congo Brazzaville et le Gabon auxquels il faut ajouter Madagascar et les Comores et, plus tard le Cameroun et le Togo, placés sous tutelle française après la première guerre mondiale. L'émission monétaire dans ces colonies, sauf exception, est confiée à des banques privées.

En 1901, la Banque du Sénégal est transformée en Banque d'Afrique Occidentale (BAO). Celle-ci avait le privilège de l'émission en Afrique de l'Ouest comme en Afrique Centrale. Les billets émis avaient la même valeur que le franc français. La BAO était soumise à la règle du 1/3. « *Le montant des billets en circulation devra toujours être représenté pour le tiers au moins par une encaisse consistant, soit en or sur la base de la définition monétaire du franc, soit en monnaie métallique ayant force libératoire en France, soit en dépôt à vue de devises convertibles en or, comptées au pair, soit en un crédit dans un compte spécial du Trésor, sans intérêt* » (LEDUC, op., cit., p. 31). Elle était aussi soumise à un plafond d'émission. En 1929, ce plafond était de 1 milliard. Il fut relevé à de nombreuses reprises (23 milliards le 27 mars 1950).

En 1936, la libre convertibilité du franc Poincaré a été supprimée. Un fonds de stabilisation des changes a été créé. Les banques coloniales ont été invitées à considérer le franc comme une devise étrangère qu'elles peuvent conserver comme réserve de change. De ce fait, le franc français est devenu la monnaie pivot du système. Il est lié par un système de change fixe avec les monnaies coloniales dont les signes monétaires sont devenus différents.

Toutefois, ce sont les mesures de contrôle des changes et des capitaux et celles du commerce extérieur prises en 1939 qui ont donné à la Zone franc les traits accentués qui l'ont en quelque sorte révélée à elle-même (BLOCH-LAINE, 1956). Ces traits peuvent être identifiés à deux niveaux. « (...) *d'une part, la réglementation des changes, la mise en commun des ressources en devises étrangères et la coordination du commerce extérieur qui constituent la barrière défensive établie sur tout le pourtour de la Zone ; d'autre part, à l'intérieur de cette barrière, l'interconvertibilité des monnaies, les relations monétaires, financières, bancaires entre les pays constituants et leurs échanges commerciaux ; le rôle de la métropole comme centre industriel, comme bourse et comme Banque centrale. (...) Tout se passe, dans la pratique, comme s'il y avait pour l'ensemble de la Zone franc, représentée par des vignettes diverses et avec des appellations différentes, une seule monnaie dont le « gage » est inscrit tout entier à l'actif du bilan de l'Institut d'émission métropolitain* » (Ibid., pp. 13-14 et 36).

Le 26 décembre 1946, le Gouvernement français décide de dévaluer le franc français et de créer deux francs coloniaux : le franc des colonies françaises d'Afrique (CFA) pour l'Afrique noire et Madagascar et le franc des colonies françaises du Pacifique (CFP). La parité de ces francs coloniaux était indiquée comme suit :

- 1 franc CFA = 1,7 franc français ;
- 1 franc CFP = 2,4 francs français.

Le franc CFP a été créé pour la Nouvelle-Calédonie et dépendances, Wallis et Futuna, les établissements français d'Océanie (Polynésie française), le condominium franco-anglais des Nouvelles-Hébrides. Il a été créé pour mettre fin à l'influence des Etats-Unis sur ces territoires sur lesquels circulait le dollar en raison de leur entrée en guerre aux côtés des Etats-Unis contre le Japon à partir de 1941. L'Afrique du Nord n'était pas concernée par ces décisions, car le franc français y circulait librement. Il en va de même pour les francs antillais et guyanais qui ont disparu avec la transformation de ces colonies en départements d'Outre-

mer. En 1948, la parité entre le franc métropolitain et les francs coloniaux a été une nouvelle fois modifiée³⁵ :

- 1 franc CFA = 2 francs français ;
- 1 franc CFP = 5,31 francs français³⁶.

En outre, un certain nombre de changements se produisent dans l'évolution des banques coloniales. Ces changements concernent tant leur champ d'activité que la composition de leurs capitaux qui seront désormais publics. En 1942, le privilège d'émission en AEF et au Cameroun est confié pour la première fois à un établissement public, la Caisse Centrale de la France Libre. La même année, celle-ci a été chargée de l'émission monétaire à Saint-Pierre-et-Miquelon (VIZY, 1989, p. 16). En 1950, la Banque de Madagascar et des Comores est autorisée à alimenter son compte provisionnel par le biais du *compte d'opérations* dont elle dispose auprès du Trésor français. Cette mesure permet à cette Banque lorsqu'elle manque de disponibilité, de tirer sur ce compte, même si celui-ci devient débiteur.

En 1955, le privilège d'émission de la BAO et de la Caisse Centrale de la France Libre est supprimé. Deux Instituts publics sont créés : l'Institut d'Emission de l'Afrique Occidentale Française et du Togo et l'Institut d'Emission de l'Afrique Equatoriale Française et du Cameroun. Ces instituts d'émission ont leur siège en France et sont contrôlés par le Gouvernement français. Ils émettent des billets de banque différents. Cette mesure vise à séparer la fonction d'émission des Instituts publics des autres établissements de crédit pour éliminer toute concurrence entre les banques de second rang et la Banque d'émission. Toutefois, les Instituts créés ont un champ d'activité plus large que les caisses d'émission. Ils ont la possibilité d'effectuer le réescompte des effets et de consentir des crédits aux banques, pour une période n'excédant pas 6 mois. En revanche, les crédits ne sont accordés aux particuliers qu'à titre exceptionnel. Ils peuvent aussi consentir des avances sur effets publics de moins de 6 mois et escompter les traites et obligations cautionnées, souscrites à l'ordre des comptables des Trésors. Ils ont aussi la possibilité d'escompter les effets représentatifs de crédits à moyen terme d'une durée maximum de 5 ans pour les banques. Ils assurent enfin la centralisation des risques bancaires. Cependant, les prises de participation leur sont interdites. Par ailleurs, le 27 décembre 1958, le nouveau franc français a été instauré. Son taux de change vis-à-vis du franc CFA s'établit à : 1 franc CFA = 0,02 franc français.

D'une certaine manière, il semble que les colonies sont passées d'une union monétaire, avec circulation de la monnaie métropolitaine, à une zone monétaire caractérisée

³⁵ La piastre a été dévaluée avec le franc métropolitain.

³⁶ BLOCH-LAINE, 1956, p. 345.

par une harmonisation des changes et un lien fixe entre les monnaies coloniales et les monnaies métropolitaines. Dans ce cas de figure, les *comptes d'opérations* et le Pool de devises jouent un rôle capital. Excédentaires, ils permettent d'assurer la convertibilité des monnaies coloniales et constituent une sorte de crédit accordé par les colonies à la métropole. Déficitaires, c'est la puissance coloniale qui assure, dans ce cas, la convertibilité de la monnaie coloniale. Durant cette période, l'émission monétaire était effectuée dans la plupart des cas par les organismes privés. Dans le cas français, les fonds étaient expédiés aux frais de l'Etat directement par l'administration des monnaies et médailles aux comptables du Trésor d'Outre-mer qui les intègrent dans leur caisse et les mettent en circulation (BLOCH-LAINE, 1956). Le contrôle par l'Etat des Instituts d'émission et, donc, de la liquidité des banques commerciales évincent la question de l'utilisation du solde des *comptes d'opérations* ou du Pool comme une ponction sur les ressources des colonies qui, par ailleurs, n'étaient considérées que comme des territoires d'Outre-mer.

Section 2 : L'Afrique regorge de projets d'intégration monétaire

L'histoire des pays africains permet de comprendre la géographie monétaire du continent. Le destin monétaire de ces pays résulte des choix effectués à la veille et juste après les indépendances où la plupart d'entre eux (les anciennes colonies britanniques, des puissances coloniales autres que la France et les pays d'Afrique du Nord) ont abandonné les arrangements monétaires coloniaux, contrairement aux anciennes colonies françaises de l'Afrique Sub-saharienne qui y sont majoritairement restés. En Afrique Noire, les trajectoires suivies semblent s'inscrire dans une logique contradictoire (A). Les phénomènes d'intégration monétaire, en tant que décision émanant de la volonté politique d'un pays souverain, commencent très tôt en Afrique. Les zones monétaires coloniales, qui ont survécu à cette période mouvementée et marquée, soit par la multiplication des sorties de pays, soit par l'implosion d'un certain nombre d'entre elles, sont les seules à exister encore aujourd'hui. Aucune autre zone ou union monétaire n'a été formée depuis. Il importe à cet égard d'insister sur la singularité de la Zone CFA et de la CMA en Afrique. Cette singularité tient tant au maintien de certains héritages coloniaux qu'à leur degré d'intégration monétaire et économique poussé. Toutefois, sur le continent, il y a un foisonnement de projets d'intégration monétaire. Ce phénomène se traduit par une imbrication des ensembles régionaux (B).

A. La naissance des zones monétaires indépendantes et le destin croisé des pays africains

A la fin des années 50 et au début des années 60, une grande partie des pays de l'Afrique Sub-saharienne ont accédé à l'indépendance. Ce changement de statut s'est accompagné d'un bouleversement du paysage monétaire du continent. Il s'est produit deux phénomènes importants : le maintien des arrangements monétaires coloniaux pour les anciennes colonies françaises et l'implosion des arrangements monétaires des autres colonies, à l'exception de la Zone rand (a) ; ces arrangements monétaires rescapés constituent encore les projets d'intégration monétaires les plus aboutis (b). Enfin, un phénomène est observé. Il s'agit du croisement du destin monétaire des pays africains avec le durcissement des règles d'émission monétaire par les anciennes colonies françaises et l'adoption des Banques centrales par les anciennes colonies britanniques (c).

a. Les arrangements monétaires rescapés

A la veille de la décolonisation, les britanniques et les français différaient au niveau des arrangements monétaires qu'ils proposaient à leurs colonies africaines. La Zone franc était une zone monétaire avec un fondement institutionnel solide tandis que la Zone sterling était un arrangement basé sur des préférences de régulation des paiements. De ce point de vue et compte tenu de la volonté des colonies de rompre avec le système monétaire colonial, les graines de l'éclatement de la Zone sterling en Afrique de l'Est et de l'Ouest étaient déjà semées avant même les indépendances (MASSON & PATILLO, 2005). Dans les années 50, la Grande Bretagne a dû faire face aux critiques contre les *currency boards* coloniaux. Ces critiques ont porté sur les rigidités et l'automatisme du système des caisses d'émission, ce qui les empêcherait d'atteindre les objectifs de croissance économique. En plus, l'obligation pour les colonies de détenir des réserves en Angleterre les privait de leur épargne pour encourager le développement. Enfin, les rendements des « balances sterling » étaient faibles.

La Banque d'Angleterre se serait opposée à la création des Banques centrales coloniales et aurait accepté cette idée seulement quant il s'est avéré que la plupart des colonies étaient déterminées à quitter les caisses d'émission dès leur accession à l'indépendance. L'implosion des *currency boards* coloniaux commença très tôt à la fin des années 50. Malgré la résistance de la Banque d'Angleterre, les autorités britanniques ont accepté l'idée d'un démantèlement des caisses d'émission pour établir des Banques centrales. Le *Central African Currency Board* a été dissout en 1956 et a été remplacé par la Banque

Centrale de Rhodésie et du Nyassaland (*Central Bank of Rhodesia and Nyasaland*). Celle-ci fonctionna jusqu'à 1964. A partir de cette date, en raison des tensions politiques et des intérêts économiques divergents, la Rhodésie, le Malawi et la Zambie ont créé leur propre Banque centrale et ont commencé à émettre leur propre monnaie.

Les colonies britanniques de l'Afrique de l'Ouest se sont progressivement retirées du *West African Currency board* : le Ghana en 1957, le Nigeria en 1959, le Cameroun britannique en 1962 pour adhérer à la Zone CFA de l'Afrique Centrale, la Sierra Leone en 1963 et la Gambie en 1964. Les nouvelles monnaies du Ghana (la livre ghanéenne, plus tard le cedi) et du Nigeria, (la livre nigériane, plus tard le naira) étaient au départ liées à la livre, mais elles ont été ensuite fixées au dollar ou ont fluctué selon les périodes.

En Afrique de l'Est, les anciennes colonies britanniques ont essayé de maintenir la cohésion et de remplacer la caisse d'émission par une union monétaire dans le cadre de la Communauté d'Afrique de l'Est (*East African Community*), regroupant le Kenya, la Tanzanie et l'Ouganda. Celle-ci résulte d'un long processus historique, notamment l'*East African Currency Board* en 1905 et l'Union douanière en 1919. Cependant, après de longues négociations, l'échec a été constaté en 1966. Ainsi, chaque pays a créé sa propre Banque centrale et sa propre monnaie. Ces monnaies devaient, au départ, être librement convertibles les unes contre les autres, mais à la suite des désaccords politiques, des restrictions ont été imposées à la convertibilité. Les fluctuations du taux de change ont mis fin à l'arrangement monétaire. La Communauté d'Afrique de l'Est s'est effondrée en 1977 pour plusieurs raisons : le manque d'engagement politique, le désintérêt du secteur privé, les asymétries des gains issus de la coopération selon le niveau de développement des pays, l'absence de politiques adéquates, etc. Cependant, depuis 1999, elle a été relancée et semble avoir trouvé un nouveau dynamisme. Une union douanière a été mise en place en 2005. En 2007, deux nouveaux pays ont intégré la Communauté, le Burundi et le Rwanda. Le marché commun est entré en vigueur en juillet 2010. Enfin, l'Union monétaire est prévue pour 2012.

Au total, tous les pays nouvellement indépendants ont créé leur propre Banque centrale et leur propre monnaie. Même quand ces nouvelles monnaies étaient liées ensemble comme dans le cas du *East African Community* (EAC) ou le *Central Bank of Rhodesia and Nyassaland*, les forces de la désintégration ont dominé celles de l'intégration. Les anciennes colonies britanniques, hormis les protectorats d'Afrique Australe, ont toutes des monnaies différentes, des Banques centrales indépendantes et des politiques monétaires autonomes.

Au milieu des années 70, les autres zones monétaires coloniales ont disparu ou ont seulement survécu en tant que pays non indépendants. A l'indépendance, l'Angola et São

Tomé et Príncipe ont créé leur Banque centrale et leur monnaie (le kwanza pour le premier et le dobra pour le second). En 1980, cinq ans après son indépendance, le Mozambique a adopté une nouvelle monnaie, le metical. Au début des années 2000, suite à un dérapage inflationniste un nouveau metical a été introduit sur la base de 1 contre 1000 anciens.

Les autres anciennes colonies portugaises et espagnoles ont rejoint l'une des Zones CFA : la Guinée Equatoriale a rejoint la Zone d'émission de la BEAC en 1985 et la Guinée Bissau l'UEMOA en 1997. Cap-Vert a continué de maintenir un lien fixe avec l'escudo portugais, puis avec l'euro dans le cadre d'un accord avec le Portugal. Cela se traduit par une stabilité du taux de change avec les pays de la Zone CFA. En revanche, il règne une confusion sur le statut du Sahara Occidental (indépendance ou rattachement au Maroc). Ce dernier utilise, pour l'instant, le dirham marocain.

Avec l'indépendance du Congo Belge, le Rwanda et le Burundi ont cessé d'utiliser le franc congolais. La responsabilité d'émettre une nouvelle monnaie, le franc rwandais et burundais, a été confiée à une Institution monétaire commune. Cependant, l'Union économique n'a pas survécu aux conflits survenus entre 1963 et 1964. Chaque pays a, par conséquent, adopté sa propre monnaie.

Enfin, la chute du régime de Bretton Woods et l'avènement du flottement généralisé des monnaies des puissances majeures a amené beaucoup de pays africains à délier leur monnaie de celle de l'ancienne puissance coloniale. La Zone CFA et la CMA sont, de ce fait, les seules en Afrique à maintenir encore les traits essentiels issus des arrangements monétaires coloniaux.

b. Les zones monétaires indépendantes

Les zones monétaires actuelles en Afrique résultent de la période coloniale. Elles sont au nombre de trois : la Zone rand, regroupant l'Afrique du Sud avec ses « petits » voisins et la Zone CFA (l'UEMOA et la CEMAC).

1. La CMA en Afrique Australe

La *Common Monetary Area* (CMA) regroupe les anciens protectorats britanniques de l'Afrique Australe. Cette Zone est fondée sur un accord monétaire le *Multilateral Monetary Agreement*. Celui-ci a connu une longue gestation. La coopération monétaire entre les pays de la CMA a commencé avant même la formation de l'Union sud-africaine en 1910. Après la mise en place de la *South Africa Reserve Bank* en 1921, la livre sud-africaine est devenue le

seul intermédiaire des échanges et le moyen de paiement légal des protectorats britanniques de l'Afrique Australe.

Après leur indépendance, le Botswana, le Lesotho et le Swaziland ont continué à utiliser le rand comme la seule monnaie en circulation, sans aucun accord formel avec le Gouvernement sud-africain. Cependant, de façon informelle, ces trois pays faisaient partie de la « Zone rand ». En 1969, après la renégociation des accords sur l'Union douanière avec l'Afrique du Sud, l'attention a porté sur la formalisation et l'adoption de relations monétaires entre un certain nombre de pays de l'Afrique Australe. Ainsi, un accord monétaire formel a été signé en décembre 1974 entre l'Afrique du Sud, le Swaziland et le Lesotho. Cet accord est connu sous le nom du *Rand Monetary Area Agreement*. Le Botswana a décidé de ne pas l'intégrer, choisissant de poursuivre une politique monétaire indépendante avec sa propre monnaie et sa propre Banque Centrale.

La CMA a remplacé le *Rand Monetary Area* en juillet 1986 à la suite de la signature du *Trilateral Monetary Area Agreement* entre les trois pays pour s'adapter au changement de la position du Swaziland. Ce *Trilateral Monetary Area Agreement* a été remplacé à son tour par l'actuel *Multilateral Monetary Area* (MMA) en février 1992 quand la Namibie a formellement joint la CMA, bien que ce pays ait été membre de fait dès le départ. Le MMA est caractérisé par la flexibilité et l'accommodation aux changements dans la position des parties contractantes. La coexistence des accords bilatéraux et multilatéraux constitue l'une de ces particularités la plus importante.

Dans la *Common Monetary Area*, en théorie, chaque pays membre a sa propre Banque Centrale et est responsable de sa politique monétaire. Dans la pratique, la *South Africa Reserve Bank* (SARB) formule et met en œuvre la politique monétaire. Les autres membres ont en principe la liberté d'adhérer ou pas à cette politique. Les pays membres de la Zone se consultent régulièrement afin de concilier les intérêts divergents dans la formulation et la mise en œuvre de la politique monétaire et de change. Pour faciliter cette consultation, la Commission de la CMA a été créée et se compose des représentants et des conseillers des pays membres.

Excepté le Swaziland, le rand a cours légal dans tous les pays membres de la CMA. La Namibie et le Lesotho ont leur propre monnaie. Chacune de ces monnaies est convertible au rand au taux de 1 contre 1. Toutefois, ces monnaies ne sont pas des moyens de paiement légaux en Afrique du Sud. Tous les pays de la CMA ont la même parité de change avec les pays étrangers. Les « petits » pays de la CMA, hormis le Swaziland, n'ont pas la possibilité de procéder à une modification de leur taux de change afin d'encourager la compétitivité

extérieure. Depuis 1986, le rand n'a pas cours légal au Swaziland et l'exigence de convertibilité au taux de 1 contre 1 entre le rand et le lilangeni a été officiellement proscrite, même si dans la réalité ce lien persiste. L'émission monétaire par la Namibie et le Lesotho doit être couverte à 100% par les actifs en rand, ce qui n'est pas le cas pour le Swaziland.

Parmi les unions de taux de change avec un pays dominant, l'Afrique du Sud est la seule à partager les bénéfices du seigneurage sur la base du rand en circulation dans les deux autres pays. En effet, le gouvernement sud-africain s'est engagé dans les accords à faire des paiements compensatoires au profit des autres pays contractants au prorata du rand en circulation dans chacun de ces pays (VAN ZYL, 2003). Le Swaziland n'est pas concerné par cette mesure puisqu'il a interdit officiellement l'utilisation du rand sur son territoire. En outre, les pays membres de la CMA partagent le même Pool de devises sous le contrôle de la SARB et plus largement des agents de change accrédités de l'Afrique du Sud (banques). Selon les termes de la MMA, la SARB peut, à la demande, rendre disponibles les réserves de change nécessaires pour les autres pays.

Tous les pays membres de la CMA appartiennent à l'Union douanière de l'Afrique Australe (*Southern African Customs Unions*)³⁷. De ce fait, les biens et les capitaux sont mobiles. Autrement dit, dans la CMA, la convertibilité totale, aussi bien du compte courant que du compte capital, est assurée entre les pays membres. Le système de contrôle des changes en cours en Afrique du Sud est substantiellement conforme aux mesures appliquées par les trois autres pays membres vis-à-vis des pays tiers. Les institutions publiques et privées du Lesotho, de la Namibie et du Swaziland, soumises à des lois et politiques financières conformes aux normes Sud-africaines, ont le droit d'accès au marché sud-africain des capitaux et de la monnaie. Toutefois, si la mobilité des biens et du capital est assurée, la mobilité du travail est soumise à des procédures classiques.

La CMA procure des avantages mutuels tant en ce qui concerne la stabilité du taux de change que la circulation du rand à travers la Zone. Les 3 autres pays dépendent largement du commerce avec l'Afrique du Sud. Une part non négligeable des revenus de ces pays proviennent des envois des travailleurs en provenance de l'Afrique du Sud. D'un côté, les pays de la *Sothern African Customs Union* (SACU) constituent un marché important pour les produits sud-africains. De l'autre côté, les transferts sud-africains jouent un rôle important comme mécanisme de compensation des asymétries. La complémentarité dans cette Zone est plus importante que dans les autres régions de l'Afrique (HUGON, 2003). Aussi, il se produit

³⁷ Tous les membres de la SACU, à l'exception du Botswana, sont membres de la CMA.

une convergence économique entre les pays membres de la CMA. C'est pour cette raison que l'Afrique du Sud procède aux adaptations nécessaires pour prendre en compte les préoccupations des autres membres.

2. La singularité de la Zone CFA : renforcement institutionnel et approfondissement de l'intégration monétaire

Si une grande partie des anciennes colonies françaises de l'Afrique Sub-saharienne ont décidé de rester dans la Zone CFA, le maintien de cette Zone n'a pas été une tâche aisée. A l'indépendance, l'engouement des pays africains de créer leur propre monnaie est très présent (LEDUC, 1965 ; MONGA & TCHATCHOUANG, 1996). La France a réagi de deux manières face à cette tendance. Elle a essayé de préserver et de renforcer la Zone CFA en permettant une forte représentation africaine dans les organes de décision et une africanisation progressive des Instituts d'émission, de la monnaie et des moyens d'action comme les facilités de crédit. « *A l'inverse de la Grande Bretagne, il y eut peu de débat en France sur le sujet des Banques centrales. Mais on prit conscience qu'il fallait laisser davantage de liberté aux Africains si l'on voulait préserver la Zone franc* » (SCHULER, 2003, p. 68).

Dès 1958, le Franc des Colonies Françaises d'Afrique (franc CFA) devient le Franc de la Communauté Financière d'Afrique (franc CFA) en Afrique de l'Ouest. Toutefois, il faut attendre 1972 pour que le Franc des Colonies Françaises d'Afrique (franc CFA) devienne le Franc de la Coopération Financière d'Afrique (franc CFA) en Afrique Centrale. En 1959, l'Institut d'émission de l'AOF devient la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et l'Institut d'émission de l'AEF devient la Banque Centrale des Etats de l'Afrique Equatoriale et du Cameroun (cette dernière est devenue la BEAC par la suite). Les sièges des Banques centrales, initialement à Paris, devaient se déplacer en Afrique. Ces mesures sont devenues effectives avec le transfert du siège de la BCEAO à Dakar en 1975 et de la BEAC à Yaoundé en 1977. En plus de l'émission monétaire, les deux Banques centrales ont été autorisées à financer les banques commerciales et les Trésors nationaux.

Les arrangements monétaires ont, en outre, fait l'objet de conventions internationales entre les pays de la Zone CFA et la France. Ces conventions, revues au début des années 1970, constituent la base juridique de la Zone CFA³⁸. Elles énoncent la fixité du franc CFA avec le franc français, sa convertibilité et les facilités de découvert liées aux *comptes d'opérations*. Ces conventions expliquent, en grande partie, la longévité de la Zone CFA. La

³⁸ Certains dispositifs ont connu des amendements. Voir les Statuts des Banques centrales.

France a, en effet, accordé une importance particulière à ses rapports avec les pays de la Zone CFA. Ces rapports sont passés d'une logique de dépendance de fait vers une logique d'indépendance de droit. Durant cette période, se sont mises en place les principales règles de la coopération monétaire auxquelles s'est ajoutée une coopération plus poussée entre les pays de la Zone CFA. Celle-ci, de façon générale, peut être considérée comme une coopération monétaire particulière entre un pays développé (la France) représentée par son Trésor et des pays en développement représentés par leur Banque centrale. Le passage à l'euro en 1999 n'a quasiment rien changé puisque le taux de change du franc CFA n'a pas été modifié. Celui-ci a résulté du taux de change du franc français vis-à-vis de l'euro.

Encadré 2 : Chronologie des événements marquants de la Zone franc CFA*

1848 : Abolition de l'Esclavage.
1849 : Loi sur l'indemnité coloniale autorisant la création des banques coloniales.
1853 : Création de la Banque du Sénégal.
1901 : La Banque du Sénégal devient la BAO.
1936 : Les banques coloniales sont autorisées à considérer le franc français comme une devise étrangère.
9 septembre 1939 : Création de la Zone franc suite au décret relatif aux contrôles des changes et du commerce extérieur.
02 décembre 1941 : Création de la Caisse Centrale de la France Libre (CCFL).
24 juillet 1942 : Attribution à la CCFL du privilège d'émission en AEF et au Cameroun qui était exercé auparavant par la Banque d'Afrique Occidentale.
02 février 1944 : la Caisse Centrale de la France Libre devient la Caisse Centrale de la France d'Outre-mer.
26 décembre 1945 : Création des francs CFA et CFP.
1955 : Création des Instituts d'émission : l'une pour l'AOF et l'autre pour l'AEF. Ils sont dotés d'un <i>compte d'opérations</i> auprès du Trésor français.
1959-1962 : Signature des accords monétaires entre les Etats Africains et entre ces derniers et la France ; naissance de l'UDE (1959) et de l'UMOA (1962) ; création de la BCEAO (1959) et de la BCEAEC (1959).
1962 : Refus du Mali de ratifier le traité de l'UMOA.
1964 : Naissance de l'Union Douanière des Etats de l'Afrique Centrale (UDEAC).
1967 : Accord franco-malien prévoyant le retour du Mali dans l'UMOA.
1972-1973 : La BCEAEC devient la BEAC. De nouveaux accords de coopération monétaire sont signés entre la France et les pays membres de la Zone d'émission de la BEAC (le 23 novembre 1972) et de la BCEAO (le 14 novembre 1973).
1984 : Adhésion du Mali à l'UMOA.
1 ^{er} janvier 1985 : La Guinée Equatoriale rejoint la Zone d'émission de la BEAC.

11 janvier 1994 : Dévaluation du franc CFA (100% en monnaie interne et de 50% en monnaie externe) ; les traités de l'UEMOA et de la CEMAC sont signés.

31 mars 1997 : Adhésion de la Guinée Bissau à l'UEMOA.

23 novembre 1998 : Adoption par le Conseil de l'Union Européenne de la décision communautaire relative au franc CFA et au franc comorien.

1^{er} janvier 1999 : L'introduction de l'euro ne change rien, sinon le remplacement du franc français par l'euro comme monnaie d'ancrage des francs CFA, la parité a été définie en fonction de celle qui était en cours avec le franc français :

1 EURO = 6,55957 FF

1 FF = 100 FCFA

1 EURO = 6,55957* 100 = 655, 957 FCFA.

Source : BCEAO, BEAC.

* Cette liste ne récapitule pas tous les événements, mais ceux qui sont considérés comme importants.

La Zone CFA, comme dans l'entre-deux-guerres, se subdivise en deux entités différentes dont l'une regroupe les pays de l'Afrique de l'Ouest et l'autre les pays de l'Afrique Centrale. Chacune de ces entités a son propre signe monétaire et sa propre Banque centrale. A ces deux entités, il faut ajouter les Iles Comores liées à la France par des accords de même nature. Ce pays a la particularité d'avoir sa propre monnaie, le franc comorien. Il n'appartient pas à une union monétaire. Chaque Banque centrale a le privilège de l'émission monétaire dans les limites des accords avec le Trésor français.

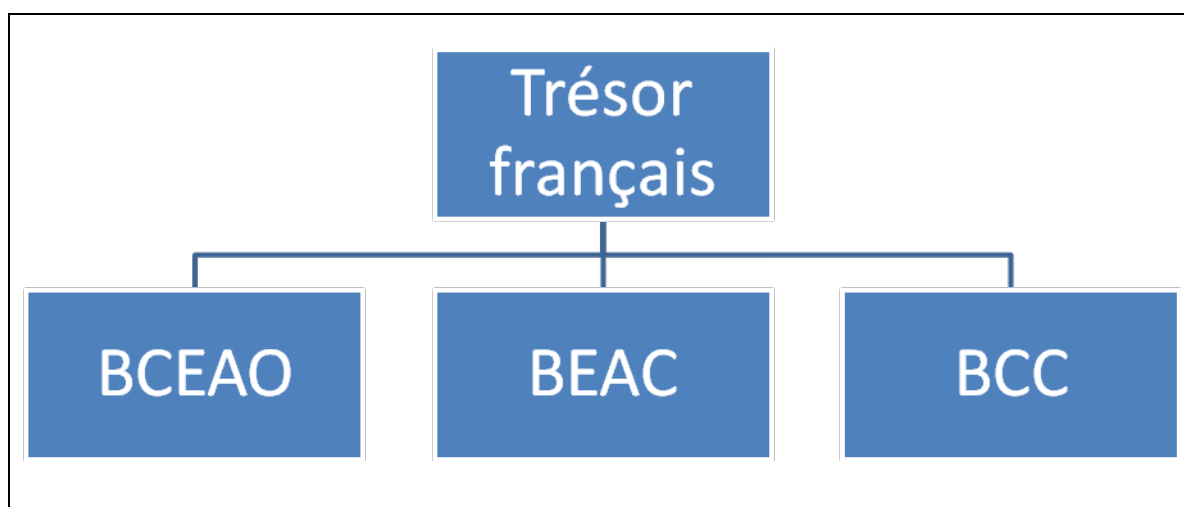
Tableau 2 : Les Banques centrales et leur zone d'émission respective

Banque centrale	BCEAO (Banque Centrale des Etats de l'Afrique l'Ouest).	BEAC (Banque des Etats de l'Afrique Centrale).	BCC (Banque Centrale des Comores).
Monnaie émise	F CFA (Franc de la Communauté Financière Africaine).	F CFA (Franc de la Coopération Financière Africaine).	FC (Franc Comorien).
Zone d'émission	Bénin Burkina Faso Côte d'Ivoire Guinée Bissau Mali Niger Sénégal Togo	Cameroun Centrafrique Congo Gabon Guinée Equatoriale Tchad	Les Comores

La Zone CFA obéit à deux logiques de coopération. Une logique verticale qui est issue de son histoire. Celle-ci met en évidence les accords monétaires signés avec la France lors de l'accession à l'indépendance des pays de la Zone. C'est dans le cadre de ces accords que les grandes lignes de fonctionnement de cette Zone ont été mises en place. La logique horizontale reflète les accords intra-régionaux entre les pays membres de chaque Union monétaire. La coopération en vue de l'approfondissement de l'intégration économique n'a toujours pas été

dynamique dans la Zone CFA. Les mesures d'harmonisation des politiques économiques, de démantèlement des barrières tarifaires et surtout de convergence macroéconomique n'ont été élaborées qu'avec la dévaluation de 1994 et la création de l'UEMOA et de la CEMAC, donnant ainsi un véritable dynamisme à la dimension horizontale de la coopération. Celle-ci ne va désormais plus se limiter à l'aspect monétaire. C'est pour cette raison que la dévaluation constitue une référence dans l'évolution économique de ces pays. Elle constitue le point de départ des nouvelles politiques qui sont en cours dans la Zone CFA.

Schéma 1 : Représentation schématique de la coopération monétaire dans la Zone franc



c. Le destin croisé des pays africains : le rejet du passé colonial

Les anciennes colonies françaises d'Afrique Sub-saharienne n'étaient pas toutes attirées par les concessions de l'Etat français. En fait, depuis la fin des années 1940, la configuration de la Zone CFA a changé. En 1949, la Côte française des Somalis (Djibouti) crée sa propre monnaie bien avant son indépendance. En 1958, la Guinée quitte la Zone franc. Ensuite, le 30 juin 1962, le Mali refuse de signer le traité de l'UMOA et crée le franc malien le 01 juillet 1962. Cette volonté des autorités maliennes de reprendre leur souveraineté monétaire ne va pas durer longtemps. En 1967, le Mali est confronté à un déficit des paiements, ce qui l'a conduit à signer un accord avec la France. Le franc malien a été dévalué de 50%. Selon les accords franco-maliens, la réadmission du Mali dans l'UMOA et, donc, dans la Zone CFA ne devait pas durer plus de 5 ans. Toutefois, cette réadmission n'aura lieu qu'en 1984. En 1973, la Mauritanie et Madagascar quittent également la Zone CFA. Il semble que le désir des anciennes colonies françaises de se réapproprier leur souveraineté monétaire

était plus fort que ne laisse croire les sorties réellement concrétisées. Les multiples pressions exercées par la France les auraient dissuadées. A cela, s'ajouteraient le manque d'assurance et la crainte du futur des nouveaux dirigeants. L'octroi des indépendances aurait même été conditionné à la signature des accords de coopération afin de préserver les intérêts français. A l'instar du Mali et de la Guinée, il semble qu'un grand nombre de pays africains de la Zone ont manifesté leur désir d'avoir leur propre monnaie. Les autorités camerounaises et togolaises l'auraient exprimé. Le Sénégal, le Niger et la Haute-Volta l'ont également souhaité. Ces idées auraient été abandonnées sous la forte pression française (MONGA & TCHATCHOUANG, 1996, p. 23)³⁹.

D'autres auteurs estiment que le dur traitement réservé au Mali et à la Guinée servait de leçon pour les autres candidats à la sortie. Il semble qu'en dehors de ces deux pays, les leaders de l'Afrique francophone étaient plus conservateurs dans leur philosophie économique que les leaders anglophones et, donc, ne voulaient pas créer leur propre Banque centrale afin de s'engager dans l'activisme monétaire⁴⁰. Les choix différents entre leaders francophones et anglophones ont été aussi soulignés par MUNDELL (1972). Pour ce dernier, ce choix résulterait de leur formation différente en économie, l'hétérodoxie monétaire keynésienne étant plus en vogue à Londres qu'à Paris durant l'après-guerre.

La Zone CFA a, tout de même, été maintenue. Ce maintien s'expliquerait par les différences tant dans le choix des leaders qu'à la volonté de la France de la maintenir. Il faut souligner, aussi, le rôle joué par sa structure institutionnelle qui est de nature à maintenir des engagements contraignants sur une longue durée. A ces facteurs, s'ajoutent les adaptations qui ont voulu en faire un outil de développement économique.

Au final, il existe aujourd'hui en Afrique deux Unions monétaires héritées de la période coloniale : l'UEMOA et la CEMAC et une zone monétaire, la CMA. Celles-ci représentent la matérialisation de longues expériences en terme de coopération monétaire. Elles ont comme point commun le rôle important joué par un hégémon et le maintien d'une certaine discipline par leurs membres. Par ailleurs, un grand nombre de pays africains indépendants ont mis en place des Banques centrales avec des politiques monétaires autonomes dans un contexte de flottement pur ou impur du taux de change. Rares sont les pays qui ont adopté d'autres formes de régime monétaire. De ce fait, il est possible de décrire l'évolution des pays africains suivant les grandes tendances. Au début des années 1960, régna dans la quasi-totalité des pays

³⁹ Ces auteurs laissent même sous-entendre que la volonté des autorités togolaises de créer leur propre monnaie est la raison (peut-être pas la seule) du premier coup d'Etat perpétré au Togo dans la nuit du 12 au 13 janvier 1963 et qui a entraîné la mort du président OLYMPIO.

⁴⁰ Voir par exemple MASSON & PATILLO (2005).

africains une forme d'accommodation monétaire, les colonies françaises accédant plus facilement aux financements des Banques centrales et les colonies britanniques ayant abandonné les caisses d'émission au profit des Banques centrales. Cette tendance générale s'est prolongée jusqu'à la deuxième moitié des années 1970. A partir de cette date, il s'est produit un changement dans la Zone CFA avec l'adoption des programmes d'ajustement structurel, puis avec la dévaluation du franc CFA. En effet, les pays de la Zone CFA vont évoluer vers un régime plus proche des caisses d'émission. Au regard de la géographie monétaire de l'Afrique de la période coloniale, ce changement constitue un véritable croisement du destin monétaire des pays africains, les anciennes colonies britanniques s'éloignant des caisses d'émission mises en place par la puissance coloniale et les anciennes colonies françaises évoluant vers un régime plus proche des caisses d'émission. Cette situation, qui prévaut actuellement, peut être qualifiée de « rejet du passé colonial ». Ce rejet est le constat que les anciennes colonies ont tendance à s'écarter de la voie tracée par l'ancienne puissance coloniale. Ce sentiment, de plus en plus présent, ne date pas d'aujourd'hui. « *Les systèmes coloniaux se sont largement constitués sur des bases régionales. Or, les indépendances africaines ont été marquées par la décomposition des zones monétaires (exception faite de la Zone franc et de la CMA), par la dislocation des regroupements régionaux (AOF, AEF, Communauté de l'Afrique de l'Est, Fédération Rhodésie-Nyassaland...) et par l'échec des tentatives de regroupements nationaux (exemple du Soudan et du Sénégal constituant le Mali). L'Afrique sub-saharienne est devenue le sous-continent le plus morcelé du monde* » (HUGON, 2003, p. 134). La remise en cause des regroupements régionaux et monétaires et leur reconstitution relèvent sans doute du rejet du passé colonial. Celui-ci est directement lié à la dimension politique de la monnaie⁴¹. Ce phénomène pourrait se développer davantage dans la Zone CFA, ce qui se traduira, soit par son éclatement, soit par son africanisation totale ou encore sa fusion avec d'autres projets d'intégration monétaire.

La mise en place de l'euro a revitalisé les initiatives d'intégration régionale dont l'Afrique recèle un grand nombre. En plus de la Zone CFA et de la CMA, de nombreux projets existent. Le point culminant de ceux-ci serait une monnaie unique à l'échelle continentale.

⁴¹ La question de la souveraineté monétaire dans la Zone CFA n'a jamais été aussi importante que dans les années récentes, surtout en 2010. La presse, les sites d'information et les associations se sont emparés du sujet. Cela tient à la considération que ce système demeure encore, surtout avec les cérémonies du 50ème anniversaire des indépendances, le seul vestige quasi-intact de la colonisation.

B. Des projets d'intégration régionale imbriqués

Après l'indépendance d'un grand nombre de pays africains, des projets d'intégration économique et monétaire ont été initiés sur le continent. Certains pays sont restés dans les arrangements monétaires coloniaux en essayant de les réaménager pour en faire un outil de coopération et de développement. C'est le cas des pays de la Zone CFA, de la CMA et des pays de l'EAC. Parallèlement à ces projets, d'autres organisations sous-régionales, et même continentales, ont été mises en place sous les auspices des « Pères de l'indépendance ». Ces projets sont nés durant une période de « *crise de conscience culturelle* » (GLELE-AHANHANZO, 1986). En effet, à l'indépendance, un débat intense a eu lieu en Afrique entre les tenants de l'approche fédéraliste, notamment Kwame NKRUMAH et ceux de l'approche pragmatique regroupant une majorité de dirigeants. Les premiers, animés par le rêve panafricain, souhaitaient une disparition des Etats souverains et la formation d'une Fédération Africaine. NKRUMAH affirma à cet effet : « *Unis, nous résistons. Notre objectif, c'est, dès maintenant l'Unité africaine. Il n'y a pas de temps à perdre. Nous devons maintenant nous unir ou périr... L'unité africaine est un royaume politique qui ne peut être conquis que par des moyens politiques. L'expansion sociale et économique de l'Afrique ne se réalisera qu'à l'intérieur de ce royaume politique et l'inverse n'est pas vrai* » (Ibid., p. 21). Les seconds, privilégiant une approche confédéraliste, recommandaient des projets de coopération économique, technique, etc. Cette approche considère l'unité politique comme l'aboutissement des efforts de coopération. L'Organisation de l'Unité Africaine (OUA) procède de cette logique. Il en a découlé une prolifération d'organisations régionales visant à réaliser l'unité africaine par l'intégration économique. Les difficultés liées aux instabilités politiques et à la crise économique se sont souvent traduites par une sclérose de ces projets.

La multiplication des projets d'intégration a généré une imbrication des regroupements régionaux. Cela se traduira souvent par l'illisibilité et même par l'inefficacité de ces projets. Dans presque toutes les sous-régions, le processus d'intégration régionale est conduit par, au moins, deux regroupements régionaux. D'après la Commission Economique des Nations-Unies pour l'Afrique (CEA), parmi les 53 pays que compte l'Afrique, 30 sont membres de deux regroupements régionaux, 16 sont membres de trois, un pays est membre de 4 et 6 sont membres d'un seul regroupement régional.

Tableau 3 : Les regroupements régionaux et intergouvernementaux en Afrique†

Noms	Acronymes	Pays	
La Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale	CEMAC	Cameroun** RCA*** Tchad***	Congo** Guinée Equatoriale** Gabon**
La Communauté des Etats Sahélo-sahariens	CEN-SAD	Burkina Faso*** RCA*** Tchad*** Egypte** Djibouti*** Gambie** Libye** Erythrée***	Mali*** Maroc** Niger*** Nigeria** Sénégal*** Somalie** Soudan*** Tunisie**
La Communauté Economique des Pays du Grand Lac	CEPGL	Burundi*** RDC****	Rwanda***
Le Marché Commun des Pays de l'Afrique du Sud-Est	COMESA	Angola** Burundi*** Comores** RDC**** Djibouti*** Egypte** Erythrée*** Ethiopie** Kenya*** Madagascar**	Malawi** Ile Maurice*** Namibie*** Rwanda*** Seychelles*** Soudan*** Swaziland*** Ouganda*** Zambie** Zimbabwe**
La Communauté de l'Afrique de l'Est	EAC	Kenya*** Tanzanie**	Ouganda***
La Communauté Economique des Etats de l'Afrique Centrale	CEEAC	Burundi*** Cameroun** RCA*** Tchad*** Congo**	RDC**** Guinée Equatoriale** Gabon** Rwanda*** Sao Tomé et Principe*
La Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest	ECOWAS (CEDEAO)	Benin** Burkina Faso*** Cap-Vert* Côte d'Ivoire** Gambie** Ghana* Guinée** Guinée Bissau**	Liberia** Mali*** Niger*** Nigeria** Sénégal*** Sierra Leone** Togo**
L'autorité intergouvernementale du développement	IGAD	Djibouti*** Erythrée*** Ethiopie** Kenya***	Somalie** Soudan*** Ouganda***
La Commission de l'Océan Indien	IOC	Comores** France (Réunion)* Madagascar**	Ile Maurice*** Seychelles***
L'Union de la Rivière Mano	MRU	Guinée** Liberia**	Sierra Leone**
L'Union douanière de l'Afrique australe	SACU	Botswana** Lesotho** Namibie***	Afrique du Sud** Swaziland***
La communauté pour le développement de l'Afrique australe	SADC	Angola** Botswana** RDC**** Lesotho** Malawi** Iles Maurice*** Mozambique*	Namibie Afrique du Sud** Swaziland*** Tanzanie** Zambie** Zimbabwe**

L'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine	UEMOA	Benin** Burkina Faso*** Côte d'Ivoire** Guinée Bissau**	Mali*** Niger*** Sénégal*** Togo**
L'Union du Maghreb Arabe	UMA	Algérie* Libye** Mauritanie*	Maroc** Tunisie**

Source : Rapport du 3^{ème} Forum africain du développement (2002), pp. 5-6.

* Les pays appartenant à un seul regroupement régional.

** Les pays appartenant à deux regroupements régionaux.

*** Les pays appartenant à trois regroupements régionaux.

**** Les pays appartenant à quatre regroupements régionaux.

† Une liste des sigles est fournie à la fin de la thèse.

Selon la CEA, l'existence d'un grand nombre de communautés entraîne la dispersion des ressources, complique le processus d'intégration à l'échelle continentale et affaiblit les capacités et les ressources des gouvernements à faire face aux différents agendas et exigences. Puisque les organisations régionales ont des objectifs similaires, il se produit un chevauchement d'efforts inutiles et une concurrence entre les pays et les institutions. Cela explique la volonté de l'Union africaine de rationaliser les communautés économiques régionales.

En 1991, les Chefs d'Etat et de Gouvernement des pays de l'Organisation de l'Unité Africaine (OUA) ont signé le traité d'Abuja instituant la Communauté Economique de l'Afrique. Ce traité est entré en vigueur en 1994. La Communauté Economique de l'Afrique devrait être mise en place suivant 6 étapes. Pour cela, le traité prévoit de :

1. créer les blocs régionaux là où ils n'existent pas (objectif à atteindre en 1999) ;
2. de renforcer l'intégration au sein et entre les blocs régionaux (à atteindre en 2007) ;
3. établir une zone de libre échange, puis une union douanière dans chaque bloc régional (objectif à atteindre en 2017) ;
4. établir une zone de libre échange et une union douanière à l'échelle continentale (à l'horizon 2019) ;
5. établir un marché commun africain en 2023 ;
6. établir une union économique et monétaire continentale et un Parlement africain à l'horizon 2028 ;
7. La fin de toutes les périodes transitoires est fixée au moins à 2034.

L'enchevêtrement des regroupements régionaux a conduit l'Union Africaine à privilégier 8 grands blocs régionaux (CEN-SAD, COMESA, EAC, CEEAC, CEDEAO,

IGAD, SADC, UMA)⁴² en vue d'une large union monétaire au niveau continental. Autrement dit, l'objectif de l'Union africaine est de faire de ces projets une sorte d'étape intermédiaire à la mise en place d'une monnaie unique africaine. Toutefois, au niveau sous-régional, les pays à cheval sur différentes organisations pourraient être contraints à en choisir une seule.

MASSON et PATILLO (2005) estiment que les projets d'intégration monétaire en Afrique, y compris la possibilité d'une monnaie unique continentale, ne semblent pas être guidés par la recherche de gains économiques. Une monnaie unique africaine n'aurait pas un rôle important à l'échelle mondiale. En plus, une politique monétaire unique à l'échelle du continent pourrait imposer des coûts considérables à des pays très hétérogènes. Ils arrivent à la conclusion que si l'objectif d'une monnaie unique est la stabilité du taux de change, celle-ci pourrait être atteinte à un moindre coût à travers une fixité unilatérale au dollar, à l'euro ou une combinaison des deux monnaies compte tenu des relations commerciales et financières des pays africains. Si l'objectif de la monnaie unique est la solidarité continentale, puisque les coûts économiques sont importants, un autre moyen pour démontrer cette solidarité est le démantèlement des barrières aux mouvements des biens, des personnes et du capital, mais aussi par l'initiative NEPAD (le nouveau partenariat pour le développement), la baisse des conflits, l'amélioration de la gouvernance, l'élimination de la corruption, la promotion de l'état de droit, etc. MUNDELL (1972 et 2002) soutient que la monnaie unique continentale pourrait être une bonne chose, mais que cela n'engendre pas nécessairement la stabilité monétaire. Il identifie un certain nombre de questions pratiques (type d'Institut d'émission, choix de la monnaie d'ancrage, objectif de la politique monétaire, etc.) qui devraient avant tout faire l'objet de consensus.

Tableau 4 : Les gagnants et les perdants

	Les gagnants	Les perdants
COMESA	Angola, Ethiopie, Malawi, Seychelles, Soudan, Zambie, Zimbabwe.	Egypte, Kenya, Madagascar, Ile Maurice, Namibie, Swaziland, Ouganda
EAC	Kenya	
CEDEAO	Gambie, Ghana, Nigeria, Sierra Leone.	Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Mali, Niger, Sénégal, Togo.
SADC	Angola, Botswana, RDC, Lesotho, Malawi, Mozambique, Seychelles, Tanzanie, Zambie, Zimbabwe.	Lesotho, Namibie, Afrique du Sud, Swaziland,
La ZMAO	Nigeria	Gambie, Ghana, Guinée, Sierra Leone

Source : MASSON & PATILLO, 2004.

⁴² Economic Commission for Africa, (2008), *Assessing Regional Integration in Africa 2008, Towards Monetary and Financial Integration in Africa*, Addis Abeba.

Conclusion

L'Afrique, de par son histoire et la pluralité des projets de coopération monétaire, occupe une place centrale en ce qui concerne les questions monétaires. Certes, ce continent a souvent été négligé compte tenu de la faiblesse de son économie, mais cette faiblesse ne peut être un argument pour occulter son importance pour la compréhension des questions monétaires.

Les expériences africaines peuvent en effet servir d'exemple pour d'autres projets d'intégration monétaire, notamment en ce qui concerne un mécanisme de type *compte d'opérations* ou une forme de coopération entre Banques centrales visant à rassurer les porteurs de la monnaie unique. Cependant, elles trouvent leurs limites dans le sous-développement des marchés financiers. Ceux-ci sont peu intégrés aux marchés mondiaux. Le niveau très limité des flux financiers mondiaux vers l'Afrique met les Unions monétaires de ce continent à l'abri des mouvements de capitaux déstabilisateurs, ce qui constitue probablement l'un des facteurs de leur longévité. Toutefois, si les unions monétaires ont souvent été considérées comme un moyen pour éviter les attaques spéculatives et les effets *domino*, la crise financière a montré les limites d'un tel raisonnement dans le cas européen.

La pluralité des expériences aussi bien dans la période coloniale que dans la période actuelle fait de l'Afrique un terrain fructueux de recherche sur la monnaie. C'est pour cette raison que l'expérience des pays de la Zone CFA, d'une zone monétaire coloniale à une zone monétaire au service du développement entre pays souverains, est tout à fait unique sur le continent et mériterait une attention particulière. L'UEMOA et la CEMAC sont les seules Unions monétaires en Afrique, avec une monnaie unique, une Banque centrale unique qui a la charge de la politique monétaire. En outre, le niveau d'intégration économique, bien que limité, augmente progressivement dans ces deux Unions.

Dans la Zone CFA, des questions de fond se posent, tant sur le développement économique que sur la soutenabilité de la coopération monétaire. Ces questions ne sont pas indépendantes et mériteraient un regard plus approfondi. Dans cette optique, la dévaluation du franc CFA a été une véritable thérapie de choc. Depuis, cette Zone a connu une évolution différente des années qui ont suivi les indépendances. Elle s'est imposée des principes éloignés des accords monétaires des années 70. La partie suivante s'attache à étudier l'évolution de la Zone CFA sous le régime de ces accords. Elle mettra en évidence les limites de ce régime qui ont conduit à la dévaluation.

PREMIERE PARTIE

Le choc de la dévaluation

INTRODUCTION

La première partie de cette thèse cherche à resituer le contexte des pays de la Zone CFA et à montrer que la dévaluation constitue non seulement un point de rupture avec les logiques anciennes, mais aussi un nouveau point de départ pour de nouvelles politiques. Cette partie sera, en outre, consacrée aux questions monétaires depuis l'indépendance où le développement économique était l'objectif recherché.

Les spécificités de la Zone CFA seront mises en évidence. A cet effet, l'accent portera sur la nature du dispositif des *comptes d'opérations* qui constitue le cœur de la coopération monétaire dans la Zone CFA. Ce travail tentera de saisir leurs avantages possibles pour la France et pour les pays de la Zone CFA dans une logique globale. Il en résultera que le système de *compte d'opérations* présente des atouts et des inconvénients pour les pays africains et pour la France.

Cette partie vise aussi à expliquer pourquoi le lendemain des indépendances a été caractérisé par une croissance forte, conjuguée avec la stabilité monétaire. Aussi, l'accent portera sur les raisons de l'essoufflement de cette longue période de prospérité, donc des limites du « régime des accords monétaires », le contenu des programmes d'ajustement structurel et la dévaluation.

Ensuite, les effets de la dévaluation seront étudiés. Différents indicateurs macroéconomiques seront pris en compte. Leurs évolutions seront étudiées dans une logique comparative selon que l'UEMOA ou la CEMAC soit prise en compte. Il en découlera qu'une mesure identique, appliquée à des pays évoluant sous les mêmes règles de fonctionnement, ait produit des résultats différents.

Enfin, les nouvelles orientations de la politique économique seront analysées. Celles-ci ont été mises en place avec la dévaluation (les mesures d'accompagnement) et dans le cadre de la construction régionale (les critères de convergence). Ces mesures ont généré des implications importantes qui n'ont pas suffisamment été analysées. Ici, il s'agit surtout d'insister sur l'évolution des objectifs de la politique monétaire et de crédit au lendemain des indépendances jusqu'à la mise en place des programmes d'ajustement structurel, ce qui permet d'établir un parallèle avec les orientations actuelles de la politique monétaire. Celles-ci sont nées avec la dévaluation et se sont renforcées dans les années suivantes.

Chapitre 1 : Du régime des accords monétaires aux programmes d'ajustement structurel

La particularité des pays de la Zone CFA en Afrique réside dans leur parcours historique et dans la nature des liens qui les unissent à l'ancienne puissance coloniale. Ces liens ne sont pas seulement historiques et culturels. Ils ont fait l'objet d'accords formels dont la dimension monétaire est l'une des plus abouties.

Au milieu des années 50, il était question d'autonomie, voire d'indépendance, des pays africains membres de la Zone CFA. Entre 1959 et 1962, des accords de coopération ont été signés avec la France. Ces accords étaient vastes et englobaient divers domaines. Le domaine monétaire a particulièrement retenu l'attention des autorités françaises où des accords bilatéraux et multilatéraux ont été conclus. Ces accords ont visé à préserver la Zone CFA. De ce point de vue, ils constituent l'assise institutionnelle de la coopération monétaire franco-africaine.

Parallèlement, les pays africains de la Zone CFA ont développé la dimension régionale de la coopération monétaire en Afrique de l'Ouest comme en Afrique Centrale. Les deux configurations de la coopération, l'une verticale (entre la France et les pays de la Zone CFA) et l'autre horizontale (entre les pays africains de la Zone CFA), qui caractérisent fondamentalement les arrangements monétaires de la Zone CFA, sont ainsi nées. Les aménagements ultérieurs, qui seront apportés pour tenir compte de l'évolution des pays de la Zone CFA, ne vont pas modifier considérablement les principes essentiels. Les conventions de coopération monétaire signées au début des années 70 ont concrétisé l'africanisation des Banques centrales. Ces dernières ont adopté des politiques monétaires favorables au financement du développement. Toutefois, les principes de base restèrent fidèles aux caractéristiques originelles de la Zone CFA. Celle-ci a évolué sous les règles énoncées dans les conventions. Le régime de croissance qui en a découlé est qualifié ici du « régime des accords monétaires », en référence à l'ensemble des accords signés depuis 1959. Ceux-ci ont conditionné leur évolution économique jusqu'à la mise en place des premiers programmes d'ajustement structurel de la fin des années 70 et au début des années 80. La mise en place de ces programmes révèle avant tout l'hétérogénéité entre les deux Unions monétaires que forme la Zone CFA, mais aussi les limites du régime des accords monétaires.

Ce chapitre vise à étudier la nature et la portée de ces accords. Les mécanismes de fonctionnement de la Zone CFA seront d'abord étudiés. Ces mécanismes constituent les fondements du régime (section 1). Ensuite, l'accent sera mis sur l'impact de ce régime, ce qui permettra, par ailleurs, de saisir ses limites et les raisons pour lesquelles les programmes d'ajustement structurel ont été mis en place. Aussi, le régime issu de ces programmes sera étudié et les résultats qui en ont découlé (section 2).

Section 1 : Les fondements du régime des accords monétaires

Les accords monétaires signés entre la France et les pays membres de la Zone CFA sont essentiellement basés sur un certain nombre de caractéristiques qui régissent le fonctionnement de la Zone CFA. L'éclatement des empires coloniaux et l'évolution de l'environnement international ont contribué à la mutation, sinon à la disparition, de quelques unes de ces caractéristiques. De ce fait, les principes de fonctionnement de la Zone CFA vont se constituer autour des caractéristiques résiduelles (A). Parmi celles-ci, un consensus s'est dégagé que le dispositif de *compte d'opérations* est le mécanisme-clé de la Zone CFA (B).

A. Les principes de fonctionnement de la Zone CFA

Les caractéristiques originelles de la Zone franc sont au nombre de 5 :

1. la réglementation commune des changes ;
2. la mise en commun des avoirs en devises ;
3. la représentation commune dans les institutions financières internationales ;
4. la fixité du taux de change entre les francs coloniaux et le franc français ;
5. la convertibilité des monnaies en franc français *via* le dispositif de *compte d'opérations*⁴³.

Cette description est celle de « l'âge d'or » de la Zone franc, soit de la fin de la deuxième guerre mondiale à la deuxième moitié des années 50. Le changement du contexte international modifia la plupart de ces caractéristiques. La première caractéristique a connu une modification profonde plutôt qu'une disparition, car la liberté de mouvement des capitaux entre les pays de la Zone CFA et la France peut être considérée comme un « résidu » de la réglementation commune des changes. En plus, la réglementation des changes en vigueur dans les pays de la Zone CFA distingue clairement les pays de la Zone franc du reste du

⁴³ Sur ce point voir LEDUC, 1965, p. 93.

monde en vue d'accorder un traitement de faveur aux premiers⁴⁴. En ce qui concerne la deuxième caractéristique, dans la Zone franc, il existait un « Pool de devises » différent des *comptes d'opérations*. La mise en place de ce Pool remonte au 9 septembre 1939. Les pays de la Zone franc étaient tenus d'y déposer leurs réserves de change. Celles-ci étaient centralisées et redistribuées au prorata des besoins. Les pays africains ont demandé que la répartition des ressources se fasse non en fonction des besoins, mais au prorata des apports. La Tunisie a été le premier pays à faire cette demande en 1959. Les autres pays suivront. En outre, les pays de la Zone étaient soit déficitaires, soit avaient tendance à vendre des devises contre des francs métropolitains pour acheter leurs importations en France ou pour augmenter leurs réserves de change. Cela a mis fin au « Pool de devises » qui n'avait pratiquement plus raison d'être. Il en va de même pour la troisième caractéristique. Sa disparition résulte de l'accession à l'indépendance des pays de la Zone CFA. Chaque pays a ses propres représentants auprès des institutions financières internationales. Le quatrième principe a connu une adaptation. L'indexation à l'euro s'est substituée à celle du franc français avec la mise en place de la monnaie unique européenne en 1999. La Zone CFA s'adapte ainsi à l'évolution du contexte national français. La cinquième caractéristique, la convertibilité *via les comptes d'opérations*, a connu quelques amendements, mais reste également de vigueur. Au final, les accords de coopération monétaire se sont construits autour des principes qui ont résisté à cette évolution historique. Ils ont fait l'objet d'adaptations au fil du temps pour prendre en compte les changements du contexte international, du contexte des pays de la Zone CFA et du contexte français.

L'accession à l'indépendance des pays de la Zone CFA devait se traduire par une baisse de l'influence de la France sur le contrôle de l'émission monétaire. Le maintien de la garantie française de la convertibilité nécessitait que les accords fassent part belle aux règles visant à limiter l'émission monétaire. En effet, le contrôle de l'émission monétaire permet de faciliter la convertibilité de la monnaie émise. Cela permet à la France de respecter aisément ses engagements vis-à-vis des pays africains.

Pour cerner cette évolution, il est nécessaire de revenir sur les années 50. Cette période peut être considérée comme une période de transition durant laquelle l'administration coloniale passait la main aux nouveaux Etats souverains. La passation de témoin a soulevé un certain nombre de problèmes. Dans le domaine monétaire, une tentative de gestion de ces problèmes est contenue dans une décision signée le 12 juin 1959. Celle-ci stipule, dans son

⁴⁴ Voir l'introduction générale.

deuxième article, que « *L'unité monétaire de chaque Etat est soit le franc, soit une unité monétaire liée au franc par un rapport fixe qui ne peut être modifié que par décision du Président de la Communauté en conseil exécutif* »⁴⁵. Dans l'article 3, il est mentionné que « *Les billets de banque et les monnaies métalliques ayant cours légal dans les Etats membres de la Communauté sont librement convertibles entre eux* ». L'article 4 précise enfin que « *Les mouvements de capitaux entre les Etats membres de la Communauté sont libres* »⁴⁶. L'examen de ce texte, dans la mesure où il est rédigé dans une période transitoire, montre que les autorités françaises ont très tôt balisé la trajectoire d'une Zone CFA indépendante. De prime abord, le dispositif de *compte d'opérations* est omis dans ce texte. Toutefois, la référence explicite à la convertibilité, que les autorités françaises ne sauraient garantir sans ce dispositif, montre que l'ensemble des principes de base de la coopération verticale sont déjà présents, avant même la proclamation officielle des indépendances. En effet, durant cette période, chacun des Instituts d'émission de la Zone CFA avait déjà un compte ouvert auprès du Trésor français depuis plusieurs années. Ce compte conditionne l'engagement de la France quant à la garantie de la convertibilité. Or, cette garantie ne peut être dissociée du dispositif de *compte d'opérations* qui offre théoriquement la possibilité d'un découvert illimité.

La transition impliquait aussi que le Trésor français, naguère représenté dans les anciennes colonies par ses agences, soit remplacé par les Trésors nationaux. Cela n'était envisageable que lorsque ceux-ci avaient des ressources disponibles et suffisantes pour prendre la relève. A défaut, les pays africains et la France se sont convenus sur le maintien des avances du Trésor français aux Trésors nationaux. Toutefois, ce maintien ne pouvait pas être une solution durable, car il pouvait être une facilité à laquelle les pays de la Zone CFA pouvaient aisément succomber. En plus, à long terme, cette solution n'était pas viable pour les autorités françaises. Aussi, la possibilité d'avances des Banques centrales aux Trésors nationaux a été envisagée. Cependant, une telle option était contraire aux statuts des Instituts d'émission. Sa mise en œuvre devait donc se traduire par leur modification. En 1962, les statuts de la BCEAO ont pris en compte cette préoccupation. Ses Etats membres ont eu la possibilité de recourir à ses avances directes et indirectes⁴⁷ dans la limite de 10% de leurs recettes fiscales de l'exercice écoulé et sur une durée maximale de 240 jours. L'objet de ces avances visait avant tout à éviter les décalages entre les dépenses et le recouvrement des recettes (JOUADIOU, 1998). En 1966, la durée de ces avances a été exceptionnellement prolongée

⁴⁵ Il s'agit de la Communauté franco-africaine.

⁴⁶ La décision du 12 juin 1959 relative à la monnaie se trouve dans l'ouvrage de LEDUC (1965).

⁴⁷ Le plafond de refinancement des avances indirectes était fixé à 10% des dépôts de la clientèle des banques.

jusqu'au 1^{er} jour ouvrable de l'année civile, soit 360 jours. Les pays membres de la Zone d'émission de la BCEAEC n'ont eu accès à la même possibilité qu'en 1967. Ensuite, le taux de découvert a été porté à 15% dans la Zone d'émission de la BCEAO en 1968, ce qui n'a été le cas pour la BCEAEC qu'en 1970. Les traits saillants de la coopération verticale sont ainsi dessinés. Ils ont conditionné l'évolution des pays de la Zone CFA durant la décennie 60 et 70. Les amendements ultérieurs ne remirent pas en cause les principes de base.

Le retrait de la France impliquait enfin la nécessité d'une nouvelle forme de coopération monétaire entre pays africains. Dans la mesure où ces pays partagent une même monnaie selon qu'ils relèvent de la Zone d'émission de la BCEAO ou de la BCEAEC, la gestion de la Banque centrale commune, de la politique et de l'émission monétaires suppose une certaine harmonisation des « philosophies monétaires » des différents partenaires. Dans cette optique, des accords de coopération bilatéraux ont été signés entre la France et chacun des pays membres de la Zone CFA. La portée de ces accords va bien au-delà des questions monétaires. Ils ont également prévu l'aspect horizontal de la coopération monétaire. Ainsi, l'Union Monétaire de l'Afrique de l'Ouest (UMOA) a été créée en 1962⁴⁸. Elle est l'enceinte suprême des décisions intra-africaines relatives à la monnaie et à la BCEAO. En Afrique Centrale, cette forme de coopération n'a pas donné naissance à une nouvelle institution, bien que l'Union Douanière Equatoriale (UDE) ait été créée en 1959. Contrairement aux idées répandues et aux autres accords, les accords bilatéraux franco-africains, signés au début des années 60, reconnaissent le droit des pays africains à la souveraineté monétaire. Ce droit reconnu, ces pays doivent toutefois s'efforcer de préserver les Unions monétaires existantes.

Les accords monétaires se caractérisaient aussi par une logique d'émission monétaire relativement plus disciplinée que dans les autres pays d'Afrique Sub-saharienne, mais moins contraignante que les règles qui pesaient sur les caisses d'émission coloniales. Tout au long de cette période, le contrôle quantitatif de l'émission monétaire a guidé les actions des autorités de la Zone CFA. Ce contrôle reposait sur l'encadrement des crédits à l'économie et sur la limitation des concours des Banques centrales aux Trésors publics et aux banques de second rang. Cependant, les opérations génératrices de l'émission monétaire accordaient une large part aux politiques de développement. Elles portaient sur les effets privés dont l'échéance ne dépassait pas 6 mois et les effets représentatifs des crédits à moyen terme dont l'échéance ne dépassait pas 5 ans. Elles portaient également sur les effets publics de moins de 6 mois à court terme. Les Banques centrales pouvaient consentir des crédits aux banques sous forme

⁴⁸ Le Mali signe, mais ne ratifie pas le traité de l'UMOA.

d'avances remboursables à 6 mois. Outre les avances directes accordées aux Trésors nationaux de leur Zone d'émission, elles avaient la possibilité d'escompter les traites et les obligations cautionnées souscrites à l'ordre des comptables des Trésors nationaux dont l'échéance ne dépassait pas 4 mois⁴⁹.

Les pays de la Zone CFA ont évolué suivant ces accords jusqu'aux conventions de coopération monétaire de 1972 et de 1973, signées respectivement entre la France et les pays de la Zone d'émission de la BCEAEC, puis avec les pays membres de l'UMOA. Ces conventions ont permis l'africanisation des sièges des Banques centrales et une partie importante des membres du Conseil d'administration, même si la France continue d'y conserver un nombre réduit de représentants. Ces conventions ont, en outre, modifié le régime de l'émission monétaire, particulièrement en ce qui concerne le volume des avances des Banques centrales aux Trésors nationaux aussi bien que leur échéance. D'après ces réformes la BCEAO et la BEAC ont la possibilité de :

1. consentir des découverts en compte courant aux Trésors des Etats membres ;
2. accorder des avances sur effets publics ;
3. acheter et revendre des effets publics à condition que ces opérations ne soient pas effectuées directement au profit des Trésors publics ;
4. escompter et réescompter des effets publics à moyen et long termes, à condition que ces effets aient moins de dix ans à courir ; ceux-ci doivent aussi avoir pour objet de financer la création ou l'extension d'équipements collectifs ou d'infrastructures, l'amélioration des conditions de production dans l'industrie ou l'agriculture, ou la souscription au capital d'entreprises concourant au développement.

L'ensemble des concours des Banques centrales aux Etats sous ces différentes formes ne doivent pas excéder 20% des recettes fiscales nationales de l'exercice écoulé (pour la BCEAO) et 20% des recettes budgétaires ordinaires (pour la BEAC).

D'autre part, les réformes ont élargi les pouvoirs des Conseils d'administration en matière de distribution du crédit à l'économie. Cependant, les modalités de réescompte des crédits à court terme dans les pays de l'UMOA résultent d'un jeu interactif entre les comités nationaux de crédit et le Conseil d'administration. Ce jeu se situe à trois niveaux différents :

⁴⁹ Pour plus de détails sur ces aspects, voir LEDUC (1965) et GERARDIN (1989).

Conseil d'administration ↔ Comités nationaux ↔ Trésors nationaux

Conseil d'administration ↔ Comités nationaux de crédit ↔ banques commerciales et établissements de crédit

Banques commerciales ↔ Comités nationaux de crédit ↔ entreprises

Les comités nationaux de crédit jouent un rôle central dans l'émission monétaire. Ils déterminent les concours susceptibles d'être accordés par la Banque centrale aux Trésors nationaux par réescompte d'obligations cautionnées, aux banques commerciales, aux établissements de crédit et aux entreprises. A cet effet, ils évaluent les besoins de financement des Etats et procèdent à une estimation des concours susceptibles d'être accordés dans la limite des dispositions statutaires. Ils interviennent entre les Banques centrales et les banques de second rang, mais aussi entre ces dernières et les entreprises. Au départ, ils procèdent à une estimation des montants susceptibles d'être accordés aux agents économiques en fonction de leurs besoins de financement et des ressources disponibles. Ils soumettent ces informations au Conseil d'administration de la BCEAO qui, compte tenu de la situation monétaire de l'UMOA et les dispositions statutaires, fixe un plafond de crédit par Etat, par banque et par établissement financier. Les comités nationaux interviennent aussi dans l'octroi de crédit des banques et établissements financiers aux entreprises et aux particuliers. Pour cela, ils déterminent le plafond de crédit par entreprise et les coefficients d'emplois par secteur d'activité. La décision finale de l'octroi de crédit incombe cependant au Conseil d'administration de la BCEAO. Les comités nationaux ont souvent exercé une influence capitale dans la politique monétaire de la Banque centrale qui n'a, de ce fait, pas été conforme aux règles préétablies. L'application des mesures s'est en fait traduite par une hausse des plafonds de réescompte selon les pays.

Après la réforme de 1972, une formule voisine de celle de la BCEAO a été adoptée dans la BEAC, le soin étant laissé au Conseil d'administration d'arrêter les plafonds généraux de réescompte, d'avances et d'autres facilités à court terme.

En ce qui concerne les crédits à moyen et long termes, les réformes du début des années 70 ont largement élargi les conditions de réescompte afin de permettre un financement actif du développement. Les crédits à moyen et long termes sont désormais escomptés dans des conditions proches des crédits à court terme. En Afrique centrale, un plafond représentatif des

effets à moyen terme est fixé périodiquement par le Conseil d'administration. En Afrique de l'Ouest, un mécanisme identique était en œuvre entre 1962 et 1976. Il a été abandonné et les crédits à moyen terme sont mobilisables dans les mêmes conditions que les crédits à court terme. En outre, la BCEAO a été autorisée, sous certaines conditions, à réescompter des crédits à moyen et long termes dans le but de financer des prises de participation ou le rachat de capital d'entreprises étrangères installées en Afrique de l'Ouest. Dans les deux Zones d'émission, l'échéance des crédits à moyen terme consentis aux entreprises et aux particuliers a été portée à 10 ans. Au total, le but principal de la politique monétaire est demeuré le financement du développement économique dans le respect de « l'équilibre monétaire » (JOUADIOU, 1998). A cet effet, les Banques centrales n'ont pas suivi les augmentations de taux instaurées en France à partir de 1968. Il importe de noter que la politique des taux d'intérêt est identique dans tous les pays de l'UMOA. Dans la Zone d'émission de la BEAC, seuls les taux d'escompte de la Banque centrale sont fixés au niveau central, mais les taux d'intérêt bancaires diffèrent légèrement d'un pays à l'autre.

Avec la réforme de la BCEAO en 1975, les modalités d'action sur les crédits dans les deux Zones d'émission sont devenues légèrement différentes. La BEAC a maintenu les règles d'attribution du crédit adoptées en 1972. En revanche, une modification des critères d'attribution du crédit a été adoptée dans l'UMOA. La BCEAO estime un montant du crédit par pays. Ce montant est ensuite réparti entre la part qui revient au Trésor public et celle des banques commerciales⁵⁰. GUILLAUMONT (1988) soutient que la politique monétaire des pays de la Zone CFA visait à concilier deux objectifs : la défense de la parité des francs CFA vis-à-vis du franc français et l'adaptation de la croissance des crédits à la situation économique particulière de chaque pays. Ces objectifs n'ont pas toujours été respectés en même temps. Selon les périodes, l'un aurait pris le pas sur l'autre.

En plus des modalités de l'émission monétaire, les conventions de coopération monétaire du début des années 70 réaffirment les principes fondamentaux de la Zone CFA.

1. La fixité de la parité des francs CFA vis-à-vis du franc français ; avec le passage à la monnaie unique européenne, l'euro est devenu la monnaie d'ancrage du franc CFA ; juridiquement la pérennité des accords de coopération monétaire a été garantie par une décision du Conseil de l'Union Européenne du 23 novembre 1998 « concernant les questions relatives au franc CFA et au franc Comorien »⁵¹.
2. La convertibilité des francs CFA est garantie par le Trésor français.

⁵⁰ Le chapitre 2 reviendra un peu plus longuement sur cette réforme.

⁵¹ Décision N° 98/683/CE du Conseil de l'Union Européenne.

3. La libre transférabilité des capitaux à l'intérieur de chaque zone d'émission, puis entre chaque zone d'émission et la France doit être effective.
4. La centralisation des réserves de change doit enfin être assurée. Elle s'effectue à deux niveaux : d'abord, les Etats centralisent leurs réserves de change dans les Banques centrales et, en contrepartie de la convertibilité illimitée garantie par la France, celles-ci sont tenues de déposer 65% de leurs réserves de change sur *le compte d'opérations* ouvert au nom de chacune d'entre elles dans les écritures du Trésor français. Depuis la réforme de septembre 2005, la BCEAO ne dépose plus que la moitié de ses réserves auprès du Trésor français. La réforme du 1^{er} juillet 2007 a réduit ce pourcentage à 60 pour la BEAC, puis celle du 1^{er} juillet 2009 à 50. Au final, dans l'état actuel des choses, chacune de ces Banques centrales dépose 50% de ses avoirs extérieurs nets sur son *compte d'opérations*. Ce compte a pour but officiel de permettre l'exercice de la garantie du franc CFA par la France. En contrepartie, les Banques centrales ont théoriquement un droit de tirage illimité sur les ressources du Trésor français en cas d'épuisement de leurs réserves de change.

Depuis 1975, les dépôts des Banques centrales sur les *comptes d'opérations* sont garantis par rapport aux droits de tirage spéciaux (DTS)⁵². La convention du 29 novembre 1955 avait prévu le mode de rémunération de ces dépôts. Ce mode prévoit un taux d'intérêt rémunérateur si le *compte d'opérations* est créditeur et un taux d'intérêt pénalisant s'il est débiteur. En cas de déficit du *compte d'opérations*, le taux d'intérêt versé par la Banque au Trésor, est progressif selon l'ampleur du déficit : 1% sur la tranche de 0 à 500 millions de francs, 2% entre 500 millions et 1 milliard et un taux d'intérêt égal au taux d'escompte de la Banque de France au-delà de 1 milliard, sans que ce taux soit inférieur à 2,5%. Le solde créditeur des *comptes d'opérations* est rémunéré à ce dernier taux. Le renouvellement des conventions de coopération monétaire de 1972 et de 1973 confirme cette logique. Le passage à l'euro a conduit au remplacement du taux d'escompte de la Banque de France par la facilité de prêt marginal de la BCE comme référence à la rémunération des dépôts sur les *comptes d'opérations*. Les montants qui dépassent la quote-part étaient rémunérés au taux des opérations principales de refinancement de la BCE, mais depuis la réforme de 2005 ceux-ci ne sont plus rémunérés.

⁵² Le DTS est composé du dollar, de l'euro, de la livre et du yen. La pondération affectée à chacune de ces monnaies dans le panier est fonction de l'importance du pays, ou du groupe de pays, dans le commerce international et des réserves de change tenues dans chacune de ces monnaies par les Banques centrales. La composition du panier fait l'objet d'une révision quinquennale pour tenir compte des changements affectant l'importance des variables prises en compte.

Les 4 principes de fonctionnement de la Zone CFA doivent théoriquement être respectés par chacune des parties contractantes. Ils sont assortis de clauses de sauvegarde pour limiter le recours aux ressources du Trésor français.

- Quand le rapport entre les avoirs extérieurs nets et les engagements à vue d'une Banque centrale demeure, au cours de trois mois consécutifs, inférieur à 20%, le Conseil d'administration de la Banque centrale en question se réunit pour adopter les mesures visant à reconstituer ses réserves de change (relèvement des taux directeurs, réduction des montants de refinancements...).
- Dans les situations où les réserves de change ne permettent pas de satisfaire le taux de couverture de la masse monétaire, les statuts de la BCEAO lui permettent d'alimenter, si nécessaire, son *compte d'opérations* par cession aux agents privés et/ou publics des francs CFA contre des devises. Cette pratique est connue sous le nom de « ratissage »⁵³.
- Dans la Zone d'émission de la BEAC, quand le *compte d'opérations* est débiteur pendant trois mois consécutifs, les montants de refinancement sont réduits de 20% dans le pays dont la situation est débitrice et de 10% dans les pays dont la situation est créditrice, mais inférieure à 15% de la circulation fiduciaire.
- Les statuts de la BEAC précisent que ses concours aux Trésors nationaux ne peuvent excéder 20% des recettes budgétaires ordinaires fongibles d'origine nationale, constatées lors du dernier exercice. Dans l'UEMOA, depuis 2003, les avances de la BCEAO aux Trésors nationaux ont été simplement supprimées⁵⁴. Cette mesure constitue une contrainte supplémentaire pour les Etats de l'UEMOA. Elle limite la faculté d'émission monétaire de la BCEAO et préserve, par là, les ressources du Trésor d'un éventuel tirage de cette Banque.

En résumé, le *compte d'opérations* est le mécanisme-clé de la coopération monétaire franco-africaine. Il conditionne l'engagement de la France et constitue le fondement des principes de fonctionnement de la Zone CFA. Il permet la convertibilité du franc CFA à taux fixe et, si nécessaire, le tirage illimité de la monnaie européenne par les pays africains. Ce compte ne date pas d'aujourd'hui. Il serait aussi vieux que l'histoire de la Zone franc. « *Le compte d'opérations n'a pas été inventé au moment de l'apparition officielle de la Zone franc après la guerre de 1939-1945. Il était utilisé avant la guerre pour assurer la libre*

⁵³ Voir les articles 17 et 77 des nouveaux statuts de la BCEAO, entrés en vigueur le 1^{er} avril 2010.

⁵⁴ Ce choix est confirmé par les nouveaux statuts de la BCEAO. Le chapitre 4 fournit plus de détails sur cette question.

convertibilité en francs métropolitains des francs émis par les banques coloniales privilégiées. Mais au lendemain de cette guerre, le système fut systématiquement généralisé : c'est, lui essentiellement, qui devait assurer la permanence de la principale caractéristique interne de la Zone franc : l'interconvertibilité à taux fixe des monnaies de la Zone » (LEDUC, 1965, p. 104).

Les *comptes d'opérations* ont donné lieu à de nombreux commentaires, voire à de la propagande pro ou anti Zone CFA. Dans la plupart des cas, ceux-ci découlent des sentiments anti-impérialistes ou de la volonté des uns à se procurer de l'indépendance totale de leur politique monétaire et du refus des autres à reconnaître la réciprocité des intérêts issus de la coopération monétaire⁵⁵. La virulence du débat nécessite que la nature de ces comptes soit élucidée à l'aune des intérêts que chaque partie contractante tire de son existence. D'après l'analyse effectuée ici, le *compte d'opérations* joue principalement un rôle psychologique, une sorte de mécanisme d'assurance, dans la garantie du franc CFA. Autrement dit, son existence permet de générer la confiance dans le franc CFA. Outre les intérêts perçus sur les dépôts, les pays africains y gagnent de ce point de vue. Les réserves déposées auprès du Trésor français lui permettent de faire face à ses besoins de trésorerie ou au moins de récolter des intérêts substantiels résultant du placement de ces fonds sur le marché monétaire. De ce point de vue, la France y tire indéniablement bénéfice. A cela s'ajoute l'aspect politique de la coopération entre un pays développé et un ensemble de pays en développement.

B. Le dispositif de *compte d'opérations* : la vraie nature de la coopération monétaire franco-africaine

Selon LELART (1998), le *compte d'opérations* résulterait d'une nécessité pratique (organisation d'un mécanisme de règlement entre la France et ses colonies) et d'un choix politique (stabilité du franc colonial par rapport au franc français). La Banque d'Algérie semble avoir été la première à pratiquer ce mode de fonctionnement. Le but était de faciliter le mouvement des capitaux avec la métropole. Sur le plan formel, un consensus se dégage parmi les auteurs pour considérer la Banque du Maroc comme la première à ouvrir un tel compte auprès du Trésor français. Puis, suivront d'autres conventions de *compte d'opérations*, à l'instar de celle de la Banque de Madagascar. Pour les pays de la Zone CFA, un *compte d'opérations* « virtuel » a été ouvert au Trésor au nom de la BAO. En 1951, un compte de

⁵⁵ La réciprocité ne signifie pas qu'il y a une symétrie des intérêts, mais les parties prenantes aux Conventions monétaires ont des intérêts et des obligations liés à l'existence des accords. Cependant, les intérêts peuvent évoluer en fonction des vicissitudes de la vie économique.

compensation statistique aurait été créé par la Direction du Trésor afin de réaliser la synthèse des *comptes d'opérations* « virtuels » et « réels »⁵⁶. A l'instar du Pool de devises du système monétaire sterling, les *comptes d'opérations* ont fait l'objet de commentaires virulents.

a. Les controverses suscitées par les *comptes d'opérations*

Le dispositif de *compte d'opérations* a toujours soulevé une vague de critiques aussi bien à l'époque coloniale qu'aujourd'hui. Ce compte ressemble fort au « Pool de devises » que les colonies britanniques en Afrique, les caisses d'émission, étaient tenues d'alimenter par leurs avoirs en livre sterling. Ces encaisses en livres permettaient aux caisses d'émission d'assurer la convertibilité de leurs billets dans la monnaie britannique. La convertibilité des billets émis par les caisses d'émission était, *ipso facto*, assurée en d'autres devises par l'intermédiaire de la livre sterling. Les *comptes d'opérations*, dans le cas des pays de la Zone CFA, ont joué et jouent un rôle similaire. Il n'est pas étonnant de ce point de vue qu'ils fassent l'objet de commentaires identiques. Toutefois, il faut relever que ces commentaires sont souvent biaisés par les intérêts (ou les sensibilités) politiques et économiques. Le cas de LEDUC (1965) en est un exemple éloquent. En ce qui concerne les caisses d'émission coloniales, il affirme : « *On a reproché encore au système des Currency Boards d'immobiliser en Grande-Bretagne une masse de capitaux qui aurait pu être plus utilement employés au développement des économies africaines. Certes, le Board plaçait ses disponibilités, en profitant d'ailleurs des avantages que lui offrait le marché financier de Londres, en particulier par les possibilités de placements sûrs – et liquides – qu'il n'aurait certainement pas trouvé en Afrique, et il distribuait périodiquement aux colonies intéressées des redevances non négligeables. Mais, ces économies avaient moins besoin des revenus de ces capitaux que des capitaux eux-mêmes* » (LEDUC, 1965, p. 18). Dans ces lignes, LEDUC reconnaît les avantages que les caisses d'émission coloniale tiraient des placements effectués en Grande Bretagne, mais aussi les inconvénients de tels placements pour les économies africaines. Les *balances sterling* ont profité à l'économie de la Grande Bretagne, lors de la deuxième guerre mondiale et dans l'immédiat après-guerre. Elles n'étaient tout de même pas exceptionnellement rémunérées, ce qui a d'ailleurs été l'une des motivations des colonies britanniques pour se retirer de la Zone sterling. Aussi, les règles de fonctionnement de cette Zone ont-t-elles donné lieu à d'importantes critiques de la part des économistes de la Réserve Fédérale et des institutions

⁵⁶ GERARDIN, 1989, note de bas de page 15, pp. 85-86.

internationales, en raison de l'immobilisation des ressources des colonies (MASSON & PATILLO, 2005).

S'agissant du *compte d'opérations*, LEDUC (1965) affirme ceci : « *Mais alors, si le compte d'opérations doit en principe rester créditeur, n'est-ce pas, en fait, la banque africaine qui fournit des capitaux au Trésor français ? C'est encore ici une vue simpliste des choses. Ces francs déposés au Trésor français sont déposés à vue, immédiatement disponibles et nullement prêtés à la France, ils constituent tout simplement l'encaisse de la BCEAO. Et il s'agit même d'une encaisse qui rapporte des intérêts puisque le Trésor français, en cas de solde créditeur, verse un intérêt égal au taux d'escompte de la Banque de France et qui ne peut jamais être inférieur à 2,5%* » (LEDUC, 1965, p. 194). Si les capitaux placés sur les *comptes d'opérations* sont placés à vue et, donc, ne rapportent pas d'intérêt au Trésor français, la question est de savoir pourquoi le Trésor accepte de payer un taux d'intérêt sur ces dépôts « oisifs » ? Cette question est d'autant plus pertinente que les versements d'intérêts effectués par le Trésor français ne sont pas comptabilisés comme de l'aide publique au développement (CHARASSE, 2005).

Dans la même lignée, d'autres auteurs estiment que la France n'a rien à gagner dans le cadre de cette coopération monétaire. Ils insistent sur le fait que la garantie de la convertibilité, *via* le mécanisme de *compte d'opérations*, a joué à partir de 1987 quand les *comptes d'opérations* sont devenus déficitaires. Même excédentaires, le fait que le Trésor français rémunère ces avoirs et les garantit vis-à-vis des DTS prouve, pour eux, que l'implication de la France dans les conventions monétaires n'est pas liée à la défense de ses intérêts économiques. Le principe de solidarité et les liens historique et culturel justifieraient plutôt cette implication. Ces auteurs ont tendance à omettre que le débit des *comptes d'opérations* donne également lieu à des versements d'intérêt de la part des pays de la Zone CFA à la France. LATREILLE & al. (2004) vont plus loin et considèrent que la garantie des dépôts effectués sur les *comptes d'opérations* vis-à-vis des DTS n'a plus raison d'être. Ils rappellent que cette garantie a été instaurée par le Président POMPIDOU à la suite d'une dévaluation du franc français. Elle vise donc à éviter une perte en capital des réserves de change déposées sur les *comptes d'opérations*. L'introduction de l'euro, qui est une monnaie forte, aurait rendu caduque la garantie des avoirs extérieurs nets des Banques centrales par le Trésor français. En effet, ils estiment que la France n'est plus la seule responsable de la politique monétaire de la BCE. La garantie de change lui coûterait chère d'autant plus que les Banques centrales perçoivent déjà des intérêts substantiels sur leur dépôt auprès du Trésor. Ces auteurs soulignent aussi le comportement opportuniste que peuvent avoir les Banques

centrales du fait de l'existence des *comptes d'opérations*. En vue d'optimiser la gestion de leurs réserves de change, celles-ci pourraient être tentées d'y déposer des montants conséquents, au-delà de leur quote-part (LATREILLE & al., 2004, p. 18). Toutefois, les mêmes auteurs reconnaissent que depuis sa mise en place au milieu des années 70, le mécanisme de garantie contre une dépréciation des réserves n'a donné lieu à son premier versement qu'en 1998. Les derniers versements ont eu lieu en 1999 et 2001.

Sans doute, ces propos sont un peu exagérés compte tenu des décaissements effectifs au titre de la garantie de change instaurée depuis 1975. Cela est d'autant plus le cas que l'euro, depuis son introduction, s'est en général apprécié. En fait, il faut resituer la logique même de cette garantie de change. Il s'agit avant tout de protéger les devises des Banques centrales contre les conséquences négatives des politiques économiques de la France. Avec le passage à l'euro, il est évident que la France n'est plus seule responsable des politiques économiques menées dans la Zone euro, particulièrement la politique monétaire de la BCE. Il n'en demeure pas moins qu'elle reste l'interlocutrice première des pays africains puisque l'avènement de l'euro ne s'est pas traduit par un « transfert » de la coopération monétaire vers une institution européenne et, donc, des avoirs en devises des Banques centrales africaines vers la BCE (ou une autre institution supranationale européenne). Puisque le Trésor français conserve encore la moitié de ces réserves, il est logique que les pays africains exigent une gestion « optimale » de leurs avoirs et, donc, sa garantie vis-à-vis des DTS. De la même manière que le recours aux ressources du Trésor est assorti de clauses de sauvegarde, la BCEAO et la BEAC devraient également exiger une gestion « optimale » de leurs réserves de change. Après tout, dans l'hypothèse où les *comptes d'opérations* n'existaient pas, ces avoirs auraient pu être placés par ces Banques centrales. Des possibilités de placement sûr, autre que celles offertes par les *comptes d'opérations*, ne manquent pas. De ce point de vue, l'existence de la garantie de change vis-à-vis des DTS est tout à fait justifiée.

D'autre part, un certain nombre d'auteurs considèrent que les pays africains ont moins à gagner dans la coopération monétaire avec la France et que la garantie française ne saurait jouer que dans les circonstances exceptionnelles, les clauses de sauvegarde ayant été élaborées à cet effet. MONGA et TCHATCHOUANG (1996) pensent que la garantie de la convertibilité est un mythe, car depuis la remise en cause des accords de Bretton Woods, les pays sont libres de laisser fluctuer librement leur monnaie sur le marché des changes. Ainsi, en respectant certaines conditions, une véritable convertibilité du franc CFA pourrait être obtenue sans paternalisme de la France. Ces auteurs soupçonnent même la garantie de convertibilité et la libre transférabilité de permettre une fuite massive des capitaux. Ils

écrivent : « *Tout se passe comme si le système avait été mis en place pour favoriser le rapatriement par les entreprises françaises des profits faramineux qu'elles tirent des pays africains et pour permettre aux dirigeants véreux de placer le produit de leur vol en France ou ailleurs à l'étranger* » (MONGA & TCHATCHOUANG, op. cit., p 41). Dans le même ordre d'idées, AMIN constate que les *comptes d'opérations* étaient restés excédentaires sur une longue période après les indépendances⁵⁷. De ce fait, il considère que les réserves de change des pays de la Zone CFA constituent une manne financière à la possession du Trésor français lui permettant de faire face à d'éventuelles attaques contre le franc français. Il réfute l'idée que l'Afrique soit un « poids mort » que la France traîne. De nombreux commentaires de ce genre ont été avancés. Toutefois, il faut relativiser la portée de certains de ces commentaires. Il faut rappeler qu'une partie des devises étrangères accumulées par les pays de la Zone CFA est en franc français qui ne saurait être utilisé pour défendre lui-même. En plus, avec le passage à l'euro, de tels arguments semblent avoir perdu de leur importance, car le problème de change français se pose désormais au niveau européen.

Le rôle et les intérêts du Trésor français dans la coopération monétaire avec les Banques centrales africaines sont comparables à ceux d'un intermédiaire financier qui collecte les ressources d'un côté en vue de les distribuer aux agents qui en ont besoin. Pour ce faire, il rémunère les « épargnants » avec un taux d'intérêt qui peut être assimilé aux taux créditeurs des banques commerciales et il perçoit aussi des intérêts sur les ressources placées qui peuvent être assimilés aux taux débiteurs des banques commerciales. De ce point de vue, les placements effectués par les Banques centrales africaines leur procurent des bénéfices d'intérêt.

Toutefois, une dimension importante du *compte d'opérations* dans la garantie du franc CFA n'est pas suffisamment explicitée. Les débats récents ont davantage insisté sur l'aspect pratique de la convertibilité du franc CFA et la dimension financière du *compte d'opérations*. Cerner la nature de la coopération monétaire franco-africaine implique de tenir compte des avantages et des inconvénients des uns et des autres au regard de la convention en vigueur. Une analyse faisant état d'une telle description permet de mieux saisir les raisons pour lesquelles le dispositif de *compte d'opérations*, qui a fait l'objet d'une vague de critiques, reste encore le cœur de cette coopération.

⁵⁷ Cité par MONGA & TCHATCHOUANG, op., cit., p. 38.

b. Les avantages et les inconvénients des *comptes d'opérations* pour la France

L'analyse de la logique d'attribution d'un *compte d'opérations* par le Trésor français permet de saisir les enjeux de la coopération monétaire. Cet exercice a été fait par LEDUC (1965). Celui-ci souligne avant tout qu'un tel compte devrait « normalement » être créditeur, car toute autre situation voudrait dire que l'encaisse de la Banque serait nulle, voire négative. Il importe de souligner que, dans ces derniers cas seulement, le Trésor français garantit effectivement la convertibilité des francs CFA. Or, un consensus se dégage parmi les auteurs que les *comptes d'opérations* devraient rester créditeurs. « *Si les Banques centrales peuvent recourir sans limitation aux avances du Trésor français, cette faculté doit, dans l'esprit des accords, revêtir un caractère exceptionnel* » (JAILLET & CARRERE, 2004, p. 3). Cependant, la convertibilité est en principe totale puisque les tirages des Banques centrales africaines aux ressources du Trésor sont théoriquement illimités. Par conséquent, ce compte a été considéré comme un danger identique à un « chèque en blanc » offert aux Banques centrales africaines (LEDUC, 1965). Il s'avère donc nécessaire de l'assortir de clauses de sauvegarde pour limiter le recours des Banques centrales aux ressources du Trésor.

En outre, LEDUC constate que le *compte d'opérations* n'est accordé qu'aux pays ayant établi les statuts de leur institut d'émission dans le cadre d'un accord de coopération avec la France et que ses statuts définissent limitativement les opérations génératrices de l'émission monétaire. La limitation de ces opérations procède de la même logique que les clauses de sauvegarde. En effet, la garantie de la convertibilité est d'autant plus aisée que l'émission monétaire est limitée. Il constate aussi que le *compte d'opérations* n'a été accordé qu'aux Banques centrales multinationales, ce qui répartit le risque par l'élargissement de la zone d'émission. Puisque l'économie de la zone est beaucoup plus diversifiée, la monnaie unique est alors moins vulnérable aux crises économiques sectorielles et aux crises politiques nationales. Il constate enfin que la France n'accorde qu'exceptionnellement un *compte d'opérations* à une Banque d'émission nationale. Ce fut le cas de Madagascar pour des raisons géographiques. Cela aurait pu être le cas pour le Togo pour des raisons politiques.

Par ailleurs, il analyse les raisons pour lesquelles un tel compte est ouvert dans les écritures du Trésor et non auprès de la Banque de France. « *Pourtant, le compte courant [compte d'opérations] qui garantissait la libre convertibilité des signes monétaires locaux en signes monétaires métropolitains n'était pas ouvert à la Banque de France mais au Trésor. En effet, les dangers que présente cette garantie pour la stabilité du franc [franc français] en sont atténués. Le débit d'un compte d'opérations à la Banque de France aurait*

automatiquement correspondu à une émission de monnaie supplémentaire, alors que le débit d'un compte ouvert dans les livres du Trésor n'entraînait pas nécessairement une telle émission : le Trésor peut prêter aux banques d'émission locales sur le produit de ses emprunts émis dans le public et ces emprunts correspondent eux-mêmes à une ponction dans la circulation des francs émis par la Banque de France » (LEDUC, 1965, p. 35).

Il ne fait aucun doute que l'ensemble de ces précautions visent à limiter l'exposition du Trésor, et même du franc français, des tirages des Banques centrales africaines. Les réformes du début des années 70 se sont traduites par l'accroissement de la responsabilité des pays africains dans la gestion de leur outil monétaire commun. La place de la France a été réduite dans les organes de décision et l'africanisation du personnel des Banques centrales a été progressivement réalisée. Pour compenser une telle évolution qui a entraîné son affaiblissement dans le contrôle de l'émission monétaire, la France a exigé des clauses de sauvegarde en contrepartie de sa garantie de la convertibilité des francs CFA. Les conventions de *compte d'opérations* répondent à ces préoccupations. L'affaiblissement du poids de la France est allé de pair avec l'accroissement du nombre des clauses de sauvegarde. L'évolution des *comptes d'opérations*, qui n'ont été débiteurs que durant les périodes de grandes difficultés économiques, est à mettre en rapport avec ces mesures.

En revanche, sur la question de l'utilisation des réserves de change des Banques centrales africaines par le Trésor français, les arguments avancés par LEDUC (1965) sont d'une portée limitée. Pour cerner cette dimension, il est nécessaire d'étudier le mode d'utilisation de ces ressources par le Trésor français. Celui-ci a été explicité dans un rapport rédigé à l'attention du Sénat français (CHARASSE, 2005). Selon ce rapport, la rémunération des réserves de change de la BCEAO et de la BEAC est spécifiée dans un programme intitulé « *Charge de la dette et trésorerie de l'Etat* »⁵⁸. Ce programme est constitué de trois actions relatives à la gestion de la dette négociable, de la dette non négociable et de la trésorerie de l'État français. Les réserves des Banques centrales de la Zone CFA sont gérées selon les règles de la dernière action ou l'action N° 3. Celle-ci retrace la charge ou l'excédent lié à la gestion de la trésorerie de l'Etat. La charge provient du coût de la centralisation de la trésorerie de l'Etat, des collectivités locales, des établissements publics et d'autres correspondants du Trésor, principalement les Banques centrales africaines. L'excédent provient des placements effectués sur le marché monétaire. Il résulte de ces spécifications que les fonds déposés auprès du

⁵⁸ « *La rémunération des dépôts des banques centrales sur les comptes ouverts à l'Agence comptable centrale du Trésor (ACCT) est retracée dans l'action n° 3 « Trésorerie de l'Etat » du programme « Charge de la dette et trésorerie de l'Etat » de la mission « Engagements financiers de l'Etat » » (CHARASSE, 2005).*

Trésor français sont, soit utilisés pour faire face aux contraintes de trésorerie, soit placés sur le marché monétaire, ce qui permet au Trésor de tirer profit de ces réserves.

Les gains associés aux *comptes d'opérations* ne se limitent pas aux opérations de placement. Ils sont liés aussi à l'utilisation des ressources pour faire face aux décalages entre la perception des impôts et la réalisation des dépenses et, donc, aux problèmes de trésorerie. En plus, le principe de mouvement des capitaux évite aux investisseurs français de prendre des risques de change. Il leur permet aussi de rapatrier les bénéfices qu'ils réalisent de leurs investissements dans la Zone CFA. Ce lien entre les intérêts économiques français et la coopération monétaire a été largement évoqué. YEHOUE (2007) estime que la coopération monétaire franco-africaine est basée sur des bénéfices mutuels. Selon lui, les pays de la Zone CFA sont des pays dépendants des cours mondiaux des produits primaires et se caractérisent par une vulnérabilité importante aux chocs sur les termes de l'échange. L'instrument d'ajustement, qu'est le taux de change, est fixé au franc français (l'euro) et n'est donc pas à la portée de ces pays pour stabiliser leur *output*. A cela s'ajoute la faiblesse des mécanismes comme la mobilité du travail, l'intégration des marchés financiers et l'intégration commerciale. Il estime que la résistance de la Zone CFA aux chocs sur les termes de l'échange s'explique par l'aide française. Celle-ci aurait permis à ces pays d'amortir les effets de ces chocs. En l'absence d'une telle aide, un pays confronté à un choc sévère sur ses termes de l'échange aurait pu avoir une forte incitation à quitter la Zone, mettant en danger sa soutenabilité. Selon cet auteur, cette aide a une contrepartie commerciale. De 1960 à 2004, la France a été le plus grand exportateur vers la Zone CFA (44% en moyenne des exportations mondiales vers la Zone). Il avance, cependant, que l'importance commerciale de la France ne représente que 3% de son aide totale, ce qui suggère de prendre en compte d'autres éléments explicatifs. L'évaluation de l'ensemble des intérêts français n'est pas une tâche aisée. Cela dépasse sans doute les considérations commerciales, voire économiques. Aussi, il n'est pas rare de voir les autorités françaises se vanter de cette coopération qui semble donner à la France une influence sur la scène internationale.

S'il est indéniable que le Trésor français tire profit des ressources déposées par les Banques centrales africaines, il n'en demeure pas moins que celles-ci tirent également profit. Cerner la nature des *comptes d'opérations* implique aussi d'étudier l'impact de ces placements sur les économies africaines.

c. Les avantages et les inconvénients des *comptes d'opérations* pour la Zone CFA

Les commentaires effectués sur les *comptes d'opérations* quant à leurs avantages et inconvénients pour les économies africaines sont multiples. Parmi les avantages, l'argument qui revient le plus souvent est le fait de posséder une monnaie convertible. La convertibilité d'une monnaie contribuerait à sa stabilité. L'absence de crise de change dans les pays de la Zone CFA est, de ce point de vue, souvent mentionnée comme l'un des avantages le plus important de la coopération monétaire. Une telle forme de crise est fréquente dans les économies en développement où la balance des paiements est souvent déficitaire et les tensions inflationnistes internes considérables. La sortie et le retour du Mali dans la Zone CFA est le plus cité à ce titre, car cela prouve, pour les défenseurs de la Zone, qu'il y a un avantage certain dans l'appartenance au système CFA. Toutefois, GERARDIN (1989) souligne le caractère exagéré de l'exemple malien dans la mesure où les autres pays qui y sont restés n'avaient pas une situation économique tellement meilleure.

L'une des vertus louées des *comptes d'opérations* est de permettre l'intégration des économies africaines dans le système monétaire international. Le franc CFA est convertible en franc français qui, à son tour, est convertible aux principales devises étrangères. L'intégration du franc CFA au système monétaire international se fait alors à travers sa convertibilité au franc français (aujourd'hui en euro), donc, grâce aux *comptes d'opérations* tandis qu'une majorité de monnaies africaines restent inconvertibles. La convertibilité d'une monnaie serait favorable au développement économique parce qu'elle permet l'expansion du commerce international.

Enfin, le principal avantage des *comptes d'opérations* constitue, d'après l'analyse effectuée dans ce travail, la confiance qu'elle génère dans le franc CFA. Autrement dit, c'est la garantie assurée d'un soutien financier en dernier ressort d'un pays développé (la France) à un ensemble de pays en développement (les pays membres de la Zone CFA) dans l'occurrence d'une crise qui les affecterait qui fait la raison d'être des *comptes d'opérations*. Une telle forme de garantie contribue à restaurer la confiance dans la monnaie. « *Il ressort que c'est seulement pour une assurance contre un risque hypothétique, et non pour une garantie monétaire réelle, que les Etats africains ont accepté de se soumettre à une discipline qui équivaut à s'imposer une sorte de « capitis deminutio », pour parler comme les juristes, et qui, en limitant leur marge d'initiative, les voue pratiquement à l'impuissance* » (DIARRA, 1972). Elle se trouve aussi de façon implicite chez LEDUC (1965). « *Certes, on considère bien comme « normal » que ces banques aient un confortable crédit à leur compte*

d'opérations, et certaines comme la BCEAO, l'ont, en règle générale, mais c'est ce compte d'opérations qui permet lui-même de l'avoir, car, en rassurant les porteurs de monnaie locale, il évite les transferts de capitaux qui dégarnissent leur compte » (LEDUC, 1965, p. 109). Outre la question de la confiance indispensable pour l'acceptation de la monnaie, la libre convertibilité totale serait également nécessaire pour attirer les investissements directs étrangers. La garantie de la convertibilité rassure les investisseurs de la possibilité de rapatrier leurs fonds. Dans le cas contraire, les investisseurs seraient réticents à investir. Présenté d'une telle manière, le dispositif de *compte d'opérations* est un ensemble cohérent qui devrait favoriser le commerce international, les investissements et, donc, le développement économique.

Cependant, les éléments mis en avant pour décrire les avantages des *comptes d'opérations* sont les mêmes que ceux qui servent de base pour les critiques. La plus importante et celle qui revient le plus souvent est l'immobilisation d'une masse importante de ressources qui auraient pu être utilisées pour financer les projets de développement. Bien que ces ressources soient rémunérées, les critiques estiment que leur impact aurait pu être meilleur si elles avaient été investies au niveau local. A ces arguments, s'ajoutent les arguments politiques liés à la question de la souveraineté monétaire et d'indépendance économique. Nombreux sont les auteurs qui considèrent les accords de coopération monétaire et, donc, les *comptes d'opérations* comme des dispositions contraires à l'exercice d'une politique monétaire indépendante et, même, comme l'expression du néocolonialisme. Ces auteurs insistent sur le fait que ces accords ne tiennent pas compte des réalités locales et privent les pays de la Zone CFA de la gestion d'une partie de leurs réserves de change. Pour certains de ces auteurs, la stabilité du taux de change n'est pas une fin en soi à partir du moment où le monde est entré dans l'ère des changes flexibles (MONGA & TCHATOUANG, 1996). Ils considèrent la fixité du franc CFA conjuguée avec la convertibilité de la monnaie comme un ensemble de mécanismes compatibles avec les intérêts français en Afrique. Ces mécanismes seraient favorables à la fuite des capitaux et à la surévaluation du taux de change, ce qui pénalise la compétitivité des pays concernés. Les investissements étrangers vont donner lieu à un rapatriement des bénéfices réalisés. L'apport net de capitaux pourrait même être négatif.

S'agissant des impacts positifs de la coopération monétaire sur les investissements étrangers, les arguments avancés par LEDUC (1965) sont mis à mal par GUILLAUMONT (1988). Ce dernier évoque l'efficacité des codes d'investissement habilement mis en place et l'impact négatif de la surévaluation du taux de change sur les IDE. Cette surévaluation est un problème récurrent dans la Zone CFA. Le lien fixe entre les francs CFA et le franc français

(l'euro) lie à son tour les économies africaines au sort de la monnaie française (de la Zone euro). La stabilité des monnaies africaines proviendrait de celle du franc français (de l'euro). L'instabilité de la monnaie d'ancrage pourrait engendrer des difficultés économiques.

Enfin, les *comptes d'opérations* sont considérés comme une « soupape à l'endettement ». « *Les pays africains bénéficient d'une garantie de paiement vis-à-vis de l'extérieur grâce aux mécanismes du compte d'opérations ; cette garantie et le respect des règles constitutives de la Zone franc expliquent, en partie, pourquoi ces pays ont, depuis quelques années, un endettement extérieur supérieur, en moyenne, à celui des pays voisins* » (GERARDIN, 1986, p. 109). Ce phénomène découle d'une mauvaise interprétation de la garantie de la convertibilité par les prêteurs. Dans la mesure où cette garantie supprime les contraintes d'équilibre de la balance des paiements, les prêteurs l'ont assimilée à la solvabilité des pays de la Zone CFA.

Au final, aussi bien que pour la France, il n'est pas aisé d'évaluer l'ensemble des avantages et des inconvénients des *comptes d'opérations* pour les pays de la Zone CFA. Deux observations remettent même en cause leur raison d'être.

1. Ces accords sont des engagements liés aux conventions de *compte d'opérations*. Il est, de ce fait, difficile d'évaluer l'impact de la garantie française pour les pays africains. Une telle garantie, permettant un tirage illimité, a théoriquement pour conséquence, et dans l'optique d'une surévaluation des francs CFA, le maintien d'un taux de change insoutenable, mais qui serait rendu soutenable grâce au soutien financier de la France. Suivant GERARDIN (1986), « *En cas de déséquilibre externe, la garantie du compte d'opérations permet aux pays de la Zone CFA de surseoir à un réajustement brutal du taux de change* ». De la même manière, si la Zone est affectée par des déséquilibres structurels, le mécanisme de *compte d'opérations* favorise une surévaluation du taux de change des francs CFA et, donc, une perte de compétitivité vis-à-vis des pays concurrents. Si la garantie française donne aux pays africains les moyens de faire face aux déséquilibres passagers, en cas de déséquilibre structurel, elle pourrait engendrer une perte importante de compétitivité et, donc, des coûts dont une partie se traduira par le versement des intérêts au Trésor français. « *Face aux déséquilibres économiques persistants enregistrés en Afrique de l'Ouest, il convient de s'interroger sur la portée des dispositions accompagnant le fonctionnement des comptes d'opérations, les politiques économiques restrictives appliquées n'ayant pas provoqué de retournements décisifs des tendances observées. Les économies des pays en développement de la Zone franc se caractérisent par leur sensibilité à l'évolution de l'environnement extérieur ; afin de restaurer leur*

position extérieure les pays devraient pouvoir modifier le taux de change de la monnaie circulant sur leur territoire » (GERARDIN, 1986, p. 106). Dans les faits, les engagements de garantie n'ont pas toujours été respectés, ce qui a pu entraîner une rupture morale du contrat (dévaluation de 1994). Dans la lignée de la littérature sur la crédibilité, un tel comportement n'est pas de nature à restaurer la confiance, considérée comme la raison d'être des *comptes d'opérations*. Dans l'occurrence d'une nouvelle chute des réserves de change des Banques centrales, les porteurs des francs CFA pourraient légitimement émettre un doute sur la détermination du Trésor français à secourir les Banques centrales africaines.

2. La détention d'un haut niveau de réserves de change par les pays de la Zone CFA conduit à se poser des questions sur l'utilité même d'un soutien, par ailleurs hypothétique, du Trésor français. Depuis le milieu des années 90, l'augmentation des réserves de change des Banques centrales au-delà de 100% de leurs engagements monétaires à vue (EMAV) signifie que, *ceteris paribus*, les pays membres de la Zone CFA peuvent se passer de la garantie française pour assurer eux-mêmes la convertibilité totale des francs CFA. De ce point de vue, la question se pose sur l'utilité même des accords monétaires.

En dernière instance et dans l'état actuel des choses, le régime des accords monétaires aussi bien que le dispositif-clé de la coopération monétaire franco-africaine apparaît, d'une part, comme un jeu à somme gagnant et, d'autre part, comme des conventions qui semblent perdre de leur importance. La section suivante revient sur les performances économiques obtenues de l'indépendance à la fin des années 70. Ces performances seront qualifiées de celles des accords monétaires. Cela tient au fait que ces derniers ont conditionné, avec les dotations naturelles, le contexte international et les choix nationaux de stratégie de développement, l'évolution économique de ces pays jusqu'à la mise en place des programmes d'ajustement structurel.

Section 2 : Les implications du régime des accords monétaires

L'évolution des pays de la Zone CFA, depuis la signature des accords de coopération monétaire avec la France, a obéi à trois périodes distinctes. La période de 1959 (1960) à 1979 (1985)⁵⁹ peut être considérée comme une période de réussite au regard des chiffres de la croissance économique et de la stabilité monétaire, ce qui est en général deux objectifs difficilement conciliables (A). La deuxième période commence en 1979 et s'achève à la fin de l'année 1993. Elle est une période de récession et de difficultés économiques révélatrices des limites du régime des accords monétaires. Ces limites ont justifié la mise place des programmes de stabilisation et d'ajustement structurel (B). Les PAS n'ont pas donné les résultats escomptés et ils ont abouti à la dévaluation du 11 janvier 1994. La dévaluation s'explique donc, d'une part, par les conséquences négatives de la récession économique qu'a connue la Zone CFA à partir de la fin des années 70 et, d'autre part, par l'exacerbation de cette récession suite aux programmes de stabilisation et d'ajustement (C).

A. La performance du régime des accords monétaires : stabilité des prix et prospérité économique

De 1959 à 1979, les pays de la Zone CFA ont connu des performances économiques enviabiles parmi les pays en développement. En plus de la stabilité monétaire, ils ont réalisé des taux de croissance élevés vis-à-vis des autres pays africains non membres de la Zone CFA. La vitalité économique de la Zone sur cette période résulte d'un ensemble de facteurs dont la stratégie de développement adoptée. Les résultats obtenus s'expliquent d'une part par la discipline monétaire contenue dans les accords. Cette discipline a permis de lier les mains des gouvernants au niveau de la politique monétaire, sans anéantir complètement leur marge de manœuvre. De ce fait, les prix ont été plus stables dans la Zone CFA que dans les autres pays africains. La Zone CFA a souvent été considérée comme un élément modérateur de l'inflation. La création monétaire y est considérée comme le moyen ultime de faire face aux dépenses de l'Etat, contrairement aux autres pays africains (GERARDIN, 1986, p. 126).

⁵⁹ Compte tenu de la différence entre la situation de l'UMOA et de la Zone d'émission de la BEAC, il n'est pas aisé de dater avec précision les phases de croissance et de stagnation. En général, les études mentionnent la période de 1960 à 1985 comme celle de la prospérité et de 1985 à 1993 comme celle des difficultés économiques. Ici, la référence à 1959 tient au fait que cette date correspond à la signature des accords monétaires. En plus, il y avait une autonomie de fait pour les futurs pays indépendants de la Zone CFA. Par ailleurs, il importe de noter que les difficultés ont commencé avec le second choc pétrolier en 1979, bien avant 1985 (GERARDIN, 1986 et 1989), mais cette date correspond à la généralisation des difficultés économiques. La troisième période commence après la dévaluation et caractérise encore la Zone CFA. La deuxième partie de la thèse étudie les évolutions intervenues durant cette période.

La hausse du cours des matières premières, particulièrement à partir du premier choc pétrolier, a revitalisé les économies de la Zone CFA. Les effets pervers de ce choc ont, de ce fait, été amoindris dans les pays de la Zone CFA. Ces pays comprennent des pays exportateurs et des pays importateurs de pétrole. Une hausse des prix du pétrole est de nature à exercer des effets mitigés sur l'ensemble de la Zone. Si d'un côté la hausse des prix du pétrole peut avoir un impact positif sur les pays exportateurs, de l'autre côté, ils peuvent exercer une pression sur la balance des paiements des pays importateurs. L'effet final dépendra donc de la compensation des effets positifs et négatifs à l'intérieur de chaque zone d'émission. Le premier choc pétrolier a donc touché différemment les pays de la Zone CFA. La Zone d'émission de la BEAC, constituée de pays producteurs de pétrole, en a profité, car il s'agit pour cette Zone d'un choc positif. Les avoirs extérieurs de la Banque centrale n'ont pas été affectés. Les pays de l'UMOA, importateurs de pétrole, ont pu amortir les effets négatifs de ce choc grâce à l'augmentation du prix des autres matières premières. L'effet final du premier choc pétrolier a donc été mitigé, voire légèrement positif pour l'ensemble des pays de la Zone CFA. Ce contexte euphorique caractérisé par le recyclage des pétrodollars a conduit ces pays à mettre en œuvre des programmes de développement financés essentiellement par l'endettement. Une proportion croissante de la dette sera contractée à taux variables (GUILLAUMONT, 1985).

En ce qui concerne la politique de change, la faiblesse du franc français auquel est rattaché le franc CFA favorisait largement les pays de la Zone. En effet, le franc français a été dévalué à deux reprises par rapport au dollar qui est la monnaie de cotation d'un grand nombre de produits exportés par les pays de la Zone CFA. Cela a donné lieu à des recettes d'exportation conséquentes. Les pays concurrents de la Zone comme le Nigeria, le Ghana, les pays d'Amérique du Sud exportateurs de café et de cacao et dont la monnaie est rattachée au dollar et certains pays asiatiques exportateurs du riz vers la Zone ont, par contre, été pénalisés.

Par ailleurs, la stratégie de développement était fondée sur une industrialisation par la substitution aux importations. Les Trésors nationaux se sont engagés dans des programmes ambitieux d'investissement. Les barrières tarifaires protégeaient les producteurs nationaux et rapportaient des recettes fiscales essentiellement alimentées par les droits de douane. L'ensemble de ces facteurs ont contribué à la croissance du produit. Le taux de croissance moyen dans les pays de la Zone franc a été de 4,6% par an entre 1975 et 1985 contre 1,4% pour les autres pays africains hors Zone franc. Sur la même période, le PIB annuel par tête a augmenté en moyenne de 1,7% contre -1,3% pour les autres pays africains hors Zone franc. Le taux d'inflation a été de 11,2% dans la Zone franc contre 17,8% dans les pays africains

non membres de la Zone franc. De 1973 à 1981, les exportations des pays de la Zone franc ont augmenté de 8% contre 2,2% pour le reste du continent. Il en va de même pour les taux d'épargne et d'investissement qui étaient de 6 points supérieurs⁶⁰.

A la fin des années 70 et au début des années 80, les facteurs qui étaient favorables à l'expansion économique de la Zone CFA se sont estompés. Les difficultés économiques ont émergé à la fin des années 70 où l'UMOA et un certain nombre de pays de la Zone d'émission de la BEAC ont montré des signes de fébrilité. Il s'agit aussi des signes qui annonçaient la fin de la période de prospérité. Ils révélèrent les limites des accords monétaires.

B. L'essoufflement du régime des accords monétaires

La période de stabilité monétaire et de succès économique de la Zone a commencé à s'essouffler à la fin des années 70 et au début de la décennie 80. L'environnement international a changé. La chute des cours mondiaux des matières premières et la crise de la dette ont permis le retour des institutions de Bretton Woods sur la scène internationale. Ce retour conjugué avec la politique du franc fort mené en France à partir du milieu des années 80 expliquent le marasme économique qu'a connu la Zone pendant plus d'une décennie.

La remise en cause du régime des accords monétaires est intervenue suite au deuxième choc pétrolier en 1979. Celui-ci a eu des effets fort différenciés. Pour la première fois, l'hétérogénéité structurelle entre les deux Unions monétaires de la Zone CFA, s'expliquant par des dotations différentes en produits primaires, apparaît de façon claire. En effet, les pays de la Zone d'émission de la BEAC ont bénéficié de la hausse brutale des prix du pétrole. Cela leur a permis de respecter leur obligation statutaire, couverture de l'émission monétaire par 20% des avoirs extérieurs nets. En revanche, pour les pays de l'UMOA, il s'agit tout simplement des prémices d'une longue période de récession. Le second choc pétrolier ne s'est pas accompagné d'une hausse des prix des autres matières premières, notamment celles exportées par les pays de l'UMOA. Ceux-ci ont éprouvé des difficultés à respecter leurs engagements vis-à-vis du Trésor français. Plus encore, ils ont recouru, conformément aux conventions signées avec la France, aux facilités de tirage que leur procurent les *comptes d'opérations*.

Au cours de la même période, un changement s'est produit au niveau de la pensée économique. Les pensées de type structuraliste et keynésien ont été reléguées au second plan

⁶⁰ HUGON, 1999, pp. 66-78 ; *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1993.

au profit d'une pensée dite « orthodoxe ». Les premières accordent à l'Etat un rôle important dans l'activité économique tandis que la seconde considère que le marché permet une allocation optimale des ressources, le poids de l'Etat devant être limité dans l'activité économique. Les stratégies de développement fondées sur la substitution aux importations ont été remplacées par celles assises sur la promotion des exportations. La spécialisation va être au cœur de ces stratégies. Les pays de la Zone CFA ont opté, de ce point de vue, pour une spécialisation sur les produits primaires, considérées comme leurs avantages comparatifs.

Les pays industrialisés ont réagi à la hausse des cours des matières premières qui ont marqué la décennie 70 afin de casser les anticipations inflationnistes qui en résultaient. Des politiques monétaires restrictives ont été appliquées, ce qui a entraîné une augmentation des taux d'intérêt. Les perspectives de désinflation ont déprimé les cours mondiaux des matières premières. Dans ce contexte, les investissements sont devenus douteux quant à la perspective de rentabilité et l'économie mondiale a enregistré une récession au début de la décennie 80. L'augmentation des taux d'intérêt affectera la dette contractée à taux variables. L'occurrence de la crise de la dette sera l'occasion pour le FMI et la Banque Mondiale d'expérimenter les programmes d'ajustement structurel (PAS). Ces programmes modifieront considérablement le fonctionnement de la Zone CFA. Le régime de croissance ainsi obtenu est qualifié ici du « régime d'ajustement structurel ».

C. La mise en place des programmes d'ajustement structurel

Les PAS constituent la pierre angulaire des mesures du FMI et de la Banque mondiale pour faire face aux déséquilibres macroéconomiques des pays en développement. Ils ont été mis en place dans divers pays et dans des contextes différents. Ils ont fait l'objet de commentaires virulents.

a. Les fondements du régime d'ajustement structurel

Les programmes d'ajustement structurel visent à rétablir l'équilibre du solde global de la balance des paiements. Celui-ci peut s'obtenir de trois manières principales : (1) par une augmentation des capitaux en provenance de l'extérieur (ou un prélèvement sur les réserves) ; (2) par une baisse des importations et, donc, de la demande intérieure (ou l'absorption), ce qui pourrait engendrer la récession économique ; (3) par une augmentation des parts de marché à l'extérieur (promotion des exportations) ou à l'intérieur (substitution aux importations), c'est-à-dire par une action sur l'offre (GUILLAUMONT, 1985). Ces trois mesures peuvent en fait

contribuer à l'ajustement *lato sensu*, mais seuls les deux premiers correspondraient à l'ajustement *stricto sensu*, autrement dit en tant que processus interne. Il faut en effet faire la distinction entre les mesures de stabilisation et d'ajustement. La stabilisation est une politique de court terme visant à corriger l'instabilité de la balance des paiements ou du commerce. Elle correspond à la deuxième mesure. Il s'agit de stabiliser la demande globale. La demande, plus que l'offre, est considérée comme susceptible d'être ajustée à court terme. L'ajustement structurel correspondrait uniquement au troisième type de mesure (promotion des exportations et substitution à l'importation). Il s'agit à la fois d'ajuster la balance des paiements et des structures de production. L'ajustement structurel des pays en développement est défini comme un ajustement durable de la balance des paiements, obtenu au moyen d'une adaptation des structures économiques (de production) c'est-à-dire autrement que par une baisse de la croissance ou par un recours accru aux capitaux extérieurs (GUILLAUMONT, 1985, pp. 16-17). Il repose sur l'adaptation de l'offre plutôt que la baisse de la demande et la réaffectation des ressources à travers un changement de structures. Les programmes d'ajustement structurel s'inspirent des modèles développés au sein du FMI. Il s'agit du modèle d'absorption d'ALEXANDER (1952), de l'approche monétaire de la balance des paiements (POLAK, 1957) et des règles d'affectation de la politique économique (le modèle de MUNDELL-FLEMING)⁶¹. A ces modèles, s'ajoute l'approche moderne de l'ajustement.

Ces approches ont la même philosophie de base en ce sens qu'elles visent à réduire l'absorption de sorte à dégager des excédents budgétaires. Le but cherché est de restaurer la capacité du pays à dégager des surplus de la balance courante ou budgétaires suffisants pour faire face à ses dépenses ou pour rembourser la dette extérieure. Une économie en déficit budgétaire chronique est considérée comme une économie qui vit au dessus de ses moyens (encadré 1). Les PAS visent donc à restaurer les équilibres macroéconomiques (balance courante, équilibre monétaire et équilibre budgétaire) des pays de la Zone CFA. Elles cherchent aussi à restaurer leur solvabilité intertemporelle de sorte à permettre leur réinsertion sur les marchés financiers internationaux. Elles seront accompagnées par des réformes structurelles en vue d'assainir les secteurs public, bancaire et les filières agricoles.

⁶¹ MUNDELL, R., (1962), « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal And External Stability », *Staff Papers*, F.M.I., Vol. 9, pp. 70-77.
FLEMING, M., (1962) « Domestic Financial Policies under Fixes and Floating exchange Rates », *Staff Papers*, Vol. 9, pp. 369-377.

Encadré 1 : Les fondements des politiques d'ajustement structurel

a. Le modèle d'absorption

En 1952, le modèle d'absorption a été proposé par ALEXANDER⁶². Ce modèle conditionne l'équilibre externe à l'équilibre interne.

$$\text{Soit } Y = C + I + G + X - M$$

(Y : le PIB, C : la consommation, I : l'investissement, G : les dépenses publiques, X : les exportations et M : les importations) ;

$$R = C + S + Tn$$

(avec R : le revenu national, C : la consommation privée, S : l'épargne privée et Tn les impôts nets des subventions) ;

et $A = C + I + G$ (l'absorption ou la partie du revenu national qui est consacrée à la dépense intérieure).

$$Y = A + X - M \Leftrightarrow Y - A = X - M$$

$X - M$ correspond à la balance des transactions courantes.

$$Y - A = BTC \text{ (1)}$$

Selon l'équation (1), le déficit des transactions courantes découle de l'excès des dépenses intérieures ou de l'insuffisance du revenu national. Pour restaurer l'équilibre de la balance des transactions courantes, deux possibilités s'offrent aux pays : abaisser l'absorption ou augmenter le revenu national.

Le revenu national est égal au PIB, cela implique que $Y = R$ d'où :

$$C + I + G + X - M = C + S + Tn \Leftrightarrow (S - I) + (Tn - G) = BTC \text{ (2)}.$$

Selon l'équation (2), un déficit de la balance des transactions courantes résulte de l'excès de l'investissement par rapport à l'épargne disponible et/ou de l'excès des dépenses publiques par rapport aux recettes correspondantes. Le déficit extérieur est le résultat des choix privés et de la politique budgétaire. Un pays qui souhaite dégager un excédent des transactions courantes devrait restaurer l'épargne et réduire les dépenses publiques. Toutes choses égales par ailleurs, une politique budgétaire expansionniste (augmentation de G ou déficit budgétaire) entraîne un déficit de la balance des transactions courantes et inversement une politique budgétaire restrictive (diminution de G ou excédent budgétaire) se traduit par un excédent des transactions courantes.

Une dévaluation, en augmentant le niveau des prix, réduit les encaisses monétaires réelles, abaisse l'absorption et le déficit de la balance courante. Une variation du taux de change se transmet à la balance courante par le biais de la monnaie et non pas les élasticités du commerce extérieur. C'est le premier modèle contemporain à fournir un cadre d'équilibre général à l'analyse de la balance des paiements.

b. L'approche monétaire de la balance des paiements

L'approche monétaire de la balance des paiements constitue le cœur des préconisations du FMI (LENAIN, 2004, p. 74 ; AGLIETTA & MOATTI, 2000, p. 85). Cette approche a été proposée par POLAK (1957). L'analyse de l'équilibre de la balance des paiements est associée à l'équilibre du marché monétaire. La demande de monnaie M_d dépend du revenu nominal PY . La vitesse de circulation de la monnaie est stable

$$k = \frac{1}{V}.$$

$$M_d = k \times P \times Y$$

L'offre de monnaie résulte de deux variables. Le crédit à l'économie C (crédit au secteur privé et au Trésor public) et les réserves extérieures R.

⁶² ALEXANDER, S., (1952), « Devaluation Versus Import Restriction as an Instrument for Improving Foreign Trade Balance », *Staff papers*, Vol. 1, pp. 379-396.

$$M_0 = C + R$$

L'égalité entre l'offre de monnaie M_0 et la demande de monnaie M_d suppose :

$$k \times P \times Y = C + R \Leftrightarrow R = k \times P \times Y - C$$

Sous trois hypothèses, l'économie est au plein emploi (Y est donné), k est constant, il existe une fonction stable de la demande de monnaie par rapport au revenu et les prix sont déterminés au niveau mondial, P est fixe, le déficit des paiements est la conséquence d'une hausse excessive du crédit.

Selon ce modèle, dans une petite économie ouverte, en change fixe et au plein emploi, les autorités n'ont pas le contrôle de la masse monétaire. Si l'objectif des autorités est d'équilibrer à court terme la balance des paiements, elles doivent agir sur l'offre de crédit du système bancaire. D'autre part, la politique budgétaire peut influencer la politique monétaire par l'intermédiaire du crédit au Trésor public. Il est donc nécessaire de réduire l'expansion du crédit par la limitation du financement monétaire du déficit budgétaire.

La dévaluation augmente le prix des produits étrangers exprimés en monnaie domestique et donc réduit la demande domestique de ces produits et améliore la balance courante. Elle modifie la quantité de monnaie d'équilibre, mais elle redevient neutre à long terme.

Dans la pratique, les PAS fixent un objectif de maintien ou d'augmentation des réserves officielles. L'expansion du crédit devrait être compatible avec l'objectif initial. Elles fixent des plafonds de crédit à ne pas dépasser et déterminent des mesures à entreprendre afin de limiter le déficit budgétaire. Ceci se traduit par un contrôle limitatif des dépenses publiques, avec élimination des subventions qui sont considérées comme inefficaces. Les PAS cherchent aussi à limiter la dette extérieure. Dans le secteur financier, elles cherchent à améliorer l'intermédiation avec l'ouverture des marchés financiers au niveau international. Enfin, elles contiennent des mesures visant à éliminer les barrières au commerce.

c. Le modèle de MUNDELL-FLEMING

MUNDELL et FLEMING ont levé une partie des hypothèses restrictives du modèle de POLAK. Ils montrent qu'un supplément non désiré de l'offre de monnaie entraîne une baisse du taux d'intérêt, des sorties de capitaux et une baisse des réserves officielles en changes fixes. Les autorités monétaires ne peuvent donc déterminer, en économie ouverte et en changes fixes, ni le montant de la masse monétaire ni le niveau des taux d'intérêt. Elles peuvent quand même utiliser la politique monétaire pour assurer l'équilibre de la balance des paiements. MUNDELL et FLEMING ajoutent la politique budgétaire au modèle de Polak et montrent qu'une hausse du déficit budgétaire se traduit par une hausse des taux d'intérêt, ce qui provoque des entrées de capitaux et un retour des taux d'intérêt à leur niveau initial.

Une politique visant à stimuler la demande globale conduit à détériorer le solde commercial. Dans un environnement caractérisé par la mobilité des capitaux, il est possible d'atteindre un équilibre interne et un équilibre externe par l'application d'un *policy mix*. La dévaluation stimule la demande des produits domestiques relativement à la demande des produits étrangers. A court terme, elle stimule donc l'activité domestique et crée un excédent extérieur. Elle est même susceptible de générer des effets positifs permanents sur le niveau de l'activité réelle, mais détériore les termes de l'échange.

d. L'approche moderne de l'ajustement externe

L'approche moderne de l'ajustement externe vise à intégrer explicitement les contraintes de solvabilité intertemporelle. La solvabilité intertemporelle est définie comme la capacité d'un pays à dégager, en terme de valeur présente nette, des surplus de la balance courante suffisants pour rembourser sa dette extérieure. En général, un pays s'endette moyennant des conditions qui rassurent les créanciers sur sa capacité à rembourser la dette. De ce point de vue, le pays doit dégager des surplus nécessaires au remboursement de sa dette. S'il est en déficit chronique ou si son ratio dette sur PIB augmente tendanciellement, les prêteurs émettent des doutes sur sa capacité à s'acquitter de sa dette et donc sur sa capacité à faire face à sa contrainte budgétaire intertemporelle. Cette situation se traduit pour ce pays par une hausse des taux d'intérêt. Elle peut également avoir des effets sur l'épargne, sur l'investissement, sur les finances publiques et, enfin, sur la croissance économique.

La soutenabilité de la politique budgétaire est définie par la contrainte de solvabilité intertemporelle de l'Etat. Cela revient à dire que la dette courante doit être inférieure ou égale à la valeur présente des surplus futurs

primaires. Cette condition est la condition de transversalité. Elle a pour corollaire la nullité de la valeur actualisée de la dette à l'infini. Ce qui est l'assurance pour les créanciers que l'Etat ne joue pas à des jeux de Ponzi pour financer sa dette. Un déficit courant n'est pas soutenable s'il se traduit par un changement soudain de la politique économique.

Les modèles qui sous-tendent l'ajustement privilégient le rôle central du marché. Les grandes lignes des mesures qui en découlent ont été retenues par WILLIAMSON⁶³ sous le nom du « Consensus de Washington » (encadré 2). Trois types de recommandations fondent ce Consensus.

- Les politiques de type monétariste : celles-ci sont fondées sur la théorie quantitative de la monnaie. La création monétaire engendre un phénomène inflationniste à long terme (FRIEDMAN, 1956, 1959).
- La théorie des anticipations rationnelles constituent une variante radicale du courant monétariste (LUCAS, 1972). La politique monétaire est neutre aussi bien à court terme qu'à long terme. Les agents connaissent le vrai modèle de l'économie. Il n'est donc pas possible de les tromper par l'illusion monétaire.
- La croyance à la doctrine libérale et à l'efficacité des marchés : celle-ci a conduit aux phénomènes de libéralisation économique et financière, l'abaissement des barrières douanières, le but étant de réduire l'influence de l'Etat dans les activités économiques.

Encadré 2 : Le consensus de Washington

Le consensus de Washington récapitule les mesures préconisées par les institutions internationales dans le cadre des PAS. Il a été présenté par WILLIAMSON et se compose de 10 recommandations. Celles-ci peuvent être considérées comme « le plus petit dénominateur commun » des mesures préconisées par les institutions internationales.

- La discipline budgétaire pour lutter contre les tensions inflationnistes, l'endettement extérieur et la fuite des capitaux.
- La résorption du déficit se fait prioritairement par une baisse des dépenses publiques. La suppression des subventions publiques se fait au profit d'un redéploiement des dépenses publiques dans l'éducation, la santé et la mise en place des infrastructures.
- La réforme fiscale vise à élargir l'assiette des impôts et à rendre les taux marginaux modérés. Elle est une alternative « inférieure » à la baisse des dépenses publiques.
- Les taux d'intérêts doivent être déterminés par le marché ou doivent être positifs afin d'encourager l'épargne et de lutter contre la fuite des capitaux.
- Le taux de change doit être déterminé par les forces du marché ou doit être à un niveau compatible avec les objectifs macroéconomiques. Dans le cas des pays en développement, il doit être compétitif afin d'atteindre un taux de croissance des exportations permettant à l'économie d'atteindre un taux de croissance maximal.

⁶³ Pour une revue du Consensus de Washington, voir WILLIAMSON. J, (2000), « What Should The World Bank Think About The Washington Consensus », *The World Bank Research Observer*, vol. 15, n° 2, pp. 251-264.

- La politique commerciale vise à libéraliser les importations *via* une baisse des tarifs douaniers et des barrières non tarifaires. L'accès aux intrants à des coûts compétitifs est considéré comme un objectif important pour la promotion des exportations.
- La mise en place des politiques visant à attirer les investissements directs étrangers.
- La privatisation des entreprises publiques pour réduire le poids de l'Etat dans l'économie. L'entrepreneur privé est incité par la recherche du profit tandis que les entreprises publiques recourent davantage aux subventions.
- La déréglementation de l'économie (marchés financiers, marché du travail, etc.).
- La mise en place d'une politique de défense des droits de propriété et d'une politique de réforme du droit des affaires.

Source : WILLIAMSON (2000).

Ces principes ont été appliqués de façon plus ou moins prononcée dans un grand nombre de pays en développement avec des résultats mitigés.

b. La mise place des PAS dans la Zone CFA

Selon GUILLAUMONT (1985), la mise en place des PAS dans les pays de l'UMOA a été tardive en comparaison avec les autres pays en développement. Cela tient essentiellement à trois raisons :

1. les effets du premier choc pétrolier y ont été moins graves ;
2. la gestion économique et monétaire de l'UMOA était déjà considérée comme rigoureuse ;
3. le déficit des paiements n'a pas entraîné des restrictions de change et un arrêt brutal des importations grâce à la garantie de convertibilité.

Toutefois, selon le même auteur, l'ajustement est devenu nécessaire en raison de la dégradation de la situation économique. En effet, les termes de l'échange se seraient détériorés fortement entre 1977 et 1982. Cela a eu des effets sur les pays concernés compte tenu de l'importance de leur taux d'exportation. La baisse des cours des produits primaires, suite à la récession de l'économie mondiale, a entraîné une baisse des recettes d'exportation. L'ampleur de la dette extérieure par rapport au PIB et le ratio du service de la dette sur les exportations sont devenus très importants et en moyenne supérieurs à ceux des autres pays en développement, ce qui les a rendus davantage sensibles à la hausse des taux d'intérêt. En outre, une partie des pays de la Zone a été confrontée, pour des raisons climatiques, à des difficultés dans le secteur agricole.

Comme conséquence, entre 1980 et 1983, sauf le Burkina Faso et le Bénin, tous les pays de l'Afrique de l'Ouest ont mis en œuvre des programmes d'ajustement sous l'égide du FMI. Ces programmes ont été suivis par d'autres comme ceux de la Banque mondiale et de la Caisse Centrale de Coopération Economique. Des mesures de rééchelonnement de dette ont été négociées avec le Club de Paris et le Club de Londres. La mise en place des programmes d'ajustement a été encore plus tardive dans les pays de l'Afrique centrale. Cependant, hormis le Cameroun et le Gabon, ces pays ont connu une évolution défavorable de leurs comptes extérieurs à la fin des années 70. En 1984, seuls le Tchad et la Centrafrique sont engagés à l'égard du FMI en Afrique centrale. En Afrique de l'ouest, les tirages de la Côte d'Ivoire et du Sénégal étaient les plus fréquents, ceux du Togo et du Niger progressaient régulièrement. A partir du milieu des années 80, la quasi-totalité des pays de la Zone CFA ont appliqué des programmes élaborés par les institutions de Bretton Woods. De 1980 à 1984, les crédits du FMI ont été multipliés par 17,6 en Afrique de l'Ouest et par 1,2 en Afrique centrale (GERARDIN, 1986).

Les programmes mis en place contiennent des mesures de stabilisation (réduction du déficit public ou de la masse monétaire) et d'ajustement structurel (réforme des structures tarifaires, libéralisation économique, etc.). La particularité de ces programmes tient à ce qu'ils n'incluent pas la dimension monétaire de l'ajustement, la dévaluation de la monnaie, contrairement aux PAS mis en place dans d'autres pays d'Afrique Sub-saharienne. Pour les uns, cela s'explique par la résistance de la France et des responsables politiques de la région (HUGON, 1999, MASSON & PATILLO, 2005). Pour les autres, cela tient à deux phénomènes intrinsèques aux économies de la Zone CFA : (1) le taux de change des pays membres de l'UMOA n'aurait pas connu une surévaluation au même degré et de façon durable que les autres pays africains ; (2) le fait d'appartenir à une union monétaire (monnaie commune et, donc, taux de change commun) implique que les différents pays aient un intérêt commun à dévaluer (GUILLAUMONT, 1985). Toutefois, les PAS ont très tôt concerné la politique monétaire. Suite à la dégradation de la position extérieure des pays de l'UMOA, une réforme de la politique monétaire est intervenue en collaboration avec le FMI. Après une période marquée par une politique de crédit expansionniste caractérisée par des taux d'intérêt bas, en comparaison avec les taux français et ceux des pays en développement, une politique monétaire plus restrictive dans une logique quantitative, taux élevés et expansion limitée du crédit, a été définie afin de rééquilibrer la position extérieure de la Banque centrale. Ensuite, les PAS ont cherché à rétablir les équilibres de la balance des paiements et des finances

publiques pour engendrer une croissance économique soutenue. Pour atteindre ces objectifs, des plans ont été conçus en plusieurs étapes (généralement trois)⁶⁴. D'abord, des plans de stabilisation ont été mis en place afin de réduire le déficit budgétaire. Ils ont visé à élargir les assiettes des impôts et les taux d'imposition en vue d'augmenter les recettes fiscales. Ensuite, les PAS ont cherché à réduire les dépenses de fonctionnement par la suppression des subventions publiques (subventions aux entreprises publiques et aux exportations, baisse ou suppression des prix garantis aux producteurs agricoles, etc.) et la compression de la masse salariale. Le plafonnement du crédit intérieur visait à contrôler l'accroissement de la masse monétaire. Enfin, les mesures ont cherché à limiter le recours des Etats aux emprunts internationaux.

Après les plans de stabilisation, les plans de redressement ont visé trois objectifs : l'assainissement des finances publiques, l'encouragement des exportations et la restructuration du secteur public. Le but était de stabiliser la situation financière de l'Etat par l'augmentation de l'épargne publique, l'orientation de l'investissement dans les secteurs productifs et la réduction de l'intervention étatique dans l'économie.

Enfin, il y a eu les plans d'ajustement économique et financier à moyen et long termes. La mise en place de ces plans a obéi à deux phases distinctes : une première phase consistant à redresser les finances publiques et une deuxième phase dont le but était de consolider les bases de la croissance économique dans l'agriculture, l'industrie et le commerce. Cette dernière phase avait pour but de restructurer le secteur parapublic, d'améliorer la planification des investissements publics et les bases de la croissance à long terme par le développement du potentiel humain, de réduire le taux de croissance démographique. Pour atteindre ces objectifs, de nouvelles politiques ont été élaborées dans les domaines agricole, industriel, etc. Les programmes d'ajustement structurel auront des effets importants sur les pays de la Zone CFA.

c. Les résultats du régime d'ajustement structurel et la justification de la dévaluation

La plupart des pays de la Zone CFA ont été incapables de respecter les critères de performance inclus dans les programmes d'ajustement structurel. Les pays qui les ont appliqués ont connu une baisse de leur PIB par tête. Toutefois, les programmes semblent avoir contribué au ralentissement de l'inflation et à la baisse du déficit des transactions

⁶⁴ Le développement effectué ici s'inspire de GUILLAUMONT (1985).

courantes, mais ils ont échoué à stimuler l'activité économique. Il s'est produit une détérioration de la situation économique, ce qui a parfois conduit aux instabilités sociopolitiques. La baisse des prix garantis des produits agricoles destinés à l'exportation a permis aux filières agricoles de revenir à l'équilibre, mais les inégalités entre les paysans et les citoyens se sont aggravées. Dans les autres secteurs, pour parvenir à l'équilibre, les autorités ont cherché à réduire les dépenses d'investissement et d'entretien dans les services publics (santé, éducation, etc.), ce qui a entraîné une dégradation des conditions de vie et du taux d'alphabétisation. D'autre part, les autorités publiques ont eu beaucoup de difficulté à appliquer la compression de la masse salariale, à travers une baisse des effectifs de la fonction publique ou des salaires, de peur des troubles sociaux.

Les luttes intestines sont liées à des conséquences économiques négatives que peut entraîner une politique d'austérité excessive⁶⁵. Les travailleurs sans emploi, dans les pays de la Zone CFA, ne sont pas forcément des charges financières à cause de l'absence d'un système d'assurance-chômage. Mais le coût social est la hausse de la criminalité, les troubles sociaux et politiques, l'angoisse générale, la déscolarisation des enfants et des charges financières supplémentaires pour les membres de la famille qui ont gardé leur travail. Les émeutes en 1991 qui ont poussé le gouvernement ivoirien à abandonner la politique de compression de la masse salariale illustre bien l'impopularité d'une telle mesure. D'autre part, les PAS n'ont pas été favorables à l'investissement, mais plutôt aux tensions sociales, voire aux guerres civiles. Elles n'ont pas accordé d'importance aux habitudes culturelles qui ont des effets sur les comportements économiques. Elles ignorent les défaillances du marché et l'existence du chômage. Or, dans les pays en développement, les marchés fonctionnent à défaut⁶⁶. Elles n'ont pas tenu compte du problème d'équité. S'il y a croissance, rien ne prouve que cela profite à la grande majorité de la population⁶⁷.

Malgré l'adoption des PAS, le mécanisme récessif s'est poursuivi. Le retournement de la conjoncture internationale s'est accompagné, à partir de 1985, de l'appréciation du franc CFA par rapport au dollar consécutivement à la politique du franc fort menée en France. Cela a diminué les recettes d'exportation des pays de la Zone CFA. Ensuite, à la baisse du dollar

⁶⁵ Selon STIGLITZ, 2002.

⁶⁶ Ibid., p. 130.

⁶⁷ Arthur LEWIS (1954) soutient que l'inégalité est favorable à la croissance et au développement, car le riche épargne plus que le pauvre et la croissance dépend de l'accumulation du capital. Simon KUZNETS (1955) pense qu'aux premiers stades du développement les inégalités progressent et que la tendance s'inverse après. Mais le débat sur l'économie des retombées (*trickle down*) a presque disparu s'expliquant par le fait que la croissance n'entraîne pas forcément une baisse des inégalités.

s'est ajoutée la dévaluation compétitive des pays africains hors Zone CFA comme le Nigeria et la dépréciation de la monnaie des pays asiatiques.

La faible diversification sectorielle (forte dépendance à quelques produits primaires comme le café, le cacao, le coton et le pétrole) fait qu'une chute du cours des produits primaires se traduit généralement par des difficultés économiques. A cela, il faut tenir compte de la concurrence de certains pays asiatiques qui a aggravé la perte de compétitivité sur les marchés internes et externes. Entre 1985 et 1993, il y a eu un effet ciseau entre les termes de l'échange des pays de la Zone franc et le taux de change effectif réel. Sur cette période, alors que le second s'appréciait de 40%, les premiers se détérioraient du même pourcentage (HUGON, 1999, p. 69). Les pays de la Zone CFA ont, de ce fait, connu une période de récession avec la détérioration des performances économiques. Toutes les filières d'exportation sont devenues déficitaires.

L'économie a eu tendance à s'informaliser. La croissance du PIB en volume qui était de 4,6% sur la période 1975-1985 est devenue négative entre 1986 et 1993 (baisse de 0,6% par an). Le PIB par tête a suivi la même tendance, augmentation de 1,6% par an entre 1975 et 1985 contre une diminution de 3,6% sur la période 1986-1993. Le déficit de la balance courante a connu la même dégradation. De 6,5% du PIB en moyenne entre 1975 et 1985, il passe à 7,4% entre 1986 et 1993. La dette extérieure s'est également alourdie et passe de 25 milliards de dollars en 1985 à 48,6 milliards de dollars en 1993, soit une hausse de 94%. Sans le raffermissement du franc français à l'égard du dollar, la hausse du poids de la dette aurait été plus marquée. Entre 1989 et 1991, tous les pays de la Zone franc ont bénéficié des mesures de rééchelonnement auprès des créanciers du Club de Paris. Le mécanisme récessif a eu comme conséquence une baisse de la pression fiscale et la dégradation des comptes budgétaires et courants. Les déficits budgétaires sont passés en moyenne de 5% du PIB entre 1975 et 1985 à 7,6% du PIB sur la période 1986-1993, contrairement à la tendance à la baisse constatée dans les autres pays d'Afrique sub-saharienne⁶⁸.

La détérioration des termes de l'échange a exacerbé les tensions sur les finances publiques. Les déficits des comptes extérieurs se sont creusés davantage. Dans une telle situation, le recours des pays à l'endettement extérieur est devenu endémique. Les règles strictes des accords monétaires ont empêché les Etats de monétiser les déficits publics sans pour autant les empêcher de contracter les emprunts sur les marchés internationaux. Au cours des années 1970 et au début des années 1980, les pays de la Zone CFA s'étaient déjà très

⁶⁸ Voir les *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 1993, 1994.

endettés. Les dépenses publiques ont augmenté de 31,3% du PIB en moyenne sur la période 1981-1983 à cause de l'endettement extérieur. La baisse des cours des matières premières, donc des recettes d'exportation, et la hausse des taux d'intérêt expliquent l'alourdissement du poids de la dette et le problème d'insolvabilité qui en a résulté.

Avec la baisse des recettes fiscales, le remboursement de la dette est devenu plus difficile. Les Etats ont été obligés de s'endetter plus dans des conditions plus strictes (hausse des taux, diminution des échéances). Les nouveaux emprunts ont servi surtout à rembourser le service de la dette antérieure. Dans les pays les plus endettés, le coût du service de la dette a dépassé la valeur des exportations (Centrafrique en 1982). Dans ce contexte, il a fallu négocier des procédures de rééchelonnement avec les créanciers internationaux. Les rééchelonnements ont permis une amélioration temporaire de la liquidité des débiteurs, mais les intérêts sur les échéances reportées n'ont pas cessé d'augmenter. Les mesures d'annulation n'ont pas permis de réduire le poids de la dette. Celui-ci a continué d'augmenter en passant de 18,7% du PIB en 1970 à 97,7% en 1992 et les arriérés ont représenté, à eux seuls, 51,5% du PIB. La même année, les échéances financières ont représenté plus de 50 milliards de francs français⁶⁹.

Tableau 1 : Les principaux indicateurs de la Zone CFA à la veille de la dévaluation

	1989	1990	1991	1992	1993
PIB	13577,2	13364,4	13648,8	13430,9	13138,4
Solde commercial	644,4	833,4	716,7	638,1	574,8
Transactions courantes	-591,7	-700,7	-705,1	-803,5	-877,9
Balance des paiements	-828	-795,3	-637,1	-1062,3	-1076,1
Déficits* publics	-8,0	-7,9	-6,9	-9,6	-8,2
Dette extérieure**	37871,6	44394,5	46031,4	46671,4	48611,3

Source : *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 1993, 1994.

* En % du PIB.

** En millions de dollars. Les autres chiffres sont en milliards de francs CFA.

L'importance de la dette a remis en cause la solvabilité des pays de la Zone CFA aux yeux des prêteurs internationaux. Il leur était de plus en plus difficile de s'endetter sur les

⁶⁹ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1993.

marchés internationaux. Le seul moyen qui restait en leur possession était l'endettement intérieur. La dette interne a ainsi augmenté pour atteindre un seuil important dans certains pays comme le Cameroun et la Côte d'Ivoire. Cela a été facilité par la forte présence de l'Etat dans le système bancaire. La conséquence a été la dégradation de la situation financière des banques. Dans la Zone d'émission de la BEAC, en 1990, sur 24 banques, 18 étaient déclarées insolubles dont 11 en liquidation (AVOM & EYEFFA EKOMO, 2007). Les banques dans leur majorité sont donc demeurées illiquides et insolubles suite à la dégradation rapide de leur portefeuille.

La faiblesse des apports de capitaux des bailleurs de fonds a creusé davantage le déficit et les Etats ont accumulé des arriérés de paiement. La baisse des recettes et l'impossibilité d'accès à l'emprunt international ont entraîné l'effondrement des réserves de change qui, en décembre 1993, couvraient à peine 17% des engagements monétaires à vue de la BCEAO à comparer au seuil minimum de 20% requis.

Tableau 2 : Les avoirs extérieurs nets de la Zone CFA (en milliards de francs CFA)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
BCEAO	2,3	5,6	-1,2	-5,6	-584	-439	-297	-243	-225
BEAC	319	68	-82	20,3	-121	28	46	-56	-100

Source : *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 1984, 1988, 1993.

Face à la dégradation de la situation économique, les rumeurs concernant une éventuelle dévaluation du franc CFA, à partir de 1988, ont entraîné une évaporation massive des capitaux. De 3 milliards de francs français en 1991, la fuite des capitaux se chiffrait à 5 milliards sur les 6 premiers mois de l'année 1993 (HUGON, 1999). L'urgence de la situation a conduit la Banque de France à suspendre la convertibilité des francs CFA à partir du 2 août 1993. La BCEAO (le 17 décembre 1993) et la BEAC (le 17 septembre 1993) ont, par la suite, décidé de suspendre la convertibilité des billets émis hors de leur Zone d'émission respective. L'échec des programmes « d'ajustement réel » et l'aggravation des difficultés économiques, ont constitué les arguments du FMI pour suspendre son soutien financier à partir de 1992, ce qui correspondait à l'arrêt d'autres apports financiers comme ceux de la Banque Mondiale et de l'Union européenne⁷⁰. La France, à son tour, a laissé entendre que son soutien financier serait

⁷⁰ L'approbation du FMI est nécessaire pour avoir accès aux ressources financières de la Banque mondiale et de l'Union européenne (DOUMBIA & LAZES, 2008).

conditionné à l'adoption des PAS incluant l'ajustement monétaire et, donc, la dévaluation du franc CFA sous l'égide du FMI.

Conclusion

Sous la période des accords monétaires, la Zone CFA a évolué dans un contexte de strictes règles en ce qui concerne la politique monétaire, mais avec une liberté relative de la politique budgétaire. Aucune mesure ne visait à contrôler l'endettement international des Etats. Par conséquent, ayant la souveraineté de la politique budgétaire, ceux-ci en ont profité pour lancer des projets de développement ambitieux (MONGA & TCHATCHOUANG, 1996). Ces initiatives ont été confortées par le contexte international : recyclage des pétrodollars par les banques occidentales, facilité d'accès à l'emprunt, des taux d'intérêts réels largement favorables aux débiteurs, hausse des cours des matières premières, faiblesse du franc français par rapport au dollar. La Zone CFA s'est donc trouvée piégée dans un cercle vicieux d'endettement excessif à cause de la remontée des taux d'intérêt. Pourtant, l'appartenance à cette Zone offre la possibilité de tirer sur le *compte d'opérations* face à un déficit de ressources. Il convient de souligner que le recours à cette procédure est restreint par la limitation des avances des Banques centrales aux Trésors nationaux. L'existence du compte d'opérations n'est pas synonyme de la solvabilité des pays de la Zone CFA. « *La garantie française ne peut donc pas être assimilée à une assurance de solvabilité des pays de la Zone, assimilation trop généreusement réalisée par certaines banques dans le passé* » (DELAGE & MASSIERA, 1994, p. 84).

Confrontés aux problèmes de la dette, à l'urgence des besoins de financement et aux déséquilibres macroéconomiques, les pays de la Zone CFA n'avaient d'autres possibilités que de céder face aux exigences du FMI et, finalement, de la France qui consistent à mettre en place les PAS considérées comme des mesures à même de rétablir les équilibres macroéconomiques. La principale mesure de ces PAS était, au début de la décennie 90, la dévaluation du franc CFA. Il s'agissait pour le FMI de procéder à un ajustement monétaire après l'échec des politiques d'ajustement réel dans les années 80. Le chapitre suivant a pour objectif d'étudier cet ajustement monétaire et de voir s'il était réellement la meilleure option possible.

Chapitre 2 : La dévaluation du franc CFA et les mesures d'accompagnement

Confrontés aux difficultés économiques (déficits courants et budgétaires, poids de la dette) et surtout au manque de capitaux nécessaires au financement des besoins croissants, les pays de la Zone CFA se sont pliés aux exigences des institutions de Bretton Woods et de la France qui ont conditionné leur soutien financier à l'application des PAS. La principale mesure de ces PAS concerne cette fois l'ajustement monétaire. C'est ainsi que la dévaluation a été décidée lors de la réunion des chefs d'Etat de la Zone le 11 janvier 1994 à Dakar.

Le franc CFA, dont la parité avec le franc français n'avait plus connu de modification depuis au moins les indépendances, vient de faire l'objet d'une dévaluation. Sa parité, qui était de 1 franc français pour 50 francs CFA, s'établit désormais à 1 franc français pour 100 francs CFA, soit une dévaluation de 100% en monnaie interne (50% en monnaie externe). La modification de la parité du franc CFA visait, selon le point de vue des institutions de Bretton Woods, à rétablir la compétitivité externe des économies, à réduire les déficits budgétaires et à relancer l'activité économique. Sa justification a fait l'objet d'intenses débats. Ceux-ci ont concerné les aspects économique et financier, mais également et surtout l'aspect politique.

La nature particulière de la coopération monétaire entre la France et les pays de la Zone CFA fait que la dévaluation de 1994 ne pouvait être considérée comme un changement classique de parité. Elle a été l'occasion pour le FMI et la Banque Mondiale de participer activement à l'élaboration des politiques économiques de la Zone grâce à la volonté de la France de « normaliser » ses relations avec les pays de la Zone CFA et de permettre leur rapprochement aux normes internationales⁷¹.

Une réflexion sur la dévaluation est aussi l'occasion de s'interroger sur la nature de la monnaie dans les pays de la Zone CFA. A partir du moment où le cadre institutionnel de cette Zone se présente comme un cadre particulier de coopération monétaire entre un pays du Nord et des pays du Sud et la monnaie franc CFA comme une monnaie qui dès le départ la valeur n'a jamais fait référence aux fondamentaux économiques des pays concernés, quelle justification économique pouvait avoir la dévaluation ?

⁷¹ La même question se pose aujourd'hui en des termes différents. La notion de « rupture » a remplacé celle de « normalisation » des relations entre la France et les pays de la Zone CFA. Le discours politique bute souvent sur les réalités complexes des liens entre dirigeants africains et français.

La dévaluation a été une opportunité d'approfondir la coopération économique entre les pays de la Zone CFA. Le primat de l'intégration monétaire sur l'intégration économique fait que la trajectoire suivie par ces pays correspond exactement à l'inverse de celle des pays européens. Cependant, les pays de la Zone CFA sont également très hétérogènes. Ils se composent d'un pays à revenu supérieur (la Guinée Equatoriale), d'un pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (le Gabon), de deux pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (la Côte d'Ivoire et le Cameroun) et de plusieurs pays appartenant à la catégorie des pays les moins avancés (PMA)⁷². Dans un tel contexte, comment trouver un taux de change d'équilibre qui soit conforme à la réalité de ces pays fort différents ? Les mesures de convergence visant à rapprocher les structures économiques de ces pays ont été mises en place. Elles répondent à cette impérative et s'inspirent dans une large mesure des critères de convergence de Maastricht et des PAS, ce qui soulève des interrogations sur leur réalisme eu égard à la nature des problèmes intrinsèques de la Zone CFA.

Un ensemble de questions se posent. Ces questions issues des inquiétudes de la dévaluation ne sont pas dénuées d'importance dans la mesure où le passage à l'euro et son appréciation continue conduisent à reposer les mêmes questions. Ce chapitre cherche à étudier la dévaluation de 1994 afin d'appréhender les motivations qui ont conduit les Etats africains à se conformer aux exigences des institutions de Bretton Woods. De ce fait, la première section s'interroge sur les justifications de la dévaluation tant aux niveaux théorique, empirique qu'aux niveaux financier et politique. La deuxième section tentera de cerner les mesures adoptées pour accompagner la dévaluation, de même que la place accordée à la monnaie dans cette Zone.

Section 1 : Les justifications de la dévaluation

Un ensemble d'arguments a été avancé pour justifier la dévaluation du franc CFA. Ceux-ci se réfèrent aux difficultés économiques et financières qui ont touché la Zone depuis le milieu des années 80 et qui ont été analysées dans le chapitre précédent : le poids croissant de la dette, l'échec des mesures d'ajustement « réel », la faiblesse des apports de capitaux et les déficits de la balance courante. Ces contre-performances économiques s'expliquent par les facteurs suivants : faiblesse du dollar par rapport au franc français et, donc, au franc CFA, chute des cours des matières premières, hausse des taux d'intérêt sur la dette et baisse du

⁷² Voir le site de la Banque mondiale : <http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups>.

niveau des avoirs extérieurs des Banques centrales. Les pays de la Zone CFA n'ont pas la capacité d'influer sur le cours des matières premières (la plupart d'entre eux étant preneurs de prix, hormis la Côte d'Ivoire pour le cacao). Pourtant, le taux de change sera utilisé comme un moyen permettant de résoudre leurs difficultés économiques. Pour cela, un certain nombre d'objectifs ont été mis en avant. Ceux-ci peuvent donc être considérés comme la première motivation de la dévaluation. D'autres motivations qui relèvent de plusieurs volets (économique, financier, et politique) seront ensuite soulignées. Avant d'évoquer ces objectifs, il convient de voir la dévaluation dans le cadre de la théorie économique.

A. Les objectifs de la dévaluation : confrontation théorique

Suivant les statuts du FMI, un changement de parité doit répondre aux déséquilibres de la balance des paiements et ne doit pas être mené pour réaliser des gains de compétitivité au détriment des pays tiers⁷³. Les modifications de parité devraient donc servir à corriger les déficits conjoncturels et non les dysfonctionnements structurels qui relèveraient d'autres politiques. L'observation des structures économiques des pays de la Zone CFA montre que leurs problèmes ne sont pas d'ordre conjoncturel. En effet, ces pays se caractérisent par un faible niveau d'industrialisation, une faible diversification de la base productive, un développement précoce du secteur des services, entre autres. Ce sont donc des pays qui cherchent à asseoir une base productive nécessaire au développement économique et à leur insertion internationale. Les remèdes à ces problèmes ne peuvent résider dans une modification de la parité de la monnaie.

Pour analyser la portée de la dévaluation, sa nature controversée, quelques approches seront présentées. Ces approches ont des conclusions plus nuancées quant à l'efficacité d'une dévaluation, voire son utilité au regard des problèmes que connaissent les pays en développement. Une confrontation de ces approches avec les objectifs de la dévaluation permet de cerner les motivations réelles qui ont conduit à la dévaluation et d'en comprendre les effets.

⁷³ Les principales orientations du FMI datent de la Conférence de Bretton Woods, mais demeurent encore valides. Elles concernent la restauration de la stabilité des changes pour éviter le recours aux dévaluations compétitives et l'instauration d'un mécanisme d'assistance aux pays connaissant un déficit temporaire de leur balance des paiements pour éviter les tentations protectionnistes.

a. Les objectifs de la dévaluation

Dans l'optique de ses défenseurs, la dévaluation devait permettre la stabilisation économique par le biais du rééquilibrage de la balance courante et la relance de la croissance en incitant à produire localement et à consommer les produits locaux. La dévaluation devait aussi entraîner une amélioration de la compétitivité, donc, un redressement du solde commercial et du solde des transactions courantes. Elle devait donc stimuler les exportations par la baisse du prix des biens domestiques en monnaies étrangères et freiner les importations par le renchérissement du prix des biens étrangers en monnaie nationale. Par conséquent, le solde commercial s'améliorerait grâce à l'effet positif de la compression des importations, mais aussi par celui de l'expansion des exportations. La dévaluation était censée entraîner une valorisation interne des matières premières cotées en dollars ou en livres sterling, ce qui devait conduire à une hausse des revenus en francs CFA des produits primaires exportés et des recettes fiscales qui sont essentiellement alimentées par les droits de douane. La dévaluation visait également à générer une restructuration des prix relatifs par une augmentation du prix des biens échangeables vis-à-vis des biens non échangeables.

Encadré 1 : Le modèle des biens échangeables et des biens non échangeables

Ce modèle est fondé sur l'idée que certains biens (les matières premières et les produits manufacturés) font l'objet de commerce international et d'autres (une partie des services) s'échangeant seulement au niveau national. Il n'existe donc pas de marché mondial pour ces derniers. Leur prix est fixé sur le marché national. Compte tenu du taux de change, le prix de ces biens peut varier selon les pays, ce qui remet en cause l'approche basée sur la parité des pouvoirs d'achat. Une unité monétaire n'aura pas le même pouvoir d'achat selon les pays.

La dévaluation a pour effet d'augmenter le prix des biens échangeables exprimé en monnaie domestique par rapport à celui des biens non échangeables. Cela stimule la production des biens échangeables au détriment de celle des biens non échangeables. La demande domestique des biens échangeables baisse, ce qui génère des flux d'exportation. Toutefois, le prix des biens non échangeables augmente, mais moins vite que celui des biens échangeables. Cette augmentation s'explique par la nécessité d'équilibrer ce marché par suite d'une baisse de la production. Une augmentation du salaire nominal se produit dans le secteur des biens échangeables. La productivité marginale du travail baisse dans ce secteur. La hausse du salaire nominal est moins que proportionnelle à la hausse du prix des biens échangeables. Une réallocation de l'emploi du secteur des biens non échangeables vers le secteur des biens échangeables se produit. Le processus d'ajustement continue pour laisser place aux effets nominaux.

Source: HUGON, 1999 ; DJOUFELKIT, 2007.

La dévaluation visait à encourager les activités de substitution aux importations. Elle était censée permettre une diminution des déficits budgétaires. En effet, les recettes issues de l'imposition du commerce extérieur devaient contribuer à la résorption du déficit budgétaire. L'ajustement du taux de change devait permettre une reprise de la croissance en permettant le retour des capitaux expatriés. Ce phénomène devait permettre, à son tour, de stimuler l'activité économique grâce à une augmentation de l'investissement.

Ces effets positifs mis en avant ne peuvent se réaliser que dans certaines conditions. En effet, les modèles économiques sont plus prudents sur les biens faits de la dévaluation comme remède aux difficultés économiques.

b. La dévaluation dans les modèles économiques

Nombreux sont les modèles qui doutent de la dévaluation comme solution aux problèmes dont les causes sont plus profondes. La plupart de ces modèles dénoncent ses effets négatifs sur le pouvoir d'achat et soulignent la neutralité de ses effets positifs à long terme. A en juger dans la logique monétariste propre, la dévaluation ne serait-elle pas une forme « d'illusion monétaire internationale » ? La portée d'un certain nombre de ces analyses sur les effets de la dévaluation mérite d'être discutée.

1. Le théorème des élasticités critiques

Le théorème des élasticités critiques permet d'illustrer les conditions de réussite d'une dévaluation. Il énonce que face à un déficit de la balance commerciale, un pays peut tenter de modifier sa situation par une dévaluation, mais pour que cette politique soit efficace et n'ait d'effets pervers, certaines conditions doivent être remplies (« conditions de MARSHALL-LERNER-ROBINSON »).

L'élasticité-prix des exportations est définie par l'équation suivante :

$$e(X) = \left(\frac{\Delta X}{X} \right) / \left(\frac{\Delta P_x}{P_x} \right)$$

X : volume des exportations ;

ΔX : la variation du volume des exportations ;

P_x : prix des exportations ;

ΔP_x : la variation du prix des exportations.

L'élasticité-prix des importations est donnée par l'équation :

$$e(M) = \left(\frac{\Delta M}{M} \right) / \left(\frac{\Delta P_M}{P_M} \right)$$

M : volume des importations

ΔM : la variation du volume des importations ;

P_M : prix des importations,

ΔP_M : variation du prix des importations.

La dévaluation entraîne une baisse du prix des exportations et une hausse du prix des importations en fonction du taux de dévaluation retenu. Il en résulte une augmentation du volume des exportations proportionnelle à $e(X)$ et une baisse du volume des importations proportionnelle à $e(M)$. La réussite d'une telle mesure suppose que la somme des élasticités [$e(X) + e(M)$] soit supérieure à l'unité.

La validité de ce théorème suppose que le déficit initial soit faible (ou que la balance commerciale soit légèrement excédentaire), que les élasticités de l'offre de produits nationaux et de la demande nationale de produits étrangers soient élevées. Si ces conditions sont réunies, une faible dévaluation en courte période pourrait générer un excédent commercial additionnel.

La courbe en J permet d'illustrer les effets de la dévaluation. Dans un premier temps, celle-ci creuse davantage le déficit commercial, car la baisse de la valeur des importations n'est pas immédiate. Ensuite, progressivement, la compétitivité des importations baisse, ce qui améliore le solde commercial d'un côté. Enfin, l'amélioration de la compétitivité-prix des exportations stimule les exportations de l'autre côté.

Le théorème des élasticités critiques comporte des limites. Il surestime les élasticités d'offre. L'accroissement des exportations à la suite d'une dévaluation ne peut se réaliser que si les structures productives et commerciales sont adaptées aux marchés étrangers. En outre, il est nécessaire que l'économie nationale ait les moyens d'accroître sa production. Ce théorème néglige également le risque de tensions inflationnistes. La dévaluation entraîne des tensions inflationnistes liées à l'augmentation du prix des importations et aux anticipations inflationnistes. Aussi, il s'avère nécessaire d'accompagner la dévaluation par une politique monétaire restrictive pour que ses avantages ne soient pas altérés par l'inflation. Le théorème des élasticités critiques ne prend pas en compte les réactions des partenaires commerciaux. Ceux-ci pourraient considérer la dévaluation comme une politique commerciale agressive et réagir en conséquence, ce qui pourrait annihiler les avantages attendus de la dévaluation.

Enfin, il faut souligner que la demande ne dépend pas uniquement du prix, mais aussi des facteurs comme la qualité, l'image, etc. sur lesquels la dévaluation n'a pas d'impact direct.

Le théorème des élasticités critiques permet de saisir, en partie, le cas des pays de la Zone CFA. Ces pays sont exposés aux chocs extérieurs. Les matières premières agricoles et minières contribuent pour près de 80% aux recettes d'exportation et plus de la moitié du PIB.

Tableau 1 : Part des principaux produits dans les exportations des pays de la Zone CFA

UEMOA	
Bénin	Coton (44%) avant réexportation.
Burkina Faso	Coton, or et Karité (62%)
Côte d'Ivoire	Cacao (61%)
Guinée Bissau	Noix de cajou, de coco, du Brésil (85%)
Mali	Coton (85%)
Niger	Uranium (54%), animaux vivants (20%)
Sénégal	Pétrole raffiné (16%), dérivés du phosphore (12%)
Togo	Ciment (29%), coton (13%)
CEMAC	
Cameroun	pétrole, bois, cacao et café (84%)
Congo	pétrole, bois (94%)
Gabon	pétrole, bois, manganèse (93%)
Guinée équatoriale	pétrole, bois (97%)
RCA	coton, bois, diamant, café (87%)
Tchad	coton, gomme arabique (63%)

Source : ONU, base Comtrade, www.intracen.org, et investir en Zone franc (2002) www.izf.net.

Les cours des matières premières et ceux de leur monnaie de cotation constituent des facteurs de premier ordre dans le commerce des pays de la Zone CFA. Or, ces deux facteurs, aussi importants soient-ils, ne sont pas affectés par la dévaluation⁷⁴. Cela a pour conséquence de réduire considérablement la portée d'une telle mesure qui vise à améliorer le commerce extérieur, mais qui ne touche pas les variables les plus déterminantes de ce commerce. Selon JAQUEMOT et ASSIDON (1988), il n'y a pas de liaison économique significative entre le volume global exporté et le taux de change dans la Zone CFA. Compte tenu de la faiblesse de l'élasticité-prix des exportations, l'effet positif de la dévaluation sur la balance commerciale sera limité à court terme. La dévaluation affectera surtout les importations et une part marginale du commerce, notamment intra-africain.

⁷⁴ Une dépréciation proportionnelle du dollar au taux de dévaluation du franc CFA aurait pu remettre en cause une partie ou la totalité des avantages attendus de la dévaluation.

Tableau 2 : Cotations de quelques matières premières exportées par la Zone CFA

Produits	Place de cotation	Unités*
Café Robusta	Londres	Dollars/tonne
Café Arabica	New York	Cents/livre britannique
Sucre	Paris	Dollars/tonne
Cacao	Londres	Livres sterling/tonne
Caoutchouc	Kuala Lumpur	Cents/kg
Coton	New York	Cents/livre britannique
Or	New York	Dollars/once
Pétrole Brent	Londres	Dollars/baril
Pétrole Dubaï	Londres	Dollars/baril
Pétrole WTI	Londres	Dollars/baril

Source : Bulletin Banque de France, N° 80, août 2000.

*Un baril de pétrole correspond à près de 159 litres ; une livre pèse 0,454 Kg ; une once pèse 31,1034768 g.

En plus, les pays de la Zone CFA se caractérisent par une forte dépendance technologique et aux produits de base. Le poids des habitudes culturelles et la rivalité mimétique influencent également la consommation. De ce fait, l'élasticité de la demande d'importation est faible. La dévaluation aurait donc pu aggraver le déficit commercial dans un premier temps (courbe en J). Les produits manufacturés fabriqués pour substituer aux importations et les produits vivriers locaux ne pouvaient donc bénéficier des effets favorables de la dévaluation en raison de l'augmentation des prix des intrants utilisés dans ces secteurs. Or, la probabilité d'une telle hausse était élevée dans la mesure où ces intrants proviennent essentiellement du commerce avec l'Europe. Ainsi, une partie ou la totalité des avantages attendus a probablement été neutralisée en fonction de la proportion de la hausse des prix des intrants.

Suivant cette analyse et au regard de ses objectifs de départ, il est possible de soutenir que la dévaluation n'était pas la meilleure mesure pour accroître le solde commercial et les recettes d'exportation consécutives. Une proportion importante des effets positifs attendus se heurte aux structures économiques particulières de ces pays. L'augmentation attendue des capitaux nécessaires à l'investissement et à la croissance économique, hormis les capitaux qui avaient fui la dévaluation, pouvait ne pas se produire en raison de l'atonie de la croissance. Cette analyse n'est pas la seule à conditionner la réussite d'une dévaluation. Celle des structuralistes la considère comme une mesure dont les effets seraient néfastes pour les pays en développement.

2. La dévaluation du point de vue des structuralistes

Les structuralistes contestent les fondements de la politique macroéconomique du FMI. L'approche monétaire de la balance des paiements est considérée comme inappropriée. Ils insistent sur la situation particulière des pays en développement. Selon eux, ceux-ci se trouvent dans des environnements complètement différents de ceux des pays industrialisés. Ils privilégient l'importance de l'offre et considèrent que les pays en développement ont une faible capacité à s'ajuster, car la nature de leur désajustement est d'ordre structurel. L'inflation n'est pas considérée comme un phénomène monétaire qui résulte d'une politique inappropriée, mais plutôt comme un goulet d'étranglement dans une période de croissance économique. De ce fait, une politique économique devrait viser à démanteler les goulets d'étranglement (les problèmes structurels) et non à réduire l'inflation et les déséquilibres au niveau de la balance des paiements.

Les structuralistes mettent un accent particulier sur les termes de l'échange des pays en développement. Ils réfutent le libre commerce entre les pays du Nord et ceux du Sud à travers la théorie de la dépendance. Selon PREBISCH (1950), les pays de la périphérie, qui sont exportateurs de matières premières, souffrent à long terme d'une tendance à la dégradation des termes de l'échange qui les maintiendrait dans un cercle vicieux de productivité et de taux d'épargne inférieurs à ceux du Nord. Pour lui, la structure du commerce extérieur est déterminée par les décisions politiques et ne peut donc être modifiée que par la volonté politique. Pour remédier à la détérioration des termes de l'échange, ils suggèrent l'adoption d'une politique économique nationale autonome, déconnectée des règles du marché international.

La dévaluation n'est pas une politique adéquate. Les industries des pays en développement fonctionnent avec des coûts de production élevés, à cause de la faiblesse des économies d'échelle, et des coûts élevés d'apprentissage. Si la dévaluation touche tous les secteurs de façon identique, elle ne pourra donc pas modifier la structure initiale des coûts comparatifs (industrie/secteur primaire). Dans la mesure où la dévaluation se traduit par une augmentation des prix des biens et services importés, la plupart des pays en développement étant dépendants des importations de biens intermédiaires ainsi que du capital pour leur processus de production, l'augmentation des prix des biens intermédiaires est pour la plupart des cas répercutée sur les consommateurs, ce qui provoque une augmentation des prix des biens et services finals. Cela pénalise les industries de substitution aux importations. A cause de l'augmentation des prix, la dévaluation est qualifiée d'inflationniste. En plus, la

dévaluation va de pair avec un problème de redistribution de la richesse, l'augmentation des prix générant une baisse des salaires réels, ce qui peut, dans de nombreux pays en développement, provoquer de graves crises sociales. Les programmes de stabilisation du FMI sont ainsi qualifiés de stagflationnistes (déficit de croissance avec des taux élevés d'inflation et de chômage) à court terme.

Les structuralistes préconisent ainsi des politiques commerciales sélectives avec des instruments comme les subventions à l'exportation, l'érection des barrières à l'importation et des taxes. Ces politiques auraient les mêmes effets que la dévaluation et seraient mieux adaptées au contexte des pays en développement. En outre, elles présentent l'avantage de ne pas toucher tous les secteurs de façon uniforme.

Les analyses présentées jusqu'ici se focalisent particulièrement sur l'impact de la dévaluation sur le commerce extérieur. Elles ne tiennent pas compte de son impact sur la dette. Or, la diminution de la dette a été largement soulignée comme l'une des principales causes de la dévaluation. Il importe donc de voir les modèles permettant de tenir compte de la dette.

3. Le modèle d'équilibre de portefeuille

Le modèle d'équilibre de portefeuille remet en cause deux hypothèses du modèle monétaire jugées simplificatrices : la parfaite substituabilité entre les titres domestiques et les titres étrangers et la négligence des effets de richesse liés au solde de la balance courante (DORNBUSCH & FISCHER, 1980).

D'après l'approche monétaire, un déséquilibre de la balance des paiements pourrait se maintenir durablement au cours du temps si à chaque période, ce déséquilibre est compensé par un flux permanent d'entrée de capitaux. Il en résulte une détérioration continue de la position débitrice du pays à l'égard de l'extérieur sans aucune conséquence intérieure. Les modèles à mobilité internationale des capitaux tentent de trouver une solution à cette limite. Ils imposent à long terme l'équilibre de la balance courante et donc l'invariance de la position créditrice vis-à-vis de l'extérieur.

A court terme, trois actifs composent la richesse financière des agents du secteur privé : la monnaie, les titres domestiques (surtout la dette gouvernementale) et les titres étrangers (les créances nettes détenues par les résidents sur les non résidents). Dans ce modèle, l'ajustement du compte courant s'effectue *via* la mobilité internationale des capitaux.

Un surplus de la balance courante se traduit par un déficit de la balance du capital, entraînant une augmentation de l'endettement de l'économie étrangère auprès de l'économie nationale.

Une dépréciation de la monnaie nationale se traduit par une augmentation de la valeur des titres étrangers exprimés en monnaie nationale. Cela entraîne une augmentation de la richesse totale des agents. L'accroissement de la richesse totale entraîne une hausse de la demande de monnaie et des titres domestiques afin de rééquilibrer le portefeuille. Ce phénomène a deux effets immédiats : d'abord une augmentation du taux d'intérêt pour maintenir l'équilibre sur le marché monétaire, car la demande de monnaie augmente et une baisse du taux d'intérêt sur le marché des titres pour maintenir son équilibre, en effet, sur ce marché la demande augmente également.

Dans ce modèle, la dévaluation, au même titre que la dépréciation, entraîne l'apparition de plus-values sur la richesse financière des agents privés évaluée en monnaie nationale et de moins-values sur la richesse réelle. La richesse nominale augmente, mais moins que proportionnellement aux prix des produits importés en monnaie domestique. L'augmentation de la richesse nominale correspond à une baisse de la richesse réelle, ce qui entraînera des réajustements de portefeuille par la baisse des détentions réelles d'actifs. A la suite de la vente des actifs internationaux, la dévaluation entraîne des entrées de capitaux. Les dépenses réelles baissent avec la richesse réelle, ce qui entraîne une amélioration de la balance commerciale et de la balance courante. Le solde courant positif va au cours du temps entraîner une augmentation de la richesse nominale, une augmentation des achats des titres internationaux, de la détention d'encaisse monétaire jusqu'à ce que l'ensemble des grandeurs nominales exprimées en monnaie domestique s'accroissent finalement dans la même proportion que le prix des produits en monnaie domestique. Au final, toutes les grandeurs réelles retrouvent leur niveau d'avant la dévaluation (neutralité).

A court terme, la dévaluation entraîne un appauvrissement réel du fait de la baisse du pouvoir d'achat des encaisses monétaires, un réaménagement du portefeuille intervient au détriment des avoirs en actifs internationaux d'où des entrées de capitaux et une amélioration de la balance courante. Avec le temps, la richesse se reconstitue pour retrouver la situation d'équilibre de long terme.

Les effets de la dévaluation peuvent être observés sur plusieurs variables dans ce contexte :

- elle augmente le prix des biens importés et réduit le pouvoir d'achat ;
- elle augmente la dette publique, les emprunts étant effectués en devises ;
- elle améliore le solde commercial, mais les termes de l'échange se détériorent.

Cette analyse montre que la dévaluation du franc CFA devait entraîner une chute du pouvoir d'achat dans la mesure où ces pays importent non seulement des biens de première nécessité comme le riz, mais aussi des biens intermédiaires, des biens d'équipement, etc. De plus, il n'existe pas de mécanisme d'indexation des salaires (MONGA & TCHATCHOUANG, 1996). Les salariés pouvaient supporter les coûts de l'ajustement. L'un des objectifs des PAS étaient de réduire la part des salaires dans les dépenses publiques, ce qui n'était possible que par une réduction des effectifs de la fonction publique ou par une baisse des salaires. Compte tenu de l'impopularité de ces deux options pour les autorités publiques, la dévaluation a été considérée comme une alternative. Le coût de la main-d'œuvre était dans un rapport de 1 à 9 entre le Nigeria et le Cameroun (HUGON, 1999, p. 98). La dévaluation visait donc à rapprocher les salaires de la productivité moyenne du travail.

La dette extérieure des pays de la Zone CFA est passée de 25 milliards de dollars en 1985 à 48,6 milliards de dollars en 1993, soit une croissance de 94%⁷⁵. Toutes choses égales par ailleurs, une dévaluation de 100% aurait pu entraîner une augmentation de 100% du montant en monnaie nationale nécessaire au remboursement de la dette extérieure. Cependant, la cotation de la dette en dollar ne permet pas de faire un tel raisonnement mécanique puisque le dollar fluctue vis-à-vis du franc français et, donc, du franc CFA. Néanmoins, le poids de la dette en monnaie nationale devait augmenter. Selon cette approche, la dévaluation devait se traduire par une amélioration du solde courant des pays de la Zone CFA, une détérioration des termes de l'échange c'est-à-dire que ces pays auraient eu besoin d'exporter davantage pour maintenir le pouvoir d'achat des recettes d'exportation. Le modèle d'équilibre de portefeuille montre aussi que la dévaluation pouvait permettre le rapatriement des capitaux évadés, mais qu'elle serait neutre à long terme.

L'analyse des effets de la dévaluation peut être complétée par les modèles qui mettent l'accent sur l'inertie des courants commerciaux. Ces modèles peuvent être à double tranchant, car pouvant être interprétés dans un sens comme dans l'autre.

4. L'ambivalence des modèles qui mettent l'accent sur le phénomène d'hystérèse

Les modèles qui insistent sur l'inertie des courants commerciaux peuvent avoir une double interprétation. Selon ces modèles, une entreprise, qui n'est initialement pas exportatrice, peut suite à une forte appréciation de la monnaie du pays étranger, être incitée à exporter vers ce pays. Cette entreprise prend la décision d'exporter à partir du moment où la

⁷⁵ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1994, p. 25.

rentabilité à l'exportation consécutive à l'appréciation du change dépasse le coût d'entrée sur le marché étranger. Toutefois, cette décision occasionnera des coûts irrécupérables d'entrée et de maintenance. Une fois le taux de change revenu à son niveau initial, l'entreprise restera sur le marché étranger et ne le quittera pas rapidement. C'est le phénomène d'hystérèse. Celui-ci est lié à l'importance des coûts irrécupérables et de maintenance. L'entreprise ne quittera le marché étranger que lorsque le taux de change se dépréciera plus que le coût de sortie. Il en résultera qu'une faible modification de la parité peut avoir des effets de long terme (BALDWIN, 1986 ; BALDWIN & KRUGMAN, 1989). Ce phénomène a deux conséquences. La première est que les entreprises étrangères déjà présentes dans la Zone CFA seront peu enclines à abandonner leur part de marché suite à une modification de parité d'autant plus que des techniques de couverture contre la volatilité du taux de change existent. Cela aura comme impact le maintien à long terme de la structure des flux commerciaux malgré la dévaluation. En plus, les entreprises ne réagissent pas immédiatement face à la volatilité des taux de change. Elles adoptent une attitude attentiste. Cette analyse montre aussi que la modification de la parité pourra inciter les entreprises de la Zone CFA à conquérir des parts de marché et ceci pas seulement pour une courte période. La dévaluation peut donc être une mesure dont les effets peuvent s'étendre sur une longue période.

La portée du concept d'hystérèse est cependant limitée pour les pays de la Zone CFA, en raison de la structure de leurs exportations. Une telle manière d'analyser la rentabilité des exportations cerne surtout les entreprises du secteur secondaire et tertiaire. La profitabilité des produits agricoles et miniers exportés par la Zone CFA ne dépendent pas uniquement du taux de change, mais aussi des cours de ces produits sur les marchés boursiers internationaux et des coûts de production. Ces aspects échappent à ce modèle. En effet, l'appréciation des cours d'une monnaie peut être plus que compensée par une forte dépréciation des cours boursiers des matières premières. Ensuite, les coûts de production internes n'ont pas de lien direct avec les cours des devises internationales. Enfin, la décision d'exporter qui s'accompagne de réalisation des coûts irrécupérables concerne moins le secteur primaire que le secteur secondaire.

Au final, il faut souligner que la plupart des modèles sont ambigus sur les effets positifs de la dévaluation. Ils reconnaissent ses effets bénéfiques, mais aussi ses effets pervers, ce qui nécessite que la dévaluation soit accompagnée par un ensemble de mesures visant à atténuer ses effets négatifs. Compte tenu de ces ambiguïtés, d'autres pistes peuvent être explorées pour cerner les autres raisons de la dévaluation.

B. Au-delà des considérations théoriques...

Outre les objectifs mis en avant, d'autres arguments ont été avancés pour justifier la dévaluation. Ceux-ci font référence à la question de la surévaluation du franc CFA (a) et des arguments de nature politique et financière (b).

a. La controverse autour de la surévaluation du taux de change du franc CFA

La question de la surévaluation du taux de change du franc CFA a fait l'objet de débats. L'évaluation du taux de change s'effectue traditionnellement par la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) et par la théorie de la parité non couverte des taux d'intérêt. La première établit qu'au taux de change d'équilibre les agents économiques sont indifférents d'acheter un panier de biens dans différents pays. De ce point de vue, la valeur d'une monnaie dépend du taux d'inflation, de sa rareté et, donc, du montant des biens qu'elle permet d'acquérir. Les origines des variations du cours de change se trouvent ainsi dans les écarts d'inflation. Le pays dont l'indice des prix est supérieur à celui de son partenaire voit sa monnaie se déprécier. La théorie de la PPA comporte des limites liées à ses hypothèses restrictives : les barrières liées au commerce, les coûts des transports, l'existence des biens ne faisant pas l'objet de commerce international, etc. Selon la théorie de la parité des taux d'intérêt non couverte, le marché des changes est en équilibre lorsque les actifs libellés dans toutes les monnaies offrent la même rentabilité anticipée. A l'équilibre, le taux d'intérêt national est égal au taux d'intérêt étranger augmenté du taux de dépréciation anticipé de la monnaie nationale vis-à-vis de la monnaie étrangère (KRUGMAN & OBSTFELD, 2009). Si la rentabilité anticipée des dépôts dans la monnaie nationale est supérieure à celle des dépôts dans la monnaie étrangère, la monnaie nationale s'appréciera. Dans le cas contraire, la monnaie étrangère s'appréciera.

A ces approches traditionnelles, trois approches modernes du taux de change d'équilibre existent : macroéconomique, le taux de change d'équilibre fondamental (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate*) et le taux de change d'équilibre désiré (*Desired Equilibrium Exchange Rate*), économétrique, le taux de change d'équilibre comportemental (*Behavioural Equilibrium Exchange Rate*) et dynamique, le taux de change d'équilibre naturel (*Natural Real Exchange Rate*)⁷⁶.

⁷⁶ Pour plus de détails sur ces questions, voir BOUVERET & STERDYNIK, (2005) et DRIVER & WESTWAY (2004).

Le taux de change d'équilibre fondamental a été proposé par WILLIAMSON (1985). Cette approche est basée sur le moyen terme. L'économie est supposée être en équilibre interne (plein emploi) et en équilibre externe (solde courant). Un pays doit dévaluer sa monnaie, toutes choses égales par ailleurs, s'il se trouve dans une situation de déséquilibre interne (chômage) ou s'il fait face à un déséquilibre excessif de son compte extérieur. Williamson propose que la politique budgétaire soit utilisée pour atteindre l'équilibre interne et la politique de change pour atteindre l'équilibre externe. Le *Desired Equilibrium Exchange Rate* (DEER) a été développé par ARTIS et TAYLOR (1993) et vise à rendre compte du taux de change d'équilibre en fonction des niveaux désirés de solde courant et de l'emploi.

L'approche économétrique du taux de change, le *Behavioural Equilibrium Exchange Rate* (BEER) a été proposée par CLARCK et MACDONALD (1997). Elle ne cherche pas à expliquer théoriquement la détermination du taux de change, mais vise à rendre compte de son évolution empirique. Enfin, le *Natural Real Exchange Rate* (NATREX) a été présenté par STEIN et ALLEN (1997). Il se définit comme le taux de change qui assure l'équilibre de la balance des paiements en absence de facteurs cycliques. A court terme, le NATREX dépend des fondamentaux (f) du stock d'actifs nets (a) et de facteurs cycliques et spéculatifs de court terme (c) :

$$q_t = q_t(f, a, c)$$

A moyen terme, il dépend des fondamentaux et du stock d'actifs nets :

$$q_t = q_t(f, a)$$

A long terme, il dépend uniquement des fondamentaux :

$$q_t = q_t(f).$$

Dans la pratique, la mesure du taux de change se fait couramment par le taux de change effectif réel (TCER). Celui-ci est censé rendre compte de l'évolution des coûts de production des biens faisant l'objet de commerce international dans un pays donné. Puisque le prix des biens échangeables est déterminé sur les marchés internationaux, un excès de leurs coûts de production ne peut résulter que d'une distorsion dans la structure interne des prix : le prix des facteurs de production et des biens non échangeables. Ces prix dépendent de la politique intérieure du pays. S'ils sont trop élevés par rapport aux prix des biens échangeables, il en résulte une perte de compétitivité de l'économie nationale. L'utilisation du TCER comme indicateur de compétitivité dépend des indices de prix utilisés, du choix des pays étrangers retenus pour faire la comparaison et de l'année de référence.

Le taux de change effectif nominal est donné par la formule suivante :

$$TCEN = \sum_{i=1}^k \left(\frac{T_{in}}{T_{io}} \right) * W_i * 100$$

T_{in} : nombre d'unités de devises du pays partenaire ($i=1, \dots, k$) par unité de monnaie nationale à la période n (et T_{io} : le même prix à l'année de base) et W_i le poids relatif du pays étranger i dans les échanges du pays considéré en moyenne sur la période.

Le TCER est donné par :

$$TCER = TCEN * \left(\frac{P_c}{P_{ce}} \right)$$

P_c : indice des prix à la consommation dans le pays.

P_{ce} : indice des prix à la consommation dans le pays étranger.

Le TCEN donne la valeur de la monnaie nationale par rapport à un panier de devises. Une augmentation du TCER sans modification du TCEN correspond à une perte de compétitivité-prix⁷⁷.

La surévaluation du taux de change n'a pas affecté tous les pays de la Zone CFA au même moment et de la même manière. Les périodes de surévaluation dans un pays donné peuvent correspondre à des périodes de sous-évaluation dans d'autres. La surévaluation peut s'expliquer par plusieurs facteurs : l'inflation, la dépréciation du dollar et les dévaluations compétitives. La question de la surévaluation du taux de change dans la Zone CFA a été très controversée⁷⁸. L'appréciation des francs CFA entre 1985 et 1994 résultait de l'appréciation de 70% du franc français par rapport au dollar et de la détérioration des termes de l'échange (-40% entre 1985 et 1992)⁷⁹. Elle était estimée à 50% en moyenne en terme de monnaie intérieure avec des écarts de 25% pour les petites économies et de 60% pour les plus grandes. D'après le FMI, le degré de surévaluation était de 28% en 1990⁸⁰. La surévaluation touchait différemment les pays : 50% pour le Niger, 30% pour la Côte d'Ivoire et 37% pour le Cameroun⁸¹.

⁷⁷ DELAGE et MASSIERA, 1994, pp. 97-98 ;

⁷⁸ Voir DELAGE et MASSIERA (1994) ; SEMEDO et VILLIEU (1997).

⁷⁹ HUGON (1999), p. 105.

⁸⁰ Ibid., p. 105.

⁸¹ Ibid., p. 105.

Tableau 3 : Evolution des TCER dans la Zone CFA*

	1980/1990-91 En %	1981-86/ 1987-91
BENIN	10,8	-12,2
BURKINA FASO	10,3	-5,7
COTE D'IVOIRE	2,8	-20,8
MALI	10,8	-9,2
NIGER	28,6	4,3
SENEGAL	-4	-14,0
TOGO	9,7	-4,7
CAMEROUN	-18,4	-27,1
CONGO	-9,2	-6,7
GABON	7,8	-19,2
CENTRAFIQUE	9,1	1,4
TCHAD	10,7	5,6
ZONE FRANC		-8,0
HORS ZF		49,9

Source : HUGON, 1999.

* La hausse en % du TCER signifie une dépréciation.

En revanche, COLLANGE et PLANE (1994) trouvent des résultats différents selon les années. D'après leurs résultats, les TCER ont connue une fluctuation depuis les années 70, dont l'ampleur est moins marquée au début des années 90. Les prix relatifs de deux paniers de biens comparables consommés dans la Zone CFA et dans ses principaux pays fournisseurs sont restés stables. La dépréciation du taux de change effectif réel sur la période 1985-90 aurait été de 13,4% pour l'UMOA et de 6,2% pour la Zone d'émission de la BEAC.

Tableau 4 : Taux de change effectifs réels dans la Zone CFA (base 100 en 1970)

	1975	1980	1985	1990
BENIN	101,4	100,4	72,8	68,1
BURKINA	95,2	90,2	81,1	71,7
CAMEROUN	111,2	110,9	106,8	120,6
CENTRAFIQUE	96,1	117,5	118,7	112,6
CONGO	98,5	93,4	94,5	89,4
COTE D'IVOIRE	96	125,3	95,6	98,5
GABON	112,4	125	114,2	113,9
MALI	101,5	92,7	86	81,6
NIGER	97,6	114,2	99,5	54,8
SENEGAL	128	105,8	110,6	75
TCHAD	93,9	88,2	70	98,2
TOGO	106,1	102,8	84,6	77,8

Source : COLLANGE et PLANE, 1994.

Compte tenu de ces résultats beaucoup moins alarmants, HUGON (1999) écrit qu'il n'y avait pas eu d'augmentation des prix nationaux par rapport aux prix mondiaux justifiant une dévaluation. D'autres auteurs partagent le même point de vue. « *Finally it is manifeste qu'il est difficile de rapporter une preuve claire de la surévaluation du franc CFA, et donc d'en déduire une dévaluation. Toutefois, le problème peut être posé différemment et*

l'on peut légitimement s'interroger sur ce que l'on peut s'attendre d'une dévaluation pour les pays de la Zone Franc, en posant la problématique de la dévaluation entendue comme un outil de politique économique » (DELAGE & MASSIERA, 1994, p. 105). Ces derniers avancent aussi des arguments logiques en soulignant que, dès le départ, la valeur du franc CFA n'était pas liée à celle de ses économies sous-jacentes. Le taux de change du franc CFA vis-à-vis du franc français est de ce fait « congénitalement » arbitraire. La recherche d'un taux de change d'équilibre serait alors « irrelevante » (ibid., p. 105)⁸². L'ensemble de ces remarques confirment le point de vue de LELART (2003) qui considère la dimension politique comme première dans l'histoire de la Zone CFA.

En somme, la question de la surévaluation du franc CFA était fortement controversée. Les études réalisées à l'époque étaient loin d'être consensuelles. En outre, la recherche d'un taux de change d'équilibre du franc CFA par rapport au franc français, qui tient compte des fondamentaux économiques, a rarement constitué une préoccupation de premier plan. Cela n'est-il pas justement la raison d'être des *comptes d'opérations* qui visent à atteindre en même temps le choix politique de la stabilité, mais aussi la nécessité pratique de faciliter les transferts avec la métropole ? Ces observations appellent à regarder les autres motifs, en l'occurrence les motifs politiques et financiers avancés pour justifier la dévaluation.

b. Les motivations politiques et financières de la dévaluation

La dévaluation s'explique avant tout par la volonté de la France, pour une raison ou une autre, de se positionner derrière les institutions de Bretton Woods au risque de faire imploser la Zone CFA. La « doctrine BALLADUR » ou la « doctrine d'Abidjan » prononcée en septembre 1993 confirme cet argument. Elle stipule que l'aide française sera désormais conditionnée à la conclusion d'accords avec les institutions de Bretton Woods. Selon BALLADUR, l'aide française, dans la mesure où elle sert à financer les dépenses de fonctionnement, évite le pire, mais elle ne prépare pas l'avenir. Il déclare : « *Mais nous ne pourrions plus intervenir si certains pays préfèrent rester à l'écart de la communauté financière internationale et des règles de la bonne gestion* »⁸³.

Des arguments d'ordre financier et politique peuvent être associés à cette doctrine. Le plus important d'entre eux semble être l'argument financier et se réfère à l'aide française pour les pays de la Zone CFA. Cette aide représente, en effet, 40% de l'aide totale reçue, soit 9,5

⁸² Ils reprennent en fait les propos de ENGELHARD & BEN ABDALLAH, 1989.

⁸³ Voir Le Monde du 23/09/1993, p. 18.

milliards de francs français en 1992⁸⁴. Elle était considérée comme peu efficiente dans un contexte macroéconomique et financier détérioré, car une part de celle-ci servait à assurer les dépenses de fonctionnement (surtout à régler les salaires des fonctionnaires) et à rembourser les emprunts auprès des institutions de Bretton Woods. Le Trésor français avait tout intérêt que les pays de la Zone CFA redeviennent solvables pour éviter le recours accru aux *comptes d'opérations* (MARCHAND, 1998 ; HUGON, 1999). La France garantit *in fine* l'équilibre de la balance des paiements des pays de la Zone CFA. « *C'est bien cela la portée de la garantie qu'apporte l'Etat français à la convertibilité du franc CFA : quand il n'y a plus assez de devises dans les pays de la Zone franc pour assurer les règlements extérieurs, c'est le Trésor français qui les fournit* » (MARCHAND, 1998, p. 686). Sans accord avec le FMI, les grands pays de la Zone avaient des déficits pris en charge par la France. Puisqu'il est difficile pour la France d'exiger, en contrepartie de son soutien financier, des réformes aussi impopulaires qu'est la baisse des salaires, ou la baisse des effectifs de la fonction publique ou des augmentations d'impôts, elle a décidé de se positionner en arrière-plan en conditionnant strictement son soutien financier à l'existence d'un programme d'ajustement soutenu par le FMI. Cet argument peut être considéré comme la dimension financière de « la doctrine d'Abidjan ». Autrement dit, la France a préféré laisser faire les institutions de Bretton Woods afin que ses propres interventions financières ne soient pas répétitives. Il s'agissait d'éviter l'aléa de moralité associé à la garantie française. En effet, contrairement aux autres pays, la balance des paiements ne sert pas d'instrument de négociation des politiques d'ajustement pour les pays de la Zone CFA, puisqu'elle est dans ce cas un poste sans contrainte, financé par le Trésor français, mais le tableau des opérations financières des Etats (TOFE)⁸⁵.

En outre, au début de la décennie 90, l'Europe a eu également à faire face à la crise du système monétaire européen (SME). Le franc français a fait l'objet d'attaques spéculatives. La France a dû largement puiser dans ses propres réserves pour défendre le franc français. Au cours de la réunion d'Abidjan, le Ministre de l'économie, Edmond ALPHANDERY a d'ailleurs évoqué l'état des finances publiques de la France qui ne permettait pas d'augmenter l'aide financière aux pays de la Zone CFA⁸⁶. La France a par ailleurs obtenu le soutien financier de l'Allemagne. Un tel contexte n'était pas propice à une augmentation de son propre soutien financier en faveur des pays de la Zone CFA. Aussi, le retour à l'excédent des

⁸⁴ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1993.

⁸⁵ L'auteur évoque à cet effet l'aide française à l'ajustement (MARCHAND, op., cit., p. 687).

⁸⁶ Voir *Le Monde* du 23 septembre 1993, p. 18.

comptes d'opérations était-il devenu un élément important de la coopération monétaire franco-africaine⁸⁷.

Des arguments d'ordre politique ont été également avancés. L'acceptation de la dévaluation par la France montrait qu'elle se situait en deuxième ligne derrière les institutions de Bretton Woods dont le souci de rigueur se heurtait aux relations complexes entre les dirigeants africains et français. La France souhaitait, selon l'expression de Balladur, une « normalisation » ou une « banalisation » de ses relations avec les pays d'Afrique francophone, ce qui permettait un rapprochement de ceux-ci aux « normes internationales ». C'est la dimension politique de « la doctrine d'Abidjan ». Il y aurait également eu la pression des Etats-Unis pour que la France se plie aux exigences des institutions de Bretton Woods (TIANI, 2002). La dévaluation était la condition d'allègement et d'annulation d'une partie de la dette et des programmes d'aide des institutions de Bretton Woods (COUSSY, 1998). Puisque ces institutions ont conditionné leurs prêts à la dévaluation et que la France a manifesté sa volonté de les laisser faire, les chefs d'Etat des pays de la Zone CFA, sans marge de manœuvre, se sont pliés à la décision conjointe des institutions de Bretton Woods et de la France. La dévaluation a été décidée la nuit du 11/01/1994 pour être effective à partir de minuit. Bien avant, il y a eu de multiples interrogations sur le taux de dévaluation. Fallait-il adopter un taux unique ou des taux différents compte tenu des situations économiques diverses des pays de la Zone ? L'adoption de plusieurs taux de dévaluation aurait remis en cause l'intégration monétaire et le principe d'unicité de la Zone. Fallait-il dévaluer une seule fois à un taux élevé (thérapie de choc) ou au contraire opter pour plusieurs dévaluations successives (gradualisme) ? Plusieurs dévaluations successives auraient piégé la Zone dans une spirale inflationniste (DELAGE & MASSIERA, op., cit., p. 136). Suite à ces débats, le choix a été fait en faveur d'une thérapie de choc, un taux unique et élevé de dévaluation.

Une fois le franc CFA dévalué, des mesures ont été prises pour accompagner la dévaluation. Ces mesures ont eu pour but non seulement d'atténuer les effets non désirés de la modification du change, mais aussi de restaurer les grands équilibres macroéconomiques. La décision même de dévaluer pose aussi une question fondamentale qui est celle de la place de la monnaie dans la Zone CFA.

⁸⁷ Si ce raisonnement est justifié, alors il n'est plus possible d'avancer la thèse selon laquelle la France a lâché les PAZF. Confrontée à des difficultés économiques, elle a dû faire des arbitrages en fonction de ses priorités. De ce point de vue, les prêts accordés immédiatement après la dévaluation servaient de justification pour que la rupture ne soit pas brutale. Par ailleurs, il faut remarquer que les apports financiers de la France ont tendanciellement baissé contrairement à ceux des institutions de Bretton Woods, ce qui corrobore avec cette remarque.

Section 2 : Les mesures d'accompagnement et la place de la monnaie

La dévaluation du franc CFA a été réalisée conjointement avec l'approfondissement de la construction régionale. Les pays de la Zone ont élaboré des politiques budgétaires censées être compatibles avec les politiques monétaires menées par les Banques centrales afin de rendre plus viables les Unions monétaires. Dans cette optique, les mesures d'accompagnement ont été conçues avec la dévaluation. Ces mesures tiennent compte non seulement des PAS des institutions de Bretton Woods, mais aussi des politiques de convergence visant à approfondir la construction régionale. La mise en place de ces mesures a été facilitée par les apports financiers internationaux (A). La dévaluation en tant que dimension monétaire des PAS suscite une interrogation fondamentale relative à la place de la monnaie dans la Zone CFA. La réponse à cette question divise les économistes et peut donner lieu à un débat intéressant. Il s'agit de comprendre la nature de la politique monétaire et de change jusqu'à la dévaluation (B).

A. Les mesures d'accompagnement de la dévaluation

Les mesures d'accompagnement ont été élaborées dans le cadre des accords signés avec le FMI en vue de restaurer les équilibres macroéconomiques, promouvoir le développement des secteurs productifs et renforcer les institutions par le biais des réformes structurelles. Trois types de mesures peuvent être distingués : les mesures conçues dans le cadre des PAS (a), les mesures destinées à atténuer les effets négatifs de la dévaluation (b) et les mesures de convergence macroéconomique (c).

a. Les mesures conçues dans le cadre des PAS

Elles comportent deux aspects : un aspect conjoncturel basé sur la stabilisation des économies et un aspect structurel⁸⁸.

1. Pour le premier aspect, il s'agit des mesures axées sur les politiques budgétaire et monétaire. Leur objectif est de réduire les déficits budgétaires pour limiter les tensions inflationnistes issues de la dévaluation. Ces mesures visaient à préserver les avantages compétitifs de la dévaluation et à rééquilibrer la balance courante grâce à une baisse de l'absorption. Selon les PAS, la baisse des déficits publics devait provenir non seulement d'une hausse des recettes publiques, mais également d'une baisse des dépenses courantes. En ce qui

⁸⁸ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1994.

concerne les recettes, les principales mesures retenues sont les suivantes : l'élargissement de la base imposable grâce à la suppression des exemptions fiscales ; l'amélioration du recouvrement de l'impôt en augmentant l'efficacité des règles fiscales et douanières ; l'augmentation des tarifs publics et l'abaissement des subventions budgétaires aux secteurs public et privé. Les mesures ont cherché également à modifier la structure des recettes en faveur des prélèvements fiscaux ordinaires et à rendre le budget moins vulnérable aux chocs externes.

Concernant les dépenses, un contrôle strict des salaires de la fonction publique et une réduction des effectifs ont été mis en avant par le programme. La politique budgétaire devait dégager des excédents afin de permettre le remboursement de la dette extérieure et intérieure, de financer les programmes d'investissement public et des programmes sociaux (éducation, santé). Pour cela, une réorientation des dépenses vers les secteurs prioritaires et des projets à haute intensité de main-d'œuvre ont été envisagés. Les besoins de financement devaient être financés sur les ressources publiques en hausse (droits de douane, impôts et taxes). Dans cet objectif, les pays ont décidé de moduler les taxes à l'exportation surtout pour les produits agricoles et énergétiques. Les programmes ont également visé à promouvoir l'épargne et l'investissement privés.

Le but des programmes était aussi de stimuler le secteur des biens échangeables et de promouvoir le secteur agricole (premier secteur économique en termes de PIB et d'emplois). Une augmentation des prix aux producteurs entre 20 et 50% et une réduction de la fiscalité sur les filières agricoles ont été envisagées selon les produits et les pays. La dévaluation était censée permettre une redistribution des revenus des villes généralement destinés à la consommation des biens importés vers des campagnes qui produisent des biens d'exportation. D'autre part, les Banques centrales de la Zone se sont engagées à mener des politiques monétaires rigoureuses. Le contrôle des salaires et des prix de certains biens de première nécessité devait conforter les mesures visant à maîtriser les tensions inflationnistes issues de la dévaluation.

2. Quant aux mesures structurelles, elles ont visé à accroître l'efficacité économique et le retour à une croissance durable. Il s'agissait d'améliorer le fonctionnement des administrations fiscales et douanières et de restructurer les entreprises du secteur public. Les augmentations des tarifs publics devaient permettre au secteur public de revenir à l'équilibre. Les mesures structurelles visaient également à favoriser le développement du secteur privé par la mise en œuvre des programmes de privatisation, de libéralisation des prix, du commerce extérieur et des filières d'exportation. A cet effet, *le RAPPORT ANNUEL DE LA*

ZONE FRANC (1993) mentionne que la stratégie de développement est fondée sur la promotion des exportations, ce qui constitue un changement radical par rapport aux stratégies des années 70 fondées sur la substitution aux importations. La libéralisation a concerné aussi le marché du travail afin de supprimer les restrictions à l'embauche, aux licenciements, etc. Les réformes étaient censées être bénéfiques à l'agriculture et à l'environnement institutionnel. En outre, ces réformes devaient permettre le renforcement de l'intégration régionale, économique et sociale. L'intégration régionale devait, à son tour, accélérer l'élimination des barrières douanières. Elle se déroule dans le cadre de l'UEMOA en Afrique de l'Ouest et la de CEMAC en Afrique centrale. La réforme du secteur bancaire et la réhabilitation du secteur financier étaient considérées une préoccupation primordiale.

Encadré 2 : Les controverses autour du libre-échange

Contrairement à la théorie de la dépendance des structuralistes, les théories de « l'écoulement des surplus » (MYINT, 1958) et de la « croissance tirée par les produits de base » ont cherché à montrer le lien vertueux entre le commerce et la croissance. La première qui est d'inspiration smithienne repose sur l'argument que le commerce est bénéfique, car il permet de fournir de nouvelles opportunités d'emploi des ressources jusque là non utilisées. L'échange permet donc de combiner les ressources nationales avec les facteurs internationaux de production non disponibles dans le pays. Pour MYINT, cette théorie est plus appropriée pour expliquer la structure du commerce et le rôle de l'exportation des ressources naturelles dans la croissance économique des pays en développement. La croissance du commerce national expose les ressources des régions à un nouvel ensemble de prix et d'opportunité qui n'existait pas avant à cause de l'inélasticité de la demande domestique pour le bien exportable ainsi que de l'immobilité et de la spécificité des ressources. Il souligne que la vulnérabilité des pays dépend de la réorganisation de la structure de production. Celle-ci permet de faire face aux exigences de la spécialisation pour l'exportation. En revanche, la théorie de la croissance tirée par les produits de base met en avant l'idée qu'à partir du moment où une matière première est découverte, il y a expansion du bien d'exportation basée sur cette nouvelle ressource. Dans cette théorie, l'effet des exportations des matières premières sur les autres secteurs dépend de la technologie utilisée dans l'industrie d'exportation, de l'impact de la fiscalité, du partage de la production entre les facteurs étrangers et locaux et du lien entre cette industrie et le reste de l'économie.

Selon DALY (2002), les fondements de la théorie du commerce international des institutions internationales sont très critiquables. D'abord, en ce qui concerne les hypothèses, RICARDO raisonne en faisant abstraction des externalités. Les prix sont considérés comme stables. Les avantages comparatifs sont constants dans le temps. De plus, il y a une immobilité internationale du capital. Or, la situation actuelle se caractérise surtout par la mobilité internationale des capitaux. Par conséquent, le monde serait dans une situation caractérisée par l'avantage absolu smithien. Le libre-échange produirait alors des gagnants et des perdants. Il convient donc de tirer les conséquences par le biais de la répartition des gains à l'échange. Les institutions internationales font face à ce dilemme et n'arrivent pas à trancher. Elles conseilleraient le libre-échange sur la base de ces deux théories en fermant les yeux sur leur incompatibilité.

La thèse de DE BERNIS permet de trancher le débat sur le lien entre le commerce et le développement.

Selon cet auteur, le commerce permet de transformer les biens non accumulables (matières premières) en biens accumulables (biens de production). Le commerce est donc nécessaire, mais c'est le mode d'insertion de chaque pays dans le commerce international qui est en jeu.

b. Les mesures visant à atténuer les effets négatifs de la dévaluation

Les mesures destinées à atténuer les effets négatifs de la dévaluation ont ciblé ses conséquences sociales et son impact sur la dette extérieure. Au niveau social, les mesures ont cherché à réduire l'effet lié à la hausse des prix des produits primaires (par des contrôles ou subventions à l'importation), à développer l'emploi par la mise en œuvre des programmes à haute intensité de main-d'œuvre ou de formation professionnelle, à renforcer l'action des pouvoirs publics dans les domaines de la santé et de l'éducation. Ces mesures ont été majoritairement financées par les bailleurs de fonds internationaux (AID, BAD, etc.). Concernant la dette extérieure, la dévaluation devait entraîner une hausse de l'encours de la dette et son service en francs CFA, ce qui a nécessité des mesures de restructuration de la dette avec les banques commerciales (Club de Londres), les Etats (Club de Paris) et les institutions internationales. La France a décidé d'annuler 25 milliards de francs français de dette au fur et à mesure de leur échéance. Cette mesure comprend l'annulation de la dette totale pour les pays les moins avancés (6,6 milliards de francs français) et l'annulation de 50% de la dette pour les pays à revenu intermédiaire (18,4 milliards de francs français). L'Europe a annoncé, à son tour, qu'elle consentira un financement de 2,6 milliards au profit des pays de la Zone CFA afin de couvrir une partie de leurs besoins de financement. En plus, la France a envisagé de verser 10 milliards sur la période 1994-1996 dans le cadre de l'aide à l'ajustement structurel des programmes du FMI. Ce dernier s'est engagé à fournir 10 milliards de francs français sur les trois années suivant la dévaluation sous forme d'accords de confirmation ou de facilité d'ajustement structurel renforcé à des taux d'intérêt et des conditions de remboursement avantageux⁸⁹. Ces montants étaient censés permettre la restauration des équilibres de la balance des paiements et l'amélioration de la croissance. La Banque mondiale s'est engagée à fournir 14 milliards de francs français dont 8,8 dès 1994. Ces prêts étaient destinés aux problèmes d'ordres structurel, sectoriel et social⁹⁰.

⁸⁹ Taux d'intérêt de 0,5% et à rembourser sur 10 ans dont 5 ans de grâce ; ces crédits sont prioritairement réservés aux pays dont le PIB par tête ne dépasse pas 740\$.

⁹⁰ Les chiffres proviennent des *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 1993-1994.

Parallèlement aux mesures prises directement en lien avec la dévaluation du franc CFA, d'autres mesures ont été élaborées dans le cadre de la construction régionale. Ces mesures dites de convergence ont pour but de renforcer et d'approfondir l'intégration économique. Le point suivant tente d'étudier et de comprendre la portée de ces mesures, plus précisément en comparaison avec les critères européens de convergence.

c. Les mesures de convergence

De 1960 à la dévaluation du franc CFA, la coordination des politiques macroéconomiques et structurelles étaient absentes dans la Zone CFA. La crise qui a engendré la dévaluation a été l'occasion d'approfondir la coopération régionale. En plus des mesures de convergence macroéconomique, les Unions douanières ont été créées avec des tarifs extérieurs communs de 3 à 4 niveaux allant parfois jusqu'à 30% (MASSON & PATILLO, 2005). Enfin, des mesures de surveillance multilatérale ont été instaurées.

La convergence des politiques économiques est souvent considérée comme une garantie de la stabilité de la monnaie unique et, donc, de la réussite de l'intégration monétaire. La dévaluation du franc CFA a été l'occasion pour les pays de la Zone CFA de relancer la construction régionale censée permettre des réformes et de favoriser des engagements « irréversibles ». Les enceintes régionales sont censées accroître la confiance aux politiques économiques mises en œuvre en envoyant des signaux clairs. C'est pour cette raison que les traités de la CEMAC et de l'UEMOA ont défini un certain nombre de critères visant à permettre la convergence des économies de chacune des deux Zones d'émission. Ces critères inspirés, en partie, de ceux de Maastricht ont pour objectif de coordonner les politiques budgétaires afin d'éviter les types de crise qui avaient conduit à la dévaluation de 1994.

La monnaie franc CFA étant une monnaie commune, les pays qui adoptent de bonnes politiques macroéconomiques ne devraient pas payer les frais d'une mauvaise politique budgétaire d'autres pays par le biais de la monnaie unique. Dans ce contexte, l'élaboration des critères de convergence se justifie. Contrairement aux critères de Maastricht, les critères de la Zone CFA n'ont pas eu pour but d'instaurer une monnaie commune, mais plutôt de rendre plus viable la Zone CFA. A l'heure actuelle, la poursuite des politiques de convergence dans la Zone euro a les mêmes objectifs que dans la Zone CFA c'est-à-dire préserver les autres pays des conséquences des politiques budgétaires d'un pays ou des pays donnés (externalités négatives) et de permettre la soutenabilité de la monnaie unique. En effet, les dérapages budgétaires d'un ou des pays donnés sont susceptibles d'engendrer une hausse des taux et,

dans des circonstances extrêmes, une implosion de l'union monétaire. La convergence macroéconomique a pour but de rapprocher les structures économiques des différents pays membres de l'union afin d'adapter une même politique monétaire à des situations fort hétérogènes.

Encadré 3 : Les critères de convergence dans la Zone CFA

<p>UEMOA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les critères de premier rang : <ol style="list-style-type: none"> 1. le solde budgétaire de base rapporté au PIB nominal doit être ≥ 0. Ce critère est considéré comme le critère clé ; 2. le taux d'inflation annuel moyen doit être inférieur à 3% ; 3. les arriérés de paiement intérieurs et extérieurs pendant la gestion courante doivent être nuls et les stocks d'arriérés existants doivent être éliminés ; 4. le ratio de l'encours de la dette intérieure et extérieure rapporté au PIB nominal doit être inférieur ou égal à 70%. • Les critères de second rang : <ol style="list-style-type: none"> 1. Le ratio de la masse salariale sur les recettes fiscales doit être inférieur à 35% ; 2. le ratio des investissements publics financés sur ressources internes rapportés aux recettes fiscales doit être supérieur à 20% ; 3. le déficit extérieur courant, hors dons, rapporté au PIB ne doit pas dépasser 5% ; 4. les recettes fiscales doivent être supérieures ou égales à 17% du PIB nominal.
<p>CEMAC</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. le taux d'inflation annuel moyen doit être inférieur ou égal à 3% ; 2. le solde budgétaire primaire doit être positif ou nul (différence entre recettes budgétaires et dépenses courantes hors intérêts payés sur la dette extérieure) ; si le solde primaire est positif, cela indique que le pays a la capacité de faire face non seulement à ses dépenses courantes, mais également aux dépenses d'investissement et des intérêts sur la dette publique ; 3. le ratio de la dette publique totale sur le PIB nominal doit être $\leq 70\%$; 4. la variation des arriérés de paiement intérieurs et extérieurs pendant la gestion courante doit être ≤ 0.

Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC 2008.*

Les critères de la Zone CFA se différencient des critères de la Zone euro dans la mesure où les premiers portent non seulement sur la question de l'équilibre budgétaire, mais aussi sur la répartition des dépenses publiques. Par exemple, il y a une limitation de la part des salaires dans les dépenses publiques et un minimum de dépenses d'investissement devrait être garanti. La mesure du déficit budgétaire exclut les dons et les dépenses d'investissement publics financées par l'extérieur. En effet, inclure les dons pourrait donner un tableau rose des perspectives du pays pour atteindre la soutenabilité de la politique budgétaire (MASSON & PATILLO, 2005). Un plafond est spécifié pour la dette intérieure et extérieure qui ne doit pas excéder 70% du PIB. L'origine de la dette n'est pas précisée, concessionnelle ou commerciale, même si la soutenabilité de la dette pourrait dépendre significativement des charges d'intérêt. La Zone CFA, contrairement à la Zone euro, a également tenu compte du

ratio des recettes fiscales sur le PIB, considéré comme bas et du ratio de la masse salariale sur le PIB, considéré comme haut.

La prise en compte de certaines mesures rigoureuses s'explique par l'engagement des pays de la Zone CFA dans des programmes d'ajustement avec les institutions de Bretton Woods. De ce fait, la convergence macroéconomique est définie en fonction des conditionnalités du FMI (limitation de la masse salariale, réaffectation des recettes vers les dépenses d'investissement, impératif d'un solde primaire positif ou la baisse des arriérés de paiement). Par ailleurs, le mimétisme des critères de la Zone CFA avec ceux de la Zone euro a souvent fait l'objet de critiques en raison du peu d'intérêt accordé aux réalités propres de la Zone⁹¹. En effet, les instabilités des cours des matières premières et les aléas climatiques conditionnent largement la production agricole surtout dans les pays enclavés. L'UEMOA aurait pu se démarquer de l'Europe sur ce point en créant un fonds de stabilisation alimenté par tous les pays en fonction de leur poids économique, mais destinés aux pays subissant ces chocs.

La dévaluation du franc CFA, les mesures d'accompagnement et les critères de convergence s'inspirent principalement des mesures orthodoxes. La discipline budgétaire et la discipline monétaire sont devenues le maître-mot. Le changement de parité a surtout été l'occasion de faire part belle à la première dont l'existence faisait cruellement défaut. En revanche, une relative discipline monétaire a toujours existé. Puisque le courant dominant considère une politique monétaire optimale comme celle qui stabilise les anticipations des agents, la dévaluation, parce qu'elle est une forme d'activisme monétaire, constitue de ce point de vue un paradoxe? Aussi, n'est-elle pas une forme d'illusion monétaire et, comme il n'est pas possible de tromper les agents rationnels, n'est-elle pas inflationniste à court terme et neutre à long terme? Ces remarques conduisent inéluctablement à s'interroger sur la place de la monnaie dans la Zone. Il s'agit d'une question classique qui fait l'objet de contradictions selon la sensibilité des économistes. Mais elle a le mérite d'être posée ici puisqu'une véritable contradiction existe entre d'un côté la volonté de définir une politique monétaire neutre, fondée essentiellement sur des règles passives, et celle d'utiliser la monnaie par l'intermédiaire du taux de change comme le principal instrument de la politique économique et ceci même si le niveau du taux de change était par ailleurs considéré comme ne reflétant

⁹¹ Même dans les termes employés, le mimétisme est très évident. Les critères de convergence en Europe s'intitulent « pacte de stabilité et de croissance » alors que dans l'UEMOA c'est « le pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité », bien qu'aucun élément de solidarité n'y figure.

pas celui de l'équilibre. Le point suivant vise à explorer cette interrogation d'abord sur le plan théorique puis ensuite en rapport avec le contexte de la Zone CFA.

B. Aperçu théorique de la monnaie : divergences de visions entre les courants de pensée

La monnaie a fait l'objet de nombreuses études. Elle est considérée à la fois comme outil de calcul économique, intermédiaire des échanges, enjeu et symbole de pouvoir, vecteur de cohésion sociale et élément central de la politique économique. La question sur la nature et le rôle de la monnaie suscite débats et divise les économistes. Dans la Zone CFA, de l'indépendance au milieu des années 70 une certaine vision de la monnaie a prévalu. Après la dévaluation, une nouvelle orientation fait progressivement son chemin. Pour mettre en évidence ces évolutions, la vision orthodoxe de la monnaie sera analysée (a) de même que les théories alternatives à la vision dominante (b). La politique monétaire de la Zone CFA sera examinée à l'aune de ces différents courants (c).

a. Les approches orthodoxes : vision d'une monnaie neutre

La théorie de la valeur et la théorie de l'équilibre général considèrent la monnaie comme une marchandise servant d'intermédiaire des échanges. La monnaie est vue comme neutre, car elle n'affecte ni la réalité de l'échange (bien contre bien), ni l'équilibre. La démonstration la plus élégante de cette neutralité est effectuée dans le cadre de la théorie quantitative de la monnaie dont MALESTROIT serait, contrairement à l'opinion courante qui retient BODIN, un des premiers précurseurs (TORTAJADA, 1987). Selon cette théorie la monnaie n'affecte que le niveau des prix, car l'équilibre est réel. FISCHER dans *100% Money* formalise la logique quantitativiste dans l'équation des échanges : $MV = PQ$. Dans l'hypothèse d'une invariance de V et de Q, toute variation de M se répercute intégralement sur P. Cette équation fera ensuite l'objet de critiques, notamment en ce qui concerne la vitesse de circulation de la monnaie qui serait instable. Pour réhabiliter le quantitativisme sérieusement affecté par les critiques, FRIEDMAN (1969) s'attache à démontrer la stabilité de V. Dans cette entreprise, il met en avant le concept des anticipations adaptatives et conclut que la politique monétaire pourrait avoir une efficacité à court terme, mais celle-ci s'estompe à long terme pour laisser place à une situation inflationniste. Par conséquent, la meilleure politique consiste à maintenir constant le taux de croissance de l'offre de monnaie à un niveau correspondant au taux de

croissance de long terme du revenu réel pour éviter les fluctuations de court terme ; autrement dit, une politique de règle monétaire.

Considérant que la logique monétariste laissait une porte de sortie à la faisabilité d'une politique monétaire conjoncturelle, les partisans de la nouvelle économie classique ont développé de façon radicale le rôle des anticipations dans la politique monétaire (BARRO & GORDON, 1983 ; KYDLAND & PRESCOTT, 1977 ; PERSSON & TABELLINI, 1990). Ils critiquent les monétaristes pour leur concept d'anticipations adaptatives. Celui-ci est considéré comme simpliste et insuffisant. Ils développent à la place le concept des anticipations rationnelles. La Banque centrale ne peut pas surprendre les agents économiques dans la mesure où ceux-ci connaissent le vrai modèle de l'économie et déterminent au mieux et en fonction de l'information disponible, les variables futures. Si les agents anticipent correctement que la Banque centrale créera de l'inflation, ils ajustent les prix et les intérêts en fonction. Par conséquent, l'inflation n'aura pas d'effet stimulant temporaire. La seule politique de la Banque centrale qui aurait des effets est celle qui surprend les agents. Or, en moyenne, la surprise déstabilise l'économie dans la mesure où elle crée des incertitudes malvenues. Elle pourrait même empirer la situation parce qu'elle déboucherait sur une inflation plus élevée et une croissance économique plus faible. Une politique de règle monétaire serait donc la meilleure étant donné la capacité des agents à anticiper et à réagir à la politique de la Banque centrale.

Les nouveaux classiques se situent dans le cadre d'un modèle d'équilibre général walrasien⁹². L'inflation dépend du taux anticipé de la croissance de la masse monétaire. Il n'existe pas de courbe de Phillips même à court terme, car les décisions des agents dépendent des prix relatifs. La politique monétaire ne peut réduire le chômage en dessous de son niveau naturel. Elle devrait suivre une règle plutôt que la discrétion. Une politique discrétionnaire destinée à surprendre les agents est vouée à l'échec. Il s'agit de l'incohérence temporelle de la politique monétaire qui remet en cause la crédibilité des autorités monétaires. L'objet de la politique monétaire consiste désormais à construire cette crédibilité. Cela n'est possible que par une séparation institutionnelle entre la Banque centrale et les autorités politiques qui sont incités à influencer la politique monétaire pour des raisons électorales. Cette séparation peut se faire en accordant à la Banque centrale son indépendance, ce qui lui permettrait de se consacrer sur son objectif de stabilité des prix. Toutefois, cette indépendance, du point de vue

⁹² Les agents ont un comportement d'optimisation, les marchés sont à tout moment équilibrés grâce à la flexibilité parfaite des prix, les anticipations sont rationnelles et l'offre globale est fonction du prix relatif et non du niveau général des prix.

de certains auteurs, devrait être assortie d'une exigence de responsabilité. Autrement dit, la Banque centrale étant, devenue indépendante, devrait rendre compte de ses décisions politiques devant les représentants du peuple.

Par ailleurs, l'école autrichienne fonde son argumentation sur le constat que la politique monétaire discrétionnaire est une forme de *central banking*. Or, le *central banking* est tout aussi désavantageux qu'une planification centralisée. Celle-ci supprimerait les signaux donnés par les prix et les marchés aux agents économiques qui sont en mesure de les interpréter correctement. Ceci a pour implication de dévier l'économie vers un nouvel équilibre des prix. Cet équilibre, contraint par la Banque centrale, est obtenu *via* des ajustements plus longs et coûteux. Du fait du hasard, la politique monétaire discrétionnaire pourrait se traduire par des succès. Cependant, en moyenne, elle serait nuisible dans la mesure où la Banque centrale ne peut pas connaître à l'avance, ou même en rétrospective, quelle politique monétaire discrétionnaire aura des effets positifs ou négatifs (SELGIN, 1988).

Les arguments développés par ces trois écoles sont de nature différente, mais aboutissent à la même conclusion qu'est l'adoption d'une règle de politique monétaire. Si les faits paraissaient donner raison aux nouveaux classiques dans le contexte stagflationniste des années 70 où l'inflation augmentait alors même que le chômage ne se réduisait pas, l'application d'une politique monétaire fondée sur la règle s'est, en effet, révélée, dans la pratique, compliquée, voire impossible. Le gouverneur de la Banque centrale canadienne affirme à ce propos que « *Nous n'avons pas abandonné les agrégats monétaires, mais ce sont les agrégats monétaires qui nous ont abandonnés* »⁹³. En outre, le fondement même de la proposition des monétaristes a fait l'objet de critiques. Différentes questions se sont posées. Celle de l'endogénéité de la monnaie a ressurgi. Aussi, la théorie de la politique monétaire a connu une refondation (POLLIN, 2005). En effet, au début des années 90, l'avènement des règles monétaires « actives » ou « contingentes » (« les règles d'instrument », « les règles d'objectif » et le ciblage de l'inflation) constituent une véritable refondation de la théorie de la politique monétaire (POLLIN, 2005). La remise en cause du ciblage des agrégats monétaires, classés parmi « les règles passives » de la politique monétaire, n'a pas mis fin à l'adoption d'une politique monétaire basée sur la règle, mais sur des règles dites actives⁹⁴. Parallèlement, d'autres cadres analytiques ont visé à cerner la structure et, par là, le fonctionnement de l'économie. La monnaie n'est pas une marchandise comme une autre. « *Elle représente l'ensemble des règles qui traduisent la possibilité d'existence et de fonctionnement d'une*

⁹³ « *We didn't abandon monetary aggregates, they abandoned us* », cité par BLINDER (1998, p. x).

⁹⁴ Le chapitre 4 abordera ces questions en rapport avec les nouvelles réformes adoptées dans l'UEMOA.

économie décentralisée et privée » (ÜLGEN, 1995). Elle n'est pas réductible à un simple bien économique. Elle échappe à la catégorie économique essentielle, le contrat (ORLEANS, 1991).

b. La monnaie, les alternatives théoriques au courant dominant

Trois courants seront présentés. Il s'agit des approches postkeynésiennes, comprenant deux traditions différentes suivant les travaux de KEYNES et de KALECKI (1) ; ensuite, la théorie circuitiste de la monnaie (2) ; enfin, les approches régulationnistes (3).

1. La monnaie dans la tradition postkeynésienne

Puisque le courant postkeynésien se subdivise à deux sous-courants, il en résulte deux approches différentes de l'analyse monétaire. La première insiste sur la monnaie en tant qu'intermédiaire dans les échanges. Elle est issue des travaux de KALECKI. La seconde met plutôt l'accent sur la monnaie en tant que réserve de valeur. Elle fait référence aux travaux de KEYNES lui-même⁹⁵.

La démarche de KALECKI inverse la logique quantitativiste. La création de crédit résulte de la hausse des dépenses et de l'activité économique. La création monétaire est le résultat de l'embellie des affaires. La monnaie est considérée comme endogène. L'endogénéité de la monnaie ne supprime pas la contrainte de financement pour les entreprises. Le « principe du risque croissant » impose une limite au montant du financement externe et, donc, au développement de l'entreprise. Les crédits, les dépôts et le stock de monnaie s'ajustent aux demandes du secteur réel. La relation entre les secteurs réel et financier se caractérise par un rôle passif du secteur financier. Le chômage provient d'une demande agrégée insuffisante. Une relance efficace de la demande se traduit par un accroissement du crédit. Le faible niveau de l'investissement peut provenir de divers facteurs comme une faible rentabilité, un progrès technique insuffisant, etc.

En revanche, chez KEYNES (1936), le stock de monnaie est, avec l'unité de salaire, considéré comme l'une des données de l'économie. Puisque la monnaie est exogène, une variation de la demande de monnaie réagit avec l'offre de monnaie donnée et conduit à des modifications des variables comme le taux d'intérêt et le revenu dont dépend la demande de monnaie. La demande de monnaie provient de trois motifs (transaction, précaution et spéculation). Le changement dans l'un des motifs conduit au changement dans l'un des deux

⁹⁵ Voir SAWYER (2003).

autres motifs ou par une variation du stock de monnaie. Cela permet de rapprocher les faces réelle et monétaire de l'économie et de remettre en cause le raisonnement classique fondé sur la séparation entre ces deux faces. Les variations du stock de monnaie ont des effets sur le niveau du revenu et sur le niveau du taux d'intérêt. Les perturbations dans le secteur monétaire ont des répercussions sur le secteur réel. Le taux d'intérêt est donné du point de vue de la firme individuelle. Le financement est limité par le coût qu'il engendre. Les contraintes liées à la pénurie de monnaie pèsent sur le développement des entreprises. Les deux auteurs reconnaissent que le secteur financier peut contraindre le développement du secteur réel en limitant son offre de crédit au taux d'intérêt en vigueur.

2. Les approches circuitistes de la monnaie

Il existe différentes théories du circuit monétaire. Celles-ci trouvent leurs origines chez les auteurs comme QUESNAY, WICKSELL, SCHUMPETER⁹⁶. Selon LAVOIE (1987), les idées principales des circuitistes sont au nombre de 4 :

- la considération selon laquelle il existe une hiérarchie des agents dans le circuit économique ;
- toute production fait l'objet d'un financement initial et d'un financement définitif distincts ;
- la monnaie est considérée comme endogène et elle est une monnaie de crédit ;
- Il existe des lois macroéconomiques différentes des relations microéconomiques et surtout en ce qui concerne l'égalité entre l'épargne et l'investissement.

Selon PARGUEZ (2003), la théorie du circuit définit la monnaie en fonction de la réalité de l'économie et de son mode de production. Ce dernier comprend l'ensemble des institutions qui régissent la production et la répartition entre la consommation et l'accumulation. La création monétaire permet aux entreprises d'atteindre leurs objectifs d'accumulation privée et à l'Etat son objectif de production des biens collectifs. La monnaie créée est immédiatement dépensée pour réaliser la valeur de la production privée et collective : cette phase correspond à celle du flux du circuit. Une fois que la valeur globale est effectivement réalisée, la monnaie créée perd sa raison d'être et doit être détruite. Cette

⁹⁶ Pour un historique du circuit monétaire chez QUESNAY, voir FESSARD (2009). Les circuits de WICKSELL ont été analysés par CHAMCHEIV (2010). Voir SCHUMPETER (2000), *Théorie de la monnaie et de la banque*, Tome I, L'Harmattan, Paris ; SCHUMPETER (2005), *Théorie de la monnaie et de la banque*, Tome II, L'Harmattan, Paris.

dernière phase est celle du reflux. L'Etat assure la convertibilité entre sa monnaie créée et celle des banques et son pouvoir monétaire explique l'existence de la Banque centrale.

Selon PARGUEZ, la monnaie ne permet pas de conserver la valeur. L'économie capitaliste fonctionne d'autant mieux que la préférence pour la liquidité tend vers zéro, que le risque d'inflation est faible. La Banque centrale fixe le taux d'intérêt en vue d'atteindre son objectif de stabilité des prix de production. Elle tente de maîtriser l'inflation qui échappe au contrôle des banques. Elle renforce la pression sur les entreprises en obligeant les banques à élever leur taux d'intérêt.

Les entreprises ne peuvent conserver un profit sous forme monétaire que si le déficit budgétaire est assez élevé pour faire apparaître un profit supérieur à l'investissement. Elles réconcilient toujours leur objectif d'accumulation avec celui des banques en fixant le montant des salaires, le taux de salaire et de l'emploi. C'est la raison pour laquelle le chômage est considéré comme l'état « naturel » du capitalisme. Quel que soit le niveau du taux d'intérêt, les entreprises en rationnant l'emploi, peuvent atteindre leur objectif de profit. De ce point de vue, le taux d'intérêt n'a pas d'effet sur l'investissement. Pour un niveau donné du taux d'intérêt, toute hausse du taux de rendement entraîne une baisse du taux de salaire. La hausse des taux d'intérêt se traduit aussi par une baisse du taux de salaire. Pour un niveau donné d'investissement, de taux d'intérêt, de taux « normal » de profit, il y a toujours un niveau de déficit qui permettrait le plein-emploi. Le « déficit d'équilibre » n'a aucun effet sur le niveau des prix.

3. Les approches régulationnistes de la monnaie

Les régulationnistes considèrent la monnaie comme une « institution ». Ces auteurs s'éloignent de la conception individualiste et soulignent la dimension collective. La nature conventionnelle de la monnaie est soulignée aussi bien que le lien qu'elle forge entre les membres d'une société. Selon ce courant, l'ordre économique ne peut exister sans un ordre juridique et moral. Ce sont les lois qui, en se substituant à la force et à la violence, assurent la cohésion de la société. Les valeurs de justice et de liberté individuelle vont de pair avec l'analyse de l'économie de marché. C'est dans ce cadre qu'est posé le primat de la monnaie dans les relations sociales. La monnaie fait partie des institutions sociales qui servent de bien public. Au même titre que les lois ou le code moral, elle contribue à la liberté des individus, car en son absence l'allocation des ressources se ferait d'une manière arbitraire. Instrument de liberté, la monnaie peut aussi faire l'objet de manipulation de la part de l'Etat.

AGLIETTA et ORLEANS (1984) ont approfondi cette analyse en insistant sur le rôle fondateur de la monnaie dans la cohésion sociale. La monnaie exerce un rôle de médiateur entre les individus. Elle est donc un moyen de socialiser la violence que font naître les rapports d'échange. Elle doit donc rester en dehors de la sphère privée pour jouer convenablement son rôle. L'intervention publique doit consister à promouvoir l'organisation monétaire et à renforcer la confiance à la monnaie. L'Etat est le garant de la qualité du système monétaire et donc de la confiance donnée à la monnaie.

Il arrive que la monnaie cesse d'être une institution et devient elle-même un enjeu de rivalité à travers lesquelles chaque individu cherche sa propre identité dans l'imitation du désir de l'autre. Ces rivalités conduisent au désir d'accaparement de richesse et donc à la violence. La recherche éperdue de liquidité et de thésaurisation peuvent déboucher sur la crise monétaire. La question de la confiance à la monnaie est ainsi posée. La monnaie doit inspirer confiance sinon les individus la rejettent. A cet effet, elle doit recevoir des « garants symboliques » qui lui apportent une forme de légitimité.

Au final, les théories monétaires constituent un champ d'analyse vaste et riche permettant de comprendre les problèmes de la Zone CFA. Les approches orthodoxes de la monnaie ont souvent été utilisées comme remèdes face aux crises et ont servi de base à la politique monétaire. Les autres approches permettent de saisir, du moins en partie, la particularité de la monnaie et de proposer des éléments explicatifs permettant de combler une partie des lacunes du courant dominant. Une analyse de la situation des pays de la Zone CFA à la lumière de ces théories peut se révéler fructueuse. Elle permet de saisir la doctrine régissant la mise en œuvre de la politique monétaire dans une perspective historique.

c. Quelle doctrine monétaire dans la Zone CFA ?

La politique monétaire appliquée dans la Zone CFA du milieu des années 70 jusqu'à la dévaluation s'inspire des approches orthodoxes, même si certaines dispositions des statuts des Banques centrales laissent une large possibilité de création monétaire par le crédit. Cela dénote aussi de l'évolution historique de cette Zone. La volonté de mettre en œuvre une politique quantitative de la monnaie est surprenante dans un contexte de refondation de la théorie de la politique monétaire⁹⁷. Pour mieux cerner cette question, il convient de revoir les fondements de la politique monétaire dans la Zone CFA.

⁹⁷ La mise en place de la programmation monétaire dans la Zone d'émission de la BEAC est intervenue en 1991. A cette date, le constat d'échec du ciblage des agrégats monétaires était évident. Certains pays (Nouvelle-Zélande et Canada) venaient de passer au ciblage de l'inflation.

L'orientation de la politique monétaire des pays de la Zone au lendemain de leur indépendance accordait une large part au financement du développement⁹⁸. L'instrument central de cette politique était le réescompte. Dès la réforme de 1975, le Conseil des Ministres de l'UMOA a adopté les « *directives de politique générale de la monnaie et du crédit* ». « *Il s'agit d'un contrôle quantitatif, celui de la quantité de monnaie dans l'économie* » (BCEAO, 2000). Cette réforme a été adoptée, car la politique monétaire basée sur le réescompte n'aurait pas permis de contrôler la croissance globale du crédit et de la liquidité. En outre, hormis le financement du secteur agricole, elle n'aurait pas exercé d'effets significatifs sur la répartition du crédit à court terme entre les différents secteurs de l'économie. Ainsi, la logique quantitativiste avec la mise en place de la programmation monétaire était considérée comme celle à même de résoudre ces difficultés. La réforme visait à opérer une distribution sélective du crédit par secteur d'activité et par bénéficiaire. Ce volet était qualifié de la « *politique sectorielle du crédit* ». Le crédit était orienté vers les activités que chaque Etat souhaitait encourager dans le cadre de sa politique économique. Les comités nationaux de crédit ont été appelés à établir une liste des priorités sectorielles que les banques sont invitées à favoriser dans l'octroi de leurs crédits non saisonniers. Les comités nationaux avaient la possibilité de fixer les coefficients sectoriels que les banques étaient tenues de respecter. La réforme comportait aussi un volet qualitatif, en ce sens qu'elle visait à favoriser le financement des activités productives et la promotion des entreprises africaines⁹⁹. Elle prévoyait la création d'un marché monétaire.

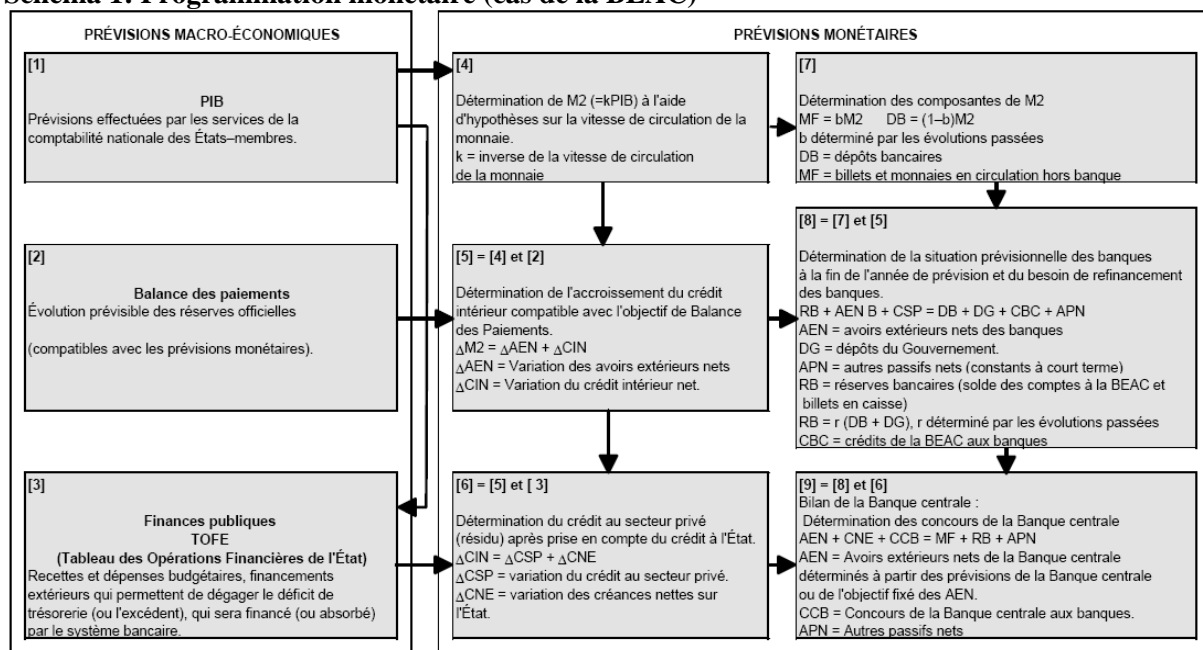
Cependant, il convient de noter que le cœur de cette réforme est la programmation monétaire. Celle-ci consiste à déterminer le montant du crédit que la Banque centrale est susceptible d'accorder aux Trésors nationaux, aux établissements bancaires et financiers compte tenu de l'évolution attendue des agrégats dits « réels » (PIB, finances publiques, balance des paiements), des agrégats dits « monétaires » (masse monétaire et ses contreparties) et les objectifs d'avoirs extérieurs. Sa mise en œuvre obéit à deux étapes. La première étape consiste à faire des prévisions macroéconomiques. Il s'agit d'estimer l'évolution du PIB en valeur, des finances publiques (le tableau des opérations financières des Etats) et de la balance des paiements. La prévision des finances publiques est faite avec les services financiers nationaux. Les recettes, les dépenses et les financements extérieurs attendus permettent de dégager le besoin (l'excédent) de trésorerie des Etats qui devra être financé (absorbé) par le système bancaire. Les prévisions des balances des paiements

⁹⁸ Cette question a été analysée dans le chapitre 1.

⁹⁹ Certains de ces aspects existaient déjà avant cette réforme.

permettent de connaître l'évolution prévisible des réserves de change. Les avoirs extérieurs nets et le crédit au gouvernement sont soit des objectifs, soit des contraintes. Le rapport entre les avoirs extérieurs nets et les engagements monétaires à vue des Banques centrales doit être supérieur ou égal à 20%. La politique monétaire doit respecter ce ratio. Le financement des Trésors nationaux doit se limiter à 20% du montant des recettes fiscales ordinaires (UEMOA) ou des recettes budgétaires fongibles (CEMAC). Cette exigence constitue plutôt une contrainte.

Schéma 1: Programmation monétaire (cas de la BEAC)



Source : RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 1994, p. 79.

La deuxième étape de la programmation monétaire vise à faire des prévisions monétaires. Celles-ci portent sur la masse monétaire, les avoirs extérieurs nets, le crédit intérieur et le refinancement de la Banque centrale. Puisque la masse monétaire est déterminée par le PIB et les avoirs extérieurs nets par la balance des paiements, il devient possible de déterminer le crédit intérieur net. Celui-ci comprend le crédit aux gouvernements et le crédit au secteur privé. Le tableau des opérations financières des États permet de déterminer le crédit aux gouvernements. Ainsi, le crédit au secteur privé est déterminé de façon résiduelle. Il est considéré comme la variable sur laquelle les Banques centrales peuvent agir compte tenu des valeurs données des autres variables.

Le montant du refinancement de la Banque centrale est ensuite déterminé en fonction de la situation du système bancaire. Les composantes de la masse monétaire sont déterminées

en tenant compte du comportement « habituel » des agents économiques c'est-à-dire, en appliquant à la masse monétaire un coefficient qui fournit la part des billets et de la monnaie bancaire.

Les avoirs extérieurs nets, les crédits nets à l'Etat, les crédits à l'économie, les dépôts bancaires et les réserves des banques à la Banque centrale étant estimés, le besoin de refinancement à la Banque centrale est obtenu par différence. Ce besoin doit être revu avec le montant du crédit aux banques antérieurement déterminé à partir de la situation résumée de la Banque centrale. La programmation monétaire respecte les engagements des Etats avec le FMI¹⁰⁰.

Selon GERARDIN (1989), sous l'effet du second choc pétrolier, la politique du crédit est devenue davantage restrictive. Des objectifs quantitatifs plus précis ont été fixés en collaboration avec les institutions de Bretton Woods. Ils faisaient l'objet d'une révision annuelle. Cette politique aurait entraîné une baisse du crédit à l'économie et des refinancements de la BCEAO. Elle aurait eu pour effet une diminution de l'investissement et de la croissance économique, malgré une conjoncture favorable.

A partir de 1993, une nouvelle réforme dans l'UMOA a rendu effective l'application d'un système de réserves obligatoires. Ce système a pour but de renforcer l'efficacité de la politique de taux d'intérêt par l'application de coefficients différenciés par pays. Cette différenciation permet de prendre en compte les divergences d'évolution des crédits à l'économie et de la situation de liquidité des banques. Les établissements financiers ont été également soumis à un système de réserves obligatoires.

A la réforme de 1993, s'est ajoutée une nouvelle réforme en 1996. Celle-ci a été l'occasion de conférer aux taux d'intérêt un rôle central¹⁰¹. Au total, les instruments de la politique monétaire de la BCEAO combinent à la fois la programmation monétaire (mécanisme quantitatif) et une politique de plus en plus orientée vers la gestion des taux. Cela résulte des difficultés que les Banques centrales, y compris les meilleures au monde, ont connues dans le ciblage de la masse monétaire.

¹⁰⁰ Cette présentation de la programmation monétaire s'inspire de l'ouvrage de la BCEAO (2000) et du *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC* (1994).

¹⁰¹ La nouvelle réforme institutionnelle accorde à la BCEAO son indépendance et lui assigne explicitement un objectif de stabilité des prix. Elle peut être considérée comme l'aboutissement de l'évolution de la BCEAO.

Tableau 5 : Taux de croissance de la masse monétaire dans l'UEMOA

Années	Taux de croissance de la masse monétaire en %	Années	Taux de croissance de la masse monétaire en %
1962-67	5,19	1994	39,3
1967-1973	14,47	1995-2000	7,5
1973-1978	29,24	2001	11,4
1978-1983	7,4	2002	16,0
1984	15,7	2003	2,8
1984-1988	4,3	2004	8,0
1988-1993	0,0		

Source : GUILLAUMONT-JEANNENEY, 2006.

Pourquoi la BCEAO conserve-t-elle encore la programmation monétaire ? En effet, face à une politique de taux uniforme, il semble que celle-ci reste la seule possibilité qui lui permet de tenir compte des réalités nationales fort différentes. En revanche, le passage vers une politique de taux résulte des difficultés liées à une politique de ciblage de la masse monétaire (CISSE, 2009). Les taux d'intérêt directeurs comprennent, d'un côté, le taux d'escompte, le taux des prises en pension (fixés de façon discrétionnaire par la Banque centrale) et, de l'autre côté, le taux des appels d'offre, le taux des bons émis (déterminés à travers une procédure d'adjudication à taux multiples, la BCEAO se réservant le droit de faire des appels d'offre à taux fixes). La politique des taux et la politique « quantitative » coexistent.

Par ailleurs, les règles de la Zone CFA peuvent contribuer à renforcer l'efficacité de la politique monétaire. La limitation de la création monétaire au profit des Etats figure déjà dans ces règles. Celle-ci ne doit pas excéder 20% des recettes fiscales de l'exercice écoulé pour chaque Etat. Depuis 2003, une réforme visant à supprimer ce type de financement aux Etats a été adoptée dans l'UEMOA. Cette mesure constitue une discipline qui peut soustraire la Banque centrale de la pression des gouvernements. En outre, puisque les Banques centrales sont des Institutions supranationales, où l'influence d'un seul pays peut se diluer dans l'ensemble, il est possible de parler d'une relative indépendance de l'Institut d'émission. Cette indépendance peut être préservée si tous les pays se conforment aux règles de fonctionnement, mais peut aussi être remise en cause si un pays tente d'y échapper. Les pays doivent également maîtriser leur inflation en dessous de la barre des 3%. Ce critère est considéré comme le critère-clé des mesures de convergence. Cela nécessite qu'en plus de la discipline monétaire, les pays de la Zone CFA adoptent des politiques budgétaires concourant au respect de la stabilité des prix. D'autres critères (limitation de l'endettement, baisse du déficit public, des dépenses de fonctionnement) favorisent le respect du critère-clé. Enfin, les

mesures qui ont accompagné la dévaluation stipulent expressément l'adoption des politiques monétaires rigoureuses.

Au final, il convient de mentionner que, d'un côté, la monnaie, par le biais du change, a été utilisée comme moyen de relance des activités économiques. De l'autre côté, les règles de la Zone CFA, les mesures d'accompagnement et les critères de convergence ont comme maître-mot la discipline monétaire et budgétaire. A partir de là, force est de constater que la dévaluation, comme politique de relance conjoncturelle, voire structurelle, destinée à restaurer la compétitivité, comme souligné dans le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC* (1993), soulève deux interrogations fondamentales. A supposer que les agents aient la faculté d'anticiper rationnellement les mesures de politique monétaire, la dévaluation peut-elle contribuer à l'amélioration de la conjoncture économique ? Quel serait alors l'effet final d'une dévaluation du taux de change sur la compétitivité ? La réponse à ces questions rejoint les ambiguïtés autour de la dévaluation comme mesure de relance. Il en résulte que la question à poser concerne moins la relance des activités économiques ou le renforcement de la compétitivité, celle-ci étant multidimensionnelle, que le niveau adéquat du taux de change. Autrement dit, comment trouver un taux de change d'équilibre pour un ensemble de 14 pays de structures différentes ? Cette question est d'une importance de premier plan, car elle concerne le principe même de l'appartenance à la Zone CFA. Il faut souligner que le taux de change n'est qu'un aspect de la compétitivité. La question du niveau adéquat du taux de change ne devrait pas se poser dans le cadre du régime de change fixe extrême comme c'est le cas pour les pays de la Zone CFA. Ce type de régime est, par définition, associé à un taux de change déséquilibré. Le coût de ce déséquilibre est lié à l'appréciation ou à la dépréciation réelle qu'il occasionne. Ce coût devrait être plus que compensé par les bénéfices de la stabilité du taux de change vis-à-vis du pays de la monnaie d'ancrage. L'importance du commerce, des investissements et de la devise de facturation de la dette jouent de ce point de vue une importance capitale¹⁰².

Au niveau international, une question identique se pose dans le commerce entre les Etats-Unis et la Chine, voire avec d'autres pays développés, et donne lieu à des critiques acerbes de la part des économistes américains. En effet, la politique de change de la Chine est souvent qualifiée de « mercantiliste » qui coûterait 1,4 millions d'emplois aux USA¹⁰³. Aussi, des tensions perceptibles existent entre les USA et la Chine, la seconde risquant d'être

¹⁰² Ce point important sera développé dans le chapitre 7.

¹⁰³ Cet article intitulé « Chinese New Year » a été publié dans le New York times du 31 décembre 2009 (<http://www.nytimes.com/2010/01/01/opinion/01krugman.html>), sinon les informations relatives à cette question sont disponibles dans Les Echos du 24 mars 2010.

qualifiée de « manipulatrice de la monnaie ». Cela aurait comme conséquence l'adoption des mesures de rétorsion par les USA. KRUGMAN a proposé une surtaxe à hauteur de 25% sur les importations chinoises. Les USA ont déjà utilisé une telle mesure dans le passé contre l'Allemagne et le Japon. Cela montre que la question du change n'est pas une question anodine et mérite une attention particulière.

Le recours à la dévaluation, après l'échec des programmes d'ajustement réel, revient implicitement à reconnaître que la monnaie peut avoir des effets sur les activités réelles. De ce point de vue, la nature de la politique monétaire dans les pays de la Zone CFA donne lieu à une contradiction qui est également celle des défenseurs de la dévaluation. Il convient alors d'opérer une cohérence dans l'ensemble de la politique monétaire, y compris la politique de change. Le préalable est de savoir s'il est possible d'envisager le développement des économies de la Zone CFA dans le contexte d'une politique monétaire neutre. Dans ce cas, il faut que les mesures élaborées soient cohérentes. Inversement, la mise en œuvre d'une politique monétaire conjoncturelle nécessite la redéfinition des rapports avec le Trésor français et des institutions de Bretton Woods. Pour le premier, elle aura comme conséquence une baisse des réserves de change et donc une augmentation de la probabilité d'utilisation de ses ressources. Pour les secondes, elle s'oppose aux principes de politiques économiques « saines ». Cela vaut également au niveau de la politique budgétaire largement influencée par les PAS et les critères européens de Maastricht. Pourtant, le débat a déjà été lancé en Europe quand l'Allemagne et la France n'ont pas pu (ou n'ont pas voulu dans un contexte de stagnation économique) respecter en 2004 le critère relatif au déficit budgétaire qui ne doit pas dépasser 3% du PIB. Ce débat s'est intensifié à cause de l'atonie de la croissance et des difficultés de mise en œuvre des politiques de relance dans une situation de conjoncture défavorable.

Les approches monétaires qui privilégient l'évolution du crédit et une politique monétaire basée sur la gestion des taux peuvent s'avérer utiles pour les économies de la Zone CFA. Ces approches considèrent que l'inflation est à combattre, mais qu'elle n'est pas forcément d'origine monétaire. Une autre solution, le ciblage de l'inflation, a été préférée dans la Zone d'émission de la BCEAO, mais celle-ci soulève d'autres interrogations.

Conclusion

La dévaluation du franc CFA comme politique de relance de la compétitivité et de la croissance, compte tenu des prédictions théoriques et les controverses autour de la question de

surévaluation du franc CFA, a été une mesure ambiguë. Ses limites étaient connues d'avance. Les difficultés économiques des pays de la Zone CFA ont été l'occasion de les mettre sous le joug des institutions de Bretton Woods. Pourtant ces institutions ont connu des échecs lors du traitement de la crise de la dette en Amérique latine et même dans la Zone CFA où les mesures d'ajustement réel ont échoué dans les années 80.

Cependant, le franc CFA a été dévalué en 1994. Un ensemble de mesures a été pris pour assurer le succès de la dévaluation. Il convient donc de voir les résultats obtenus compte tenu des objectifs de départ. La dévaluation a-t-elle été une décision appropriée ? Le chapitre suivant a pour but d'apporter des éléments de réponse à cette question.

Chapitre 3 : La dévaluation du franc CFA : un bilan mitigé

Seize ans après la dévaluation du franc CFA, il semble opportun de faire un bilan multidimensionnel de cette mesure. Prendre au sérieux la dévaluation implique d'analyser ses effets en fonction de ses objectifs de départ, donc, du problème qu'elle a visé à résoudre¹⁰⁴. L'appréciation du bilan de la dévaluation sera faite en fonction de ses objectifs de départ. Ceux-ci sont essentiellement au nombre de trois : (1) la restauration de la compétitivité externe et le redressement des balances commerciales, (2) la diminution des déficits budgétaires et (3) la reprise de la croissance économique¹⁰⁵. A cet effet, les effets de la dévaluation seront étudiés sur l'évolution des grandeurs comme le solde du commerce extérieur, le solde courant, le solde global de la balance des paiements et le solde budgétaire.

Le changement de parité avait également des objectifs financiers tels que le moindre recours aux *comptes d'opérations*, la restauration de la solvabilité et, donc, la réinsertion des pays de la Zone CFA dans la « communauté » financière internationale. Dans cette perspective, l'impact de la dévaluation sur les avoirs extérieurs des Banques centrales et sur le poids de la dette sera analysé. Ensuite, la dévaluation visait à favoriser les secteurs des biens échangeables au détriment de ceux des biens non échangeables, ce qui revient à enclencher une redistribution du revenu entre les villes et les campagnes. A cet égard, les effets sectoriels de la dévaluation seront analysés.

Enfin, les effets de la dévaluation seront étudiés sur les populations des pays membres de la Zone CFA. Si l'économie doit être au service des Hommes et non l'inverse, la dévaluation aurait dû entraîner une amélioration des conditions de vie des populations, les mesures d'accompagnement ayant été établies à cette fin. L'accent sera donc mis sur les effets sociaux de la dévaluation.

En définitive, si la dévaluation a favorisé l'ensemble de ces facteurs, alors son succès aura été total. En revanche, si elle améliore uniquement un nombre limité d'indicateurs relatifs à un secteur bien défini, elle sera considérée comme une mesure partielle à effets mitigés, voire négatifs.

¹⁰⁴ TORTAJADA (2008) est paraphrasé ici : « Si l'on entend apprécier un auteur, rendre compte de ce qu'il fut, il convient de prendre au sérieux ce qu'il veut qu'on entende, ce qu'il a voulu qu'on lise ».

¹⁰⁵ Les objectifs de la dévaluation sont mentionnés dans le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1994, p. 26.

Il convient de noter que le point de vue des auteurs divergent largement sur les effets de la dévaluation. Cela résulte de leur sensibilité politique, économique et les conflits d'intérêts, ces différents aspects n'étant pas indépendants. En effet, ceux qui ont critiqué la dévaluation campent généralement leurs constats sur les effets immédiats et sur les effets sociaux qu'elle a engendrés tout en soulignant les problèmes de développement. Les auteurs, qui considèrent que la dévaluation a été couronnée de succès, ont tendance à focaliser leur analyse sur la dimension macroéconomique et monétaire¹⁰⁶.

Ce chapitre se propose d'effectuer une analyse multidimensionnelle des effets de la dévaluation en tenant compte des effets sociaux, macroéconomiques et sectoriels sur une période relativement longue (1994-2008)¹⁰⁷. En outre, il présente l'état de la compétitivité des pays membres de la Zone CFA depuis la dévaluation. Son intérêt tient à son aspect multidimensionnel et à la période d'étude retenue. En effet, les statistiques officielles sont logiquement révisées au fil des années et deviennent, de ce fait, plus pertinentes. Le chapitre s'organise de la façon suivante : les effets de la dévaluation sur les grandeurs macroéconomiques et sociales seront analysés, de même que ses effets sectoriels (section 1), ensuite, un débat sera fait sur la réussite de la dévaluation, surtout en ce qui concerne sa portée sur la compétitivité (section 2).

Section 1 : Les effets de la dévaluation aux niveaux macroéconomique, sectoriel et social

La dévaluation du franc CFA est une mesure qui a été particulièrement préparée afin d'assurer sa réussite. Elle est devenue effective au tout début de l'année 1994. Ses effets pervers ont été anticipés, les mesures d'accompagnement ayant été établies à cet effet. Dans l'optique des institutions financières internationales, les conséquences négatives des programmes d'ajustement structurel sont considérées comme « nécessaires » pour qu'un pays retrouve le chemin d'une croissance « saine » et de devenir une économie de marché prospère (STIGLITZ, 2002). Toutefois, dans les faits, les choses sont souvent plus compliquées. Cette section portera sur les effets macroéconomiques (A), sectoriels (B) et sociaux de la dévaluation (C).

¹⁰⁶ LATREILLE et al. (2004) ont fait une analyse des effets de la dévaluation en privilégiant les aspects macroéconomique et monétaire. Les effets sociaux ne sont pas étudiés.

¹⁰⁷ Les graphiques fournissent parfois des évolutions antérieures à 1994 dans le but de mettre en évidence les tendances qui ont conduit à la dévaluation et celles qui se sont produites après.

A. Les effets macroéconomiques

La dévaluation devait permettre d'atteindre un certain nombre de performances macroéconomiques définies par le FMI. Les tableaux suivants présentent les objectifs chiffrés.

Tableau 1 : La dévaluation et l'évolution des indicateurs de la Zone CFA (1993-1996)

	1993	Prév*. 1994	Réali. 1994	Dévi. 1994	Projec. 1995	Projec. 1996
Taux de croissance réel du PIB	-1,6	1	1,3	0,3	5	5,6
Inflation (en % par an)	-0,5	32,5	33	0,5	9,9	3,5
Consommation (en % du PIB)	87,3	81,7	79	-2,7	78,3	77,4
Investissement (en % du PIB)	14,3	18,7	17,4	-1,3	18,5	19,7
Épargne (en % du PIB)	12,8	18,3	21	2,7	21,7	22,6
Solde des ressources (en % du PIB)	-1,6	-0,4	3,6	4	3,2	2,8
Exportations en volume (en % par an)	-1,1	3	5,2	2,2	4,7	7,9
Importations en volume (en % par an)	-2	-3,2	-10,7	-7,5	12,6	8,2
Termes de l'échange (en % par an)	-0,2	-2,6	2,1	4,8	7	-2,6
Taux de change effectif nominal	6,7	nd	-45,1	nd	nd	nd
Taux de change effectif réel	-4,3	nd	-29,7	nd	nd	nd
Exportations de marchandises (en % du PIB)	27,1	39	39,6	0,6	35,5	37,2
Importations de marchandises (en % du PIB)	28,8	38,4	36,5	-1,9	34,5	34,6
Compte courant	-5,6	-7,3	-1,9	5,4	-2,8	-2,9
Services de la dette	34,2	34,7	30,6	-4,1	33,8	28,4
Recettes totales	15,6	17,6	15,5	-2,1	17	17,4
Dépenses totales	25,7	27,8	23,9	-3,9	22,8	21,8
Solde budgétaire	-8,3	-7,1	-5,9	1,2	-3,6	-2,5

Source : SEMEDO & VILLIEU, 1997, p. 118.

* Prév : prévision ; Réali : réalisation ; Dévi : déviation ; Projec : projection.

Tableau 2 : Pour l'UEMOA

	1993	Prév*. 1994	Réali. 1994	Dévi. 1994	Projec. 1995	Projec. 1996
Taux de croissance réel du PIB	-1,2	2,5	2,6	0,1	5,5	5,6
Inflation (en % par an)	0,5	31,9	29,7	-2,2	9,6	3,4
Consommation (en % du PIB)	92,5	86,4	86	-0,4	84,3	83,3
Investissement (en % du PIB)	12,5	18,1	15,7	-2,3	16,7	18
Épargne (en % du PIB)	7,6	13,5	14	0,5	15,8	16,7
Solde des ressources (en % du PIB)	-5	4,4	-1,7	2,7	-1	-1,4
Exportations en volume (en % par an)	-3,5	4,4	4,7	0,3	7,3	8,5
Importations en volume (en % par an)	-5,8	-1	-9,9	-8,9	13,5	9,1
Termes de l'échange (en % par an)	-2,8	-1,1	3,2	4,3	8,2	-1,9
Taux de change effectif nominal	6,8	nd	-45,6	nd	nd	nd
Taux de change effectif réel	-2,6	nd	-32,4	nd	nd	nd
Exportations de marchandises (en % du PIB)	24,2	37,4	35,1	-2,3	34,4	34,1
Importations de marchandises (en % du PIB)	29,2	41,7	36,8	-4,9	35,4	35,4
Compte courant	-6	-6,8	-2,1	4,7	-2,8	-3,1
Services de la dette	38,6	32,6	32,7	0,1	29,9	25,7
Recettes totales	17,3	16,6	15,9	-0,7	16,3	16,5
Dépenses totales	26,4	27,4	24,8	-2,6	23,4	22,3
Solde budgétaire	-6,8	-7,5	-5,7	1,8	-4,3	-3,6

Source : SEMEDO & VILLIEU, 1997, p. 117.

* Prév : prévision ; Réali : réalisation ; Dévi : déviation ; Projec : projection.

Tableau 3 : Pour la CEMAC

	1993	Prév*. 1994	Réali. 1994	Dévi. 1994	Projec. 1995	Projec. 1996
Taux de croissance réel du PIB	-2,1	-1,1	-0,4	0,7	4,2	5,6
Inflation (en % par an)	-1,7	33,3	37,3	4	10,2	3,6
Consommation (en % du PIB)	80,7	75,1	70,1	-5	70,6	69,8
Investissement (en % du PIB)	16,6	19,6	19,5	-0,1	20,8	21,9
Epargne (en % du PIB)	19,3	24,9	29,9	5	29,4	30,2
Solde des ressources (en % du PIB)	2,7	5,3	10,4	5,1	8,5	8,3
Exportations en volume (en % par an)	1,9	1	5,8	4,8	1,3	7,1
Importations en volume (en % par an)	4,1	-7,2	-12	-4,8	11,2	6,7
Termes de l'échange (en % par an)	3	-4,8	0,8	5,6	5,4	-3,6
Taux de change effectif nominal	6,7	nd	-44,4	nd	nd	nd
Taux de change effectif réel	-6,3	nd	-26,2	nd	nd	nd
Exportations de marchandises (en % du PIB)	30,8	41,2	45,4	4,2	41,5	41,2
Importations de marchandises (en % du PIB)	28,2	33,6	36	2,4	33,3	33,6
Compte courant	-5	-7,9	-1,7	6,2	-2,7	-2,5
Services de la dette	29,8	37,3	28,5	-8,8	37,9	31,3
Recettes totales	15,8	18,9	15,1	-3,8	17,8	18,6
Dépenses totales	26,1	28,5	22,7	-5,8	22	21,1
Solde budgétaire	-9,3	-6,6	-6,2	0,4	-2,7	61

Source : SEMEDO & VILLIEU, 1997, pp. 117-118.

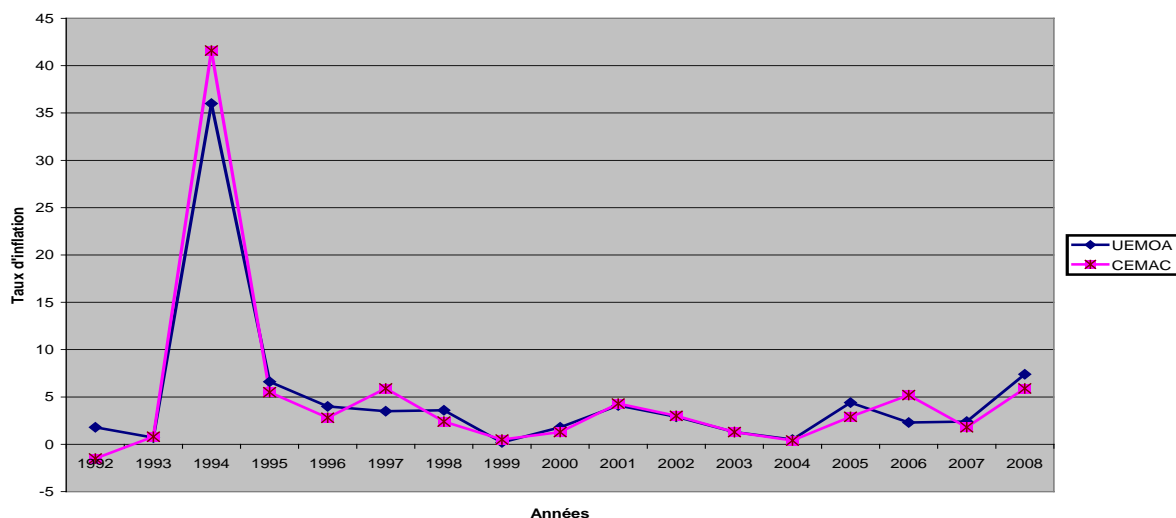
* Prév : prévision ; Réali : réalisation ; Dévi : déviation ; Projec : projection.

a. L'inflation

Comme prédit dans le modèle théorique, l'inflation a résulté, d'une part, de la hausse des prix des biens intermédiaires, des biens d'équipement et des biens de consommation et, d'autre part, les anticipations inflationnistes ont joué. Malgré l'instauration des mesures de contrôle des prix, des salaires, des tarifs et l'adoption des politiques monétaires anti-inflationnistes, la hausse des prix a atteint 33% en moyenne d'après le FMI, chiffre qui est proche de la hausse prévue (32,5%). Cette hausse a été confortée par le raffermissement des cours des matières premières et le rapatriement des capitaux spéculatifs après la dévaluation. Par conséquent, les pays de la Zone CFA se sont retrouvés dans une situation paradoxale où les banques gorgées de liquidité, à cause de la hausse des taux d'intérêt par les Banques centrales pour combattre l'inflation, finançaient très peu l'économie. La hausse des prix a touché davantage les villes contrairement aux villages. Selon le FMI, elle était plus marquée dans la CEMAC que dans l'UEMOA, avec respectivement un taux de 37,3% contre 29,7%. Les statistiques des *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC* montrent plutôt des taux d'inflation plus élevés¹⁰⁸.

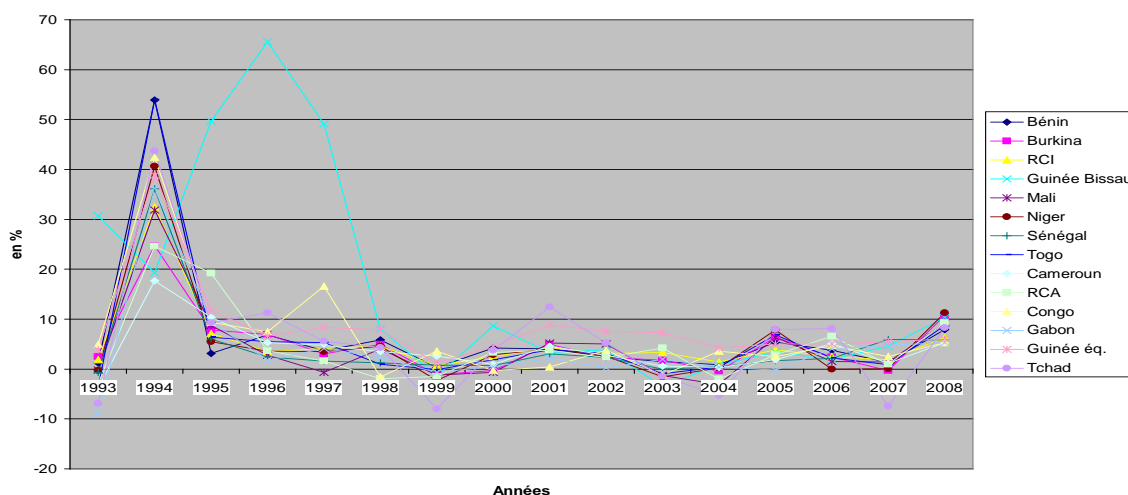
¹⁰⁸ Les graphiques de ce chapitre, hormis le 1, le 6 et le 7 construits à partir des *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, ont été construits à partir des données de la Banque de France. Voir les annexes.

Graphique 1 : Evolution de l'indice des prix à la consommation



A l'intérieur de chacune des unions monétaires, les dispersions sont importantes entre les pays. Dans la CEMAC, l'inflation a été mieux maîtrisée au Cameroun avec 17,65% en 1994 tandis que le taux le plus élevé a été enregistré au Tchad, 43,7%. Dans l'UEMOA, c'est le Togo qui a connu le taux d'inflation le plus élevé en 1994 (54%) contre un taux d'inflation de 19,3% pour la Guinée Bissau, mais ce pays a intégré l'UEMOA en 1997 après la dévaluation. De ce fait, la meilleure performance en terme de stabilité des prix revient au Burkina Faso avec 24,7%.

Graphique 2 : Evolution de l'indice des prix à la consommation selon les pays



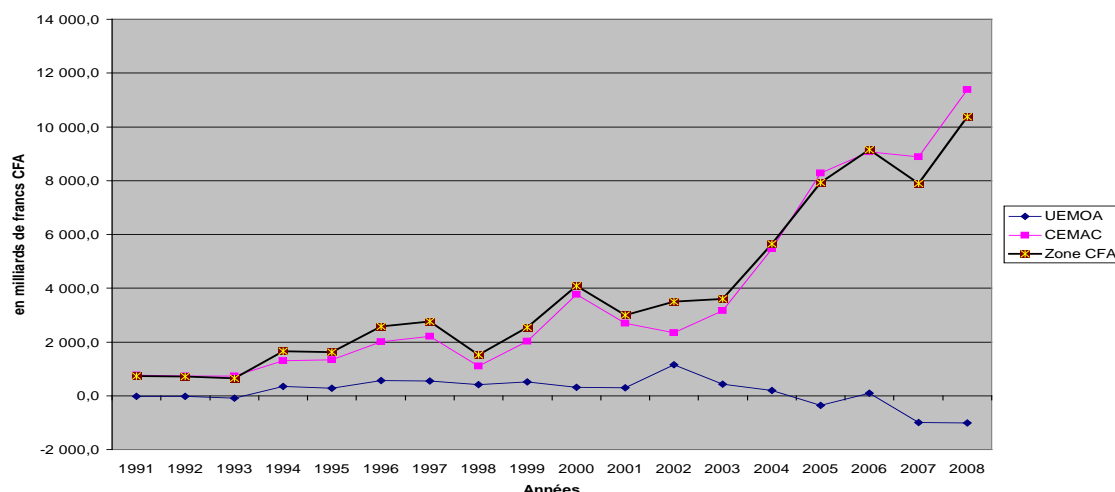
Les pays de l'UEMOA ont relativement mieux « réussi » dans l'application des mesures d'ajustement que les pays de la CEMAC qui n'ont pas su respecter les critères de performance inclus dans les programmes, ce qui a conduit le FMI à la suspension de ses

apports financiers. Au final, l'inflation a été maîtrisée dans la totalité des pays de la Zone CFA. Ceux-ci ont ainsi retrouvé leur réputation d'antan en terme de stabilité des prix. L'inflation y est redevenue plus faible que dans la plupart des autres pays d'Afrique Sub-saharienne et des pays à faible revenu. Cela dénote de la nature des politiques économiques mises en œuvre largement fondées sur la discipline monétaire et budgétaire. Toutefois, depuis l'éclatement de la crise internationale en 2007, le report de la spéculation sur les produits alimentaires, pour l'UEMOA, et la hausse des cours du pétrole, pour la CEMAC, ont entraîné une augmentation sensible des taux d'inflation.

b. Les comptes extérieurs

La dévaluation s'est accompagnée d'une amélioration sensible du solde commercial de la Zone CFA. Le commerce extérieur de l'UEMOA et de la CEMAC a connu une évolution légèrement divergente entre 1994 et 2002. A partir de 2003, la hausse quasi-exponentielle de l'excédent des pays de la CEMAC contraste avec le creusement du déficit commercial de l'UEMOA. Cette situation met en évidence l'importance des dotations naturelles entre les deux sous-ensembles de la Zone CFA. Ainsi, la question de savoir si cette amélioration est imputable à la dévaluation se pose avec force. L'hétérogénéité des structures mise en évidence par le graphique 3 suggère que les évolutions du solde commercial ne sont pas probablement dues à la dévaluation.

Graphique 3 : Evolution du solde commercial des membres de la Zone CFA

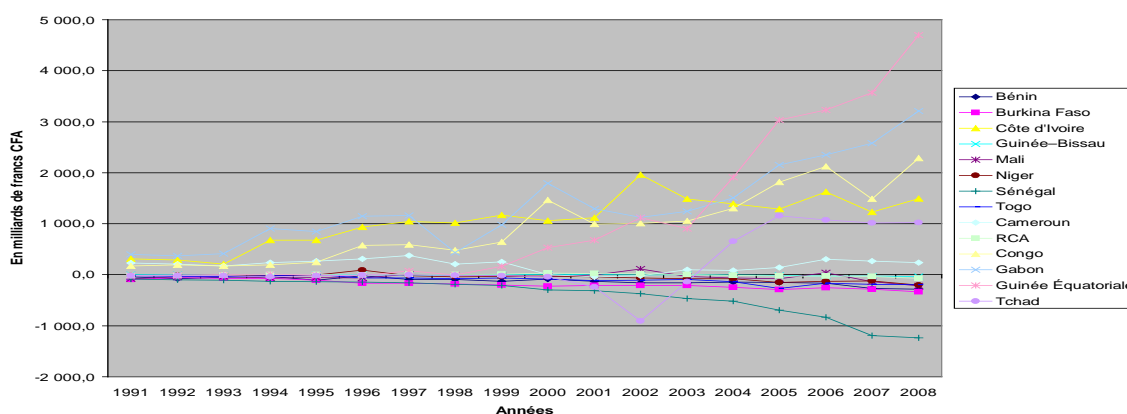


Ce sont surtout les pays structurellement excédentaires comme la Côte d'Ivoire, le Gabon, etc. qui ont amélioré le solde de leur balance commerciale. En revanche, pour les pays

structurellement déficitaires (le Mali, le Sénégal ou le Burkina Faso), le changement de parité ne s'est pas traduit par une amélioration du solde commercial. Cela s'explique par le fait que les importations de ces pays ne sont pas facilement compressibles. Il s'est donc produit une hausse de leurs coûts en raison de leur rigidité, ce qui a entraîné une détérioration des termes de l'échange. La dégradation des termes de l'échange a pénalisé les industries locales importatrices de biens intermédiaires.

D'autres facteurs expliquent l'échec de la dévaluation à stimuler les exportations. En effet, les effets-prix ont faiblement joué en faveur de certains produits vivriers locaux dans les pays côtiers. D'autre part, puisque les prix des produits exportés sont fixés sur les marchés internationaux, l'amélioration attendue des exportations suite à la baisse de leurs prix en monnaie étrangère ne s'est tout simplement pas produite. C'est plutôt « l'effet illusion monétaire » et l'effet lié à la hausse des cours mondiaux des matières premières qui ont prédominé. Evaluées en franc CFA qui a perdu 50% de sa valeur, les exportations ont augmenté de 106% en 1994 par rapport à 1993¹⁰⁹. GOREUX (1995) a mesuré la variation des exportations de la Zone CFA en franc français. Il trouve une augmentation en valeur de 3% tandis que le FMI trouve une hausse en volume de 5,2%. Cette amélioration en volume des exportations est à mettre en relief avec la contraction des importations de 10,7%, ce qui explique l'augmentation du solde commercial. Au final, la dévaluation n'a donc probablement pas entraîné une hausse des exportations des pays de la Zone CFA. L'illustration en est qu'il s'est produit une dégradation tendancielle de la balance commerciale de la quasi-totalité des pays structurellement importateurs. A cela s'ajoute les divergences structurelles entre l'UEMOA et la CEMAC qui évoluent quasi-exclusivement sous les mêmes règles et qui ont connu le même taux de dévaluation.

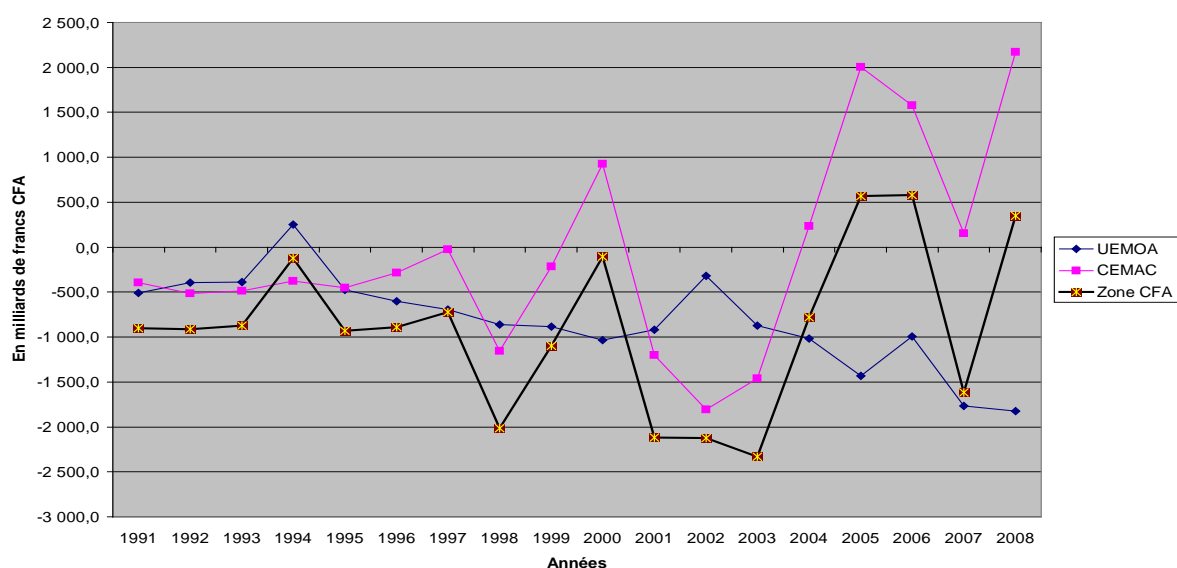
Graphique 4 : Evolution du solde commercial selon les pays



¹⁰⁹ RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 1994.

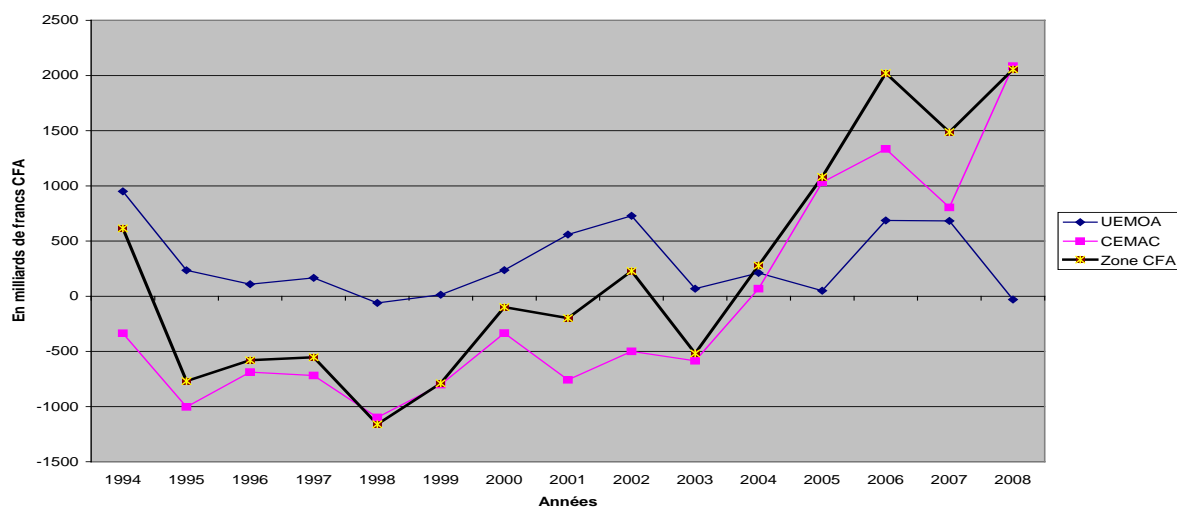
Au niveau de la balance courante, la quasi-totalité des pays de la Zone CFA sont structurellement déficitaires. La dévaluation n'a pas entraîné d'effets significatifs. En 1994, il s'est produit une amélioration de la balance courante. Celle-ci s'explique, en grande partie, par l'amélioration de la balance commerciale. Un an après la dévaluation, les effets positifs sur la balance courante ont commencé à s'estomper, laissant place à une fluctuation importante. En outre, depuis 1994, l'évolution du solde courant de l'UEMOA suit une tendance inverse de celle de la CEMAC.

Graphique 5 : Evolution du solde du compte courant extérieur



Les effets de la dévaluation sur les comptes extérieurs de la Zone CFA n'ont pas été aussi importants que prévu. De plus, avec la prise en compte du raffermissement des prix des matières premières exportées, il devient plus difficile de soutenir que la dévaluation a entraîné une amélioration des comptes extérieurs. La Zone CFA se caractérise structurellement par une balance commerciale agrégée excédentaire et une balance courante déficitaire, même si celle-ci a eu tendance à fluctuer davantage ces dernières années. La majorité des pays structurellement excédentaires n'avaient pas perdu leurs excédents, même durant la crise. L'ensemble des relations économiques internationales sont retracées par la balance des paiements. Pour l'UEMOA, le solde global de la balance des paiements a été le plus souvent excédentaire tandis que celui de la CEMAC se caractérise par une fluctuation importante, mais il est devenu positif à partir de 2004.

Graphique 6 : Evolution du solde global de la balance des paiements



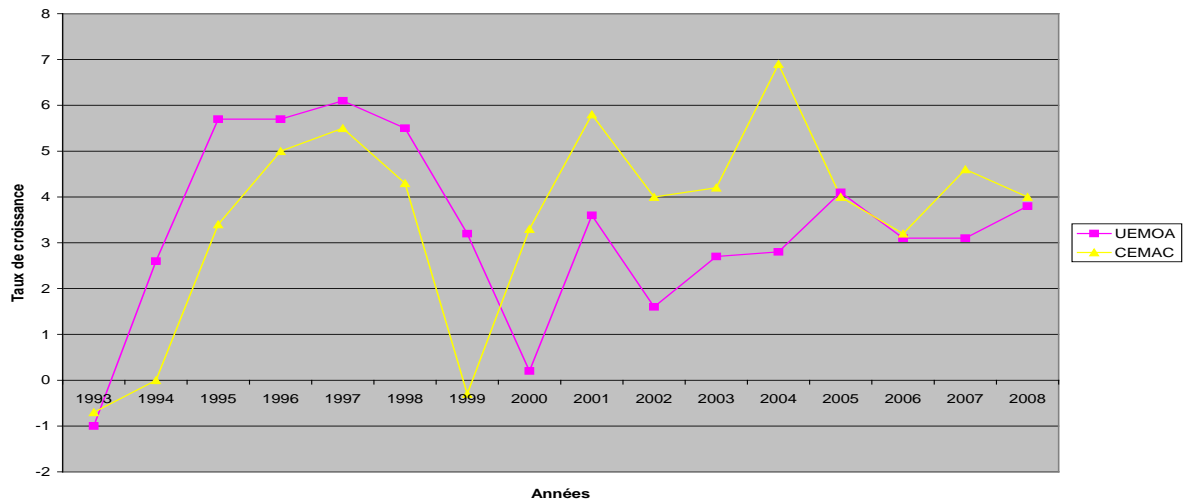
c. La croissance économique

Sur l'ensemble de la période, les fluctuations du taux de croissance sont importantes, mais les résultats sont globalement positifs. En 1994, l'augmentation du PIB en terme réel n'a pas été vigoureuse. Cette augmentation résulte surtout de la performance des pays de l'UEMOA (2,9%) contre une contraction de 0,2 (0,4% selon le FMI) dans la CEMAC¹¹⁰. La faiblesse de la croissance de l'année 1994 s'explique par l'érosion du pouvoir d'achat des ménages dont l'impact a été négatif sur la demande. La tendance à la hausse du PIB a continué les trois années suivantes à un rythme annuel de 5%. Toutefois, le retour de la croissance s'inscrit dans un environnement mondial favorable. Le redressement de l'économie mondiale a entraîné dans son sillage les cours des matières premières dont la croissance de la Zone CFA dépend largement. « *L'ajustement monétaire a été opéré dans un environnement international caractérisé par la conjonction de facteurs favorables : reprise de l'activité dans les principaux pays industrialisés, hausse des cours des matières premières (à l'exception du pétrole)* »¹¹¹. Cependant, la baisse des cours des matières premières à partir de 1998 s'est accompagnée d'un ralentissement de la croissance. Celui-ci a duré deux ans avant que le PIB ne reprenne sa progression au rythme de l'évolution des cours des matières premières, y compris le pétrole.

¹¹⁰ RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 1994.

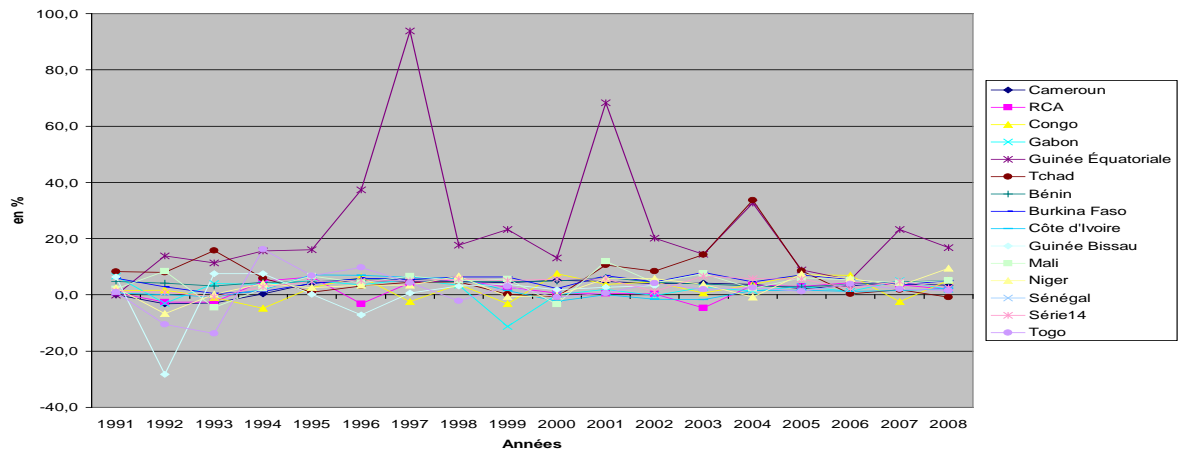
¹¹¹ RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 1994, p. 28.

Graphique 7 : Evolution du PIB en volume



Le taux de croissance varie considérablement selon les pays. Un pays comme la Guinée équatoriale, producteur de pétrole, réalise des taux de croissance extraordinaires. En revanche, la Guinée Bissau et un certains nombres de pays instables accusent souvent une décroissance de leur PIB.

Graphique 8 : Taux de croissance du PIB réel selon les pays



d. Les finances publiques

La dévaluation du franc CFA a entraîné, comme prédit, une hausse du poids de la dette extérieure. A la fin de l'année 1994, l'encours de la dette publique était supérieur à 130% du PIB en Afrique de l'Ouest et à 120% en Afrique centrale (LATREILLE & al., 2004). La dette est restée à hauteur de 100% du PIB en 1996 et 1997. Le poids du service de la dette extérieure constituait le principal poste du budget des Etats avec 90% des recettes budgétaires

hors dons des pays de la CEMAC et plus de 60% pour les pays de l'UEMOA. Les mesures d'accompagnement de la dévaluation et les mesures de restructuration et d'annulation de la dette bilatérale et multilatérale ont permis une baisse progressive du poids de la dette. Ces mesures ont été élaborées dans le cadre de l'initiative pays pauvres très endettés renforcé (1999) dont le but est de ramener la dette de ces pays à un niveau « soutenable ». A cet effet, chaque pays doit au préalable passer un accord avec le FMI, notamment mettre en œuvre un document stratégique pour la réduction de la pauvreté. L'initiative PPTE renforcé a été accompagnée par l'initiative d'annulation de la dette multilatérale (IADM) des pays les plus pauvres (2005). Celle-ci vise une annulation intégrale du stock de la dette de ces pays vis-à-vis de trois institutions financières internationales (le FMI, la Banque mondiale et la Banque africaine de développement).

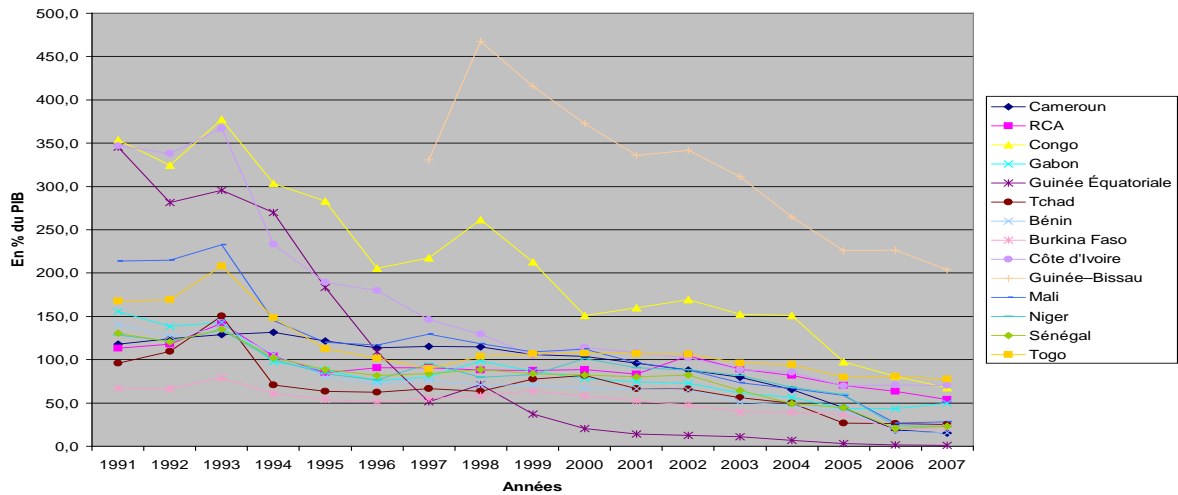
L'annulation de la dette dans le cadre de l'initiative PPTE renforcé se déroule en 2 temps : le « point de décision » consacre l'éligibilité, le montant de la dette à annuler est calculé à ce niveau et le « point d'achèvement » concrétise l'annulation de la dette à l'égard des créanciers bilatéraux et multilatéraux.

Au 30 juin 2009, 35 pays dont 29 africains et 12 membres de la Zone CFA (Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Centrafrique, Sénégal, Tchad, Togo) ont franchi le « point de décision » sur 140 pays éligibles. Parmi les pays qui ont atteint leur « point de décision », 24 ont atteint leur « point d'achèvement » dont 6 membres de la Zone CFA : le Burkina Faso (en 2002), le Mali et le Bénin (en 2003), le Niger et le Sénégal (en 2004), le Cameroun (en 2006). La République Centrafricaine a atteint ce point en juin 2009¹¹². L'encours de la dette des 35 pays qui ont atteint leur « point d'achèvement » a été réduit de 80%, soit 61,6 milliards de dollars en valeur actualisée nette à fin 2008¹¹³. En outre, les 24 pays qui ont atteint leur « point d'achèvement » ont été déclarés éligibles à l'IADM. Parmi ces 24, les 6 membres de la Zone CFA ont bénéficié d'une annulation de 9 milliards de dollars.

¹¹² Le cas de la Centrafrique reste ambigu. Le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC* (2008) souligne en note de bas de page que les dernières données disponibles ne tiennent pas compte de l'accession de ce pays au « point d'achèvement ». Pour plus de détails sur ces questions voir le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC* (2008), pp. 34-39.

¹¹³ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2008.

Graphique 9 : Evolution de la dette totale en % du PIB



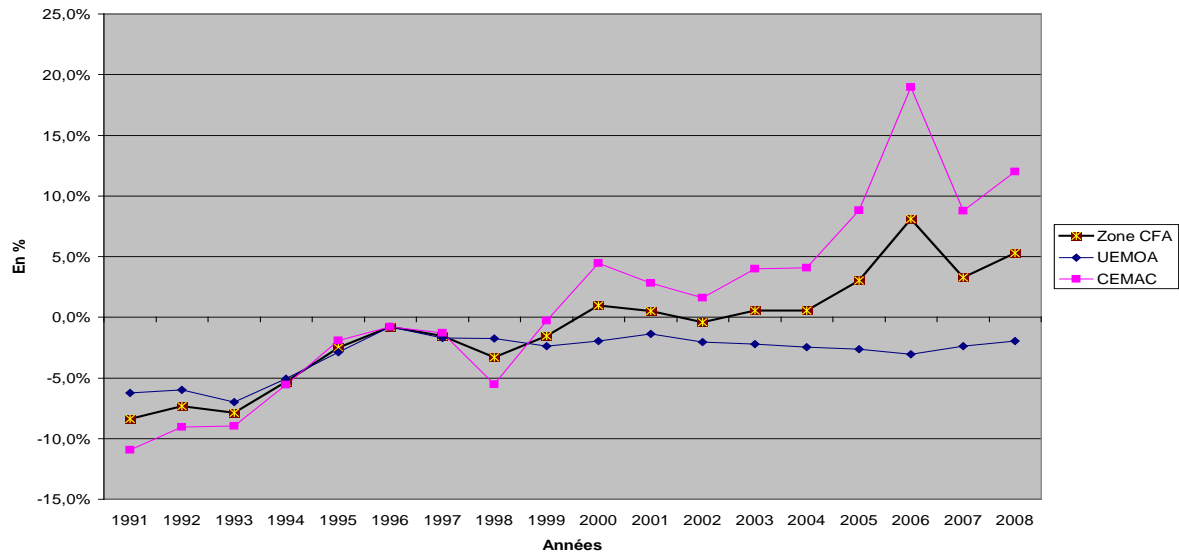
L'initiative PPTE prévoit que les ressources qui servaient auparavant au remboursement de la dette soient affectées à des dépenses sociales (éducation, santé, etc.) que chaque pays bénéficiaire doit préciser dans son document stratégique pour la réduction de la pauvreté. Ces mesures ont largement bénéficié aux pays de la Zone CFA dont l'encours de la dette a baissé au fil des années. Sauf la Guinée Bissau, tous ces pays connaissent un endettement inférieur à 100% du PIB et seulement 4 (Togo, Côte d'Ivoire, Centrafrique et Congo) ont une dette extérieure supérieure à 50% du PIB.

La soutenabilité de la dette publique nécessite aussi que le pays améliore l'état de ses finances publiques. L'un des principaux buts de la dévaluation était d'accroître les recettes fiscales et de réduire les dépenses de fonctionnement afin que la Zone puisse faire face à ses besoins de financement et au service de sa dette externe. Selon l'approche moderne de l'ajustement, l'accès aux ressources d'un pays dépend de l'adoption d'une politique budgétaire « soutenable ». La dévaluation de 1994 risquait de remettre en cause la solvabilité des pays de la Zone CFA. La chute des importations est allée de pair avec la baisse des recettes fiscales dont l'essentielle provient des droits de douane. L'imposition du commerce extérieur occupe une place importante dans les recettes fiscales des pays de la Zone CFA. La tendance à l'informalisation de l'économie a accentué le manque à gagner des autorités publiques.

Du côté des dépenses, la dévaluation a entraîné un allègement des dépenses de personnel. Cela s'explique par la baisse des salaires et/ou des emplois dans la fonction publique. En 1996, la part des salaires dans les dépenses budgétaires ne représentait plus que 32% contre 60% en 1993 (HUGON, 1999). L'ajustement s'est traduit par une baisse des

dépenses. Sur le graphique, l'amélioration du déficit peut s'expliquer surtout par les apports de capitaux des bailleurs internationaux.

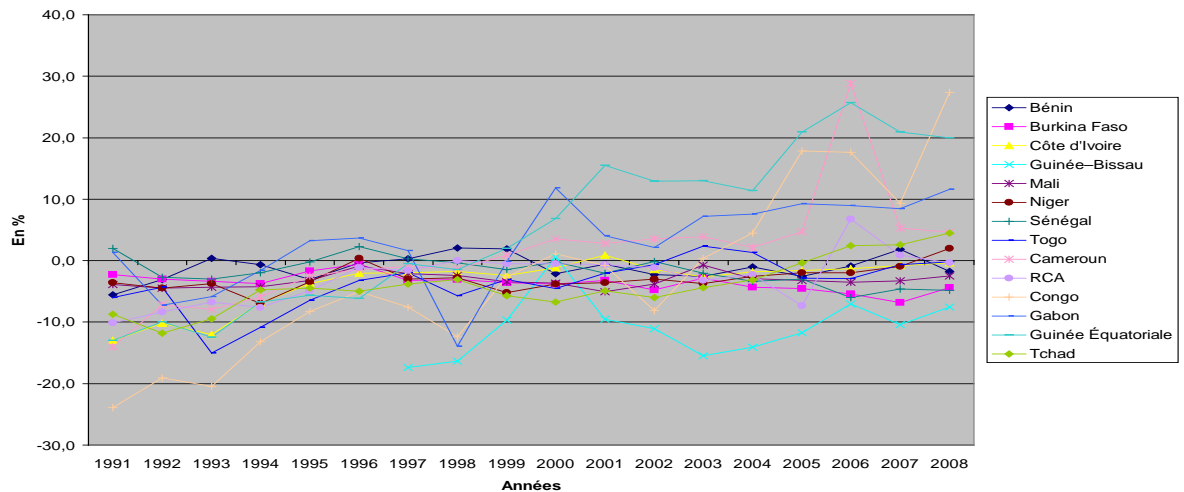
Graphique 10 : Solde budgétaire sur le PIB (base engagements dons compris)



Sur le long terme, il s'est produit une amélioration du solde budgétaire de la Zone CFA. Cette amélioration provient surtout des pays de la CEMAC dont le solde budgétaire est devenu positif à partir de 1999. Pour l'UEMOA, depuis la dévaluation de 1994 le déficit du solde budgétaire s'est amélioré tout en restant négatif autour de -2% du PIB¹¹⁴. L'amélioration d'ensemble des soldes budgétaires occulte des tendances très différentes selon les pays et des fluctuations importantes.

¹¹⁴ LATREILLE & al., op. cit., p. 221.

Graphique 11 : Solde budgétaire sur le PIB selon les pays (base engagements dons compris)



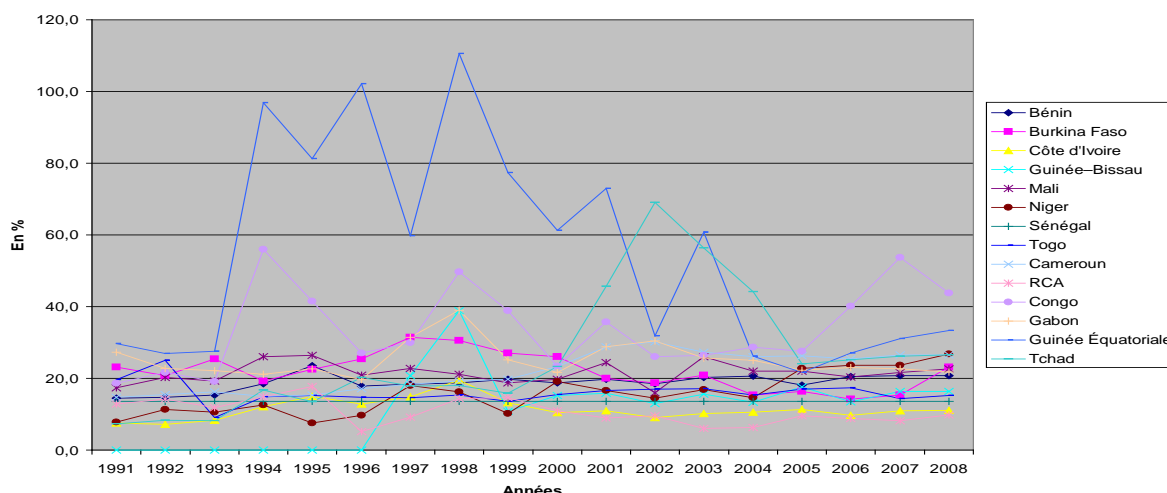
e. L'investissement

Après la dévaluation, une reprise substantielle de l'investissement a été observée dans la Zone CFA, mais avec un taux inférieur à celui qui était prévu (17,4% au lieu de 18,7% prévu). Le taux d'investissement de la majorité des pays était inférieur à 20% du PIB avant la dévaluation. Sur le long terme, l'augmentation du taux d'investissement est devenue plus vigoureuse dans la CEMAC, permettant aux pays de la CEMAC de figurer parmi les plus dynamiques au sein des économies à faible revenu. En 1994, le taux d'investissement dans la région CEMAC dépassait légèrement la barre des 20% du PIB et en 2003 celle des 30%. Toutefois, ces investissements sont effectués essentiellement dans le secteur du pétrole.

A l'inverse, l'UEMOA a connu une progression limitée de son taux d'investissement. Elle a, à peine, atteint le niveau des autres pays de l'Afrique sub-saharienne (18%) avant de baisser sous les effets de la crise ivoirienne. En 2003, l'UEMOA se présente comme la région qui investit le moins parmi les pays à faible revenu avec un taux inférieur à 18%¹¹⁵. En 2008, sauf la Centrafrique, tous les pays avec un taux d'investissement inférieurs à 20% sont membres de l'UEMOA.

¹¹⁵ LATREILLE & al., op. cit., p. 220.

Graphique 12 : Evolution du taux d'investissement en % du PIB



f. Le taux de couverture de la masse monétaire

La dévaluation s'est traduite par une forte augmentation des réserves de change. Les avoirs extérieurs nets (AEN) des deux Banques centrales ont atteint un niveau très élevé permettant d'assurer le taux de couverture monétaire (rapport entre avoirs extérieurs et engagements à vue des Banques centrales) largement au-delà des 20% requis par les statuts des Banques centrales. Ainsi, le taux de couverture monétaire est passé de 17% en 1993 à 81,3% en 1994 dans l'UEMOA et de 14,8% à 38,5% dans la CEMAC¹¹⁶.

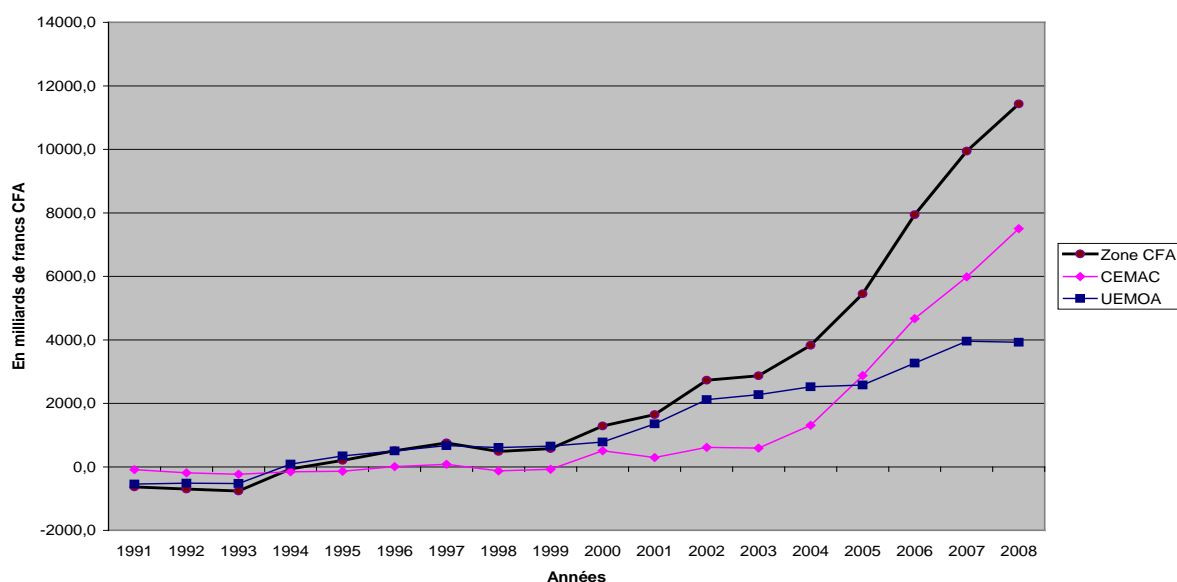
La hausse des réserves de change s'explique par la conjonction de différents facteurs : les transferts spéculatifs (rapatriement des capitaux après la dévaluation), l'augmentation de l'assistance financière internationale et les entrées des devises liées aux excédents commerciaux. Il s'est produit une augmentation des ressources des banques commerciales qui ont cherché à se désendetter auprès des Banques centrales. Craignant l'inflation, ces dernières ont mis en œuvre des politiques monétaires restrictives avec des taux d'intérêt élevés. De ce fait, la Zone CFA s'est retrouvée dans une situation paradoxale où les surliquidités bancaires n'étaient pas mobilisées pour financer les investissements. Ensuite, les taux d'intérêt ont été progressivement abaissés par les Banques centrales sans que ces baisses ne soient répercutées par les banques commerciales sur leurs taux débiteurs.

Sur le long terme, la tendance à la hausse des avoirs extérieurs nets s'est poursuivie et a été confortée par les envois des émigrés. Il faut aussi souligner que la crise ivoirienne n'a

¹¹⁶ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1994.

pas affecté négativement le rythme d'augmentation des réserves de change dans l'UEMOA. Cela s'explique par les bonnes campagnes agricoles (cacao, coton, etc.) et la baisse des importations liées à la crise. Ce constat confirme la thèse de LEDUC (1965) selon laquelle une crise politique dans un pays donné aura un impact limité sur les réserves de change des unions monétaires de la Zone CFA. En 2003, les avoirs extérieurs de la BCEAO lui permettaient de garantir plus de 100% de sa circulation fiduciaire et plus de 50% de sa masse monétaire M2. En revanche pour la CEMAC, le succès dans la constitution des avoirs extérieurs nets, surtout en terme absolu, a commencé à partir de 2004.

Graphique 13 : Evolution des avoirs extérieurs des Banques centrales



Parmi tous les objectifs de la dévaluation, la reconstitution des réserves de change est le mieux accompli. Cet objectif, même s'il ne figure pas parmi les trois principaux mis en avant, était probablement le plus important. Dans l'UEMOA, « *L'objectif central de la politique monétaire, qui visait à accroître le taux de couverture en devises de l'émission monétaire, a été largement atteint* »¹¹⁷. L'augmentation mécanique en monnaie nationale de la valeur des monnaies étrangères permet en effet une couverture plus importante de la masse monétaire, toutes choses égales par ailleurs. Cela permet de sauvegarder les ressources du Trésor français des tirages « intempestifs » des Banques centrales de la Zone CFA. Du point de vue des institutions de Bretton Woods, il s'agissait aussi de rétablir la « réalité » des taux de change.

¹¹⁷ RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 1994, p. 73.

Au final, il faut noter que la dévaluation a été une mesure controversée en ce qui concerne la croissance économique, les comptes extérieurs et les déficits publics. Les fortes fluctuations des cours mondiaux des matières premières semblent être le moteur de la croissance. Il en va de même pour les comptes extérieurs. L'hétérogénéité des structures du commerce extérieur entre l'UEMOA et la CEMAC met en évidence le rôle des facteurs autres que la dévaluation, plus précisément les matières premières. Enfin, pour les déficits publics, il ne fait aucun doute que la dévaluation devait entraîner une hausse mécanique du poids de la dette. Ce sont surtout le soutien financier de la « communauté internationale » qui a joué le rôle capital, notamment dans le cadre de l'initiative PPTE renforcé et l'IADM.

Par ailleurs, la dévaluation visait à opérer une modification des structures économiques. Elle devait favoriser les secteurs exportateurs au détriment des secteurs tournés vers le marché intérieur. A cet effet, le point suivant s'interroge sur la portée sectorielle de la dévaluation.

B. Les effets sectoriels

Au sein du secteur primaire, la culture commerciale représente près de 40% des exportations de la Zone CFA. La dévaluation a eu comme effet d'augmenter en francs CFA les recettes liées à l'exportation des produits agricoles. A cela s'est ajoutée la hausse des cours mondiaux des matières premières suite à l'augmentation de la demande mondiale. Ces phénomènes ont encouragé la production de certaines cultures commerciales. Par exemple, le coton produit dans la Zone CFA était devenu le plus compétitif du monde derrière le Pakistan. Le secteur du coton est redevenu excédentaire après des déficits de 30 millions de dollars entre 1991 et 1992 (HUGON, 1999, p. 151). Le problème est surtout intervenu au niveau de la rente d'exportation. Celle-ci aurait profité aux finances publiques sous la pression des institutions de Bretton Woods au détriment des producteurs locaux.

L'Afrique reste encore marquée par l'héritage colonial. La colonisation a favorisé les cultures commerciales au détriment des produits vivriers. Les produits de première nécessité comme le blé, le riz, etc. sont importés. La dévaluation a entraîné une faible augmentation du commerce de certains produits primaires entre les pays membres de la Zone CFA. Les pays enclavés (le Mali, le Niger, le Burkina Faso, le Tchad, la Centrafrique) sont redevenus compétitifs sur certains marchés des pays côtiers (animaux vivants, céréales, etc.). Cela a entraîné une amélioration sensible des exportations des pays sahéliens vers les pays côtiers, augmentant par là l'intensité du commerce intra-régional, particulièrement pour les pays de

l'UEMOA. En plus, il s'est produit une sensible substitution des produits vivriers locaux aux produits importés dans les pays côtiers. Si cette tendance avait continué, la dévaluation aurait pu se traduire par un changement considérable des habitudes de consommation (mimétisme dans la consommation) dont les effets d'entraînement sur le reste de l'économie auraient pu être positifs. En effet, les produits alimentaires représentent 50% des dépenses des ménages et les céréales plus de 20%¹¹⁸. Les importations du riz au Sénégal et en Côte d'Ivoire ont connu une baisse sensible en 1994 avant de reprendre leur tendance à la hausse (LATREILLE & al., 2004). L'effet-substitution des produits vivriers locaux aux produits importés ne s'est pas inscrit dans une tendance de long terme.

Quant aux entreprises minières, elles ont été peu affectées par la dévaluation, car leurs activités sont tenues essentiellement en dollar. La baisse des cours mondiaux des produits miniers et pétroliers a entraîné une baisse des recettes d'exportation associées à ces activités. Tout comme pour les produits agricoles, avec la dévaluation, les rentes minières et pétrolières se sont accrues en francs CFA.

Par ailleurs, il faut souligner que la Zone CFA est confrontée à un problème de faible industrialisation, voire de déclin du tissu industriel existant. En 1993, l'indice de la production industrielle est plus faible qu'en 1985¹¹⁹. Les industries d'export-promotion se composent essentiellement des industries exportatrices des produits de base agricoles ou miniers. Les effets attendus de la dévaluation sur ces industries viennent d'être soulignés. Les élasticités-prix ne jouent pas ou jouent faiblement pour ces industries. Ce sont les effets cours mondiaux qui priment. A côté de ces industries, il existe d'autres entreprises d'export-promotion spécialisées dans la production des biens de consommation. Ces dernières ont été touchées par la hausse des prix des intrants et doivent faire face à la concurrence des produits en provenance du Nigeria. La dépréciation du naira depuis 1998 est considérée comme l'un des facteurs explicatifs de la perte de compétitivité d'un pays comme le Cameroun (LATREILLE & al., 2004, p. 218). A cela il faut mentionner la dépréciation des monnaies asiatiques entre 30 et 40% suite à la crise des pays d'Asie du Sud-est (HUGON, 1999). Les entreprises d'import-substitution ont également subi la hausse des prix des intrants et ont dû répercuter cette hausse sur les prix de vente. Il semble aussi que le vrai problème réside dans la capacité limitée des industries des pays de la Zone CFA à répondre à une demande supplémentaire. Ces industries ont été construites dans les années 70 et n'ont pas été suffisamment protégées de la concurrence étrangère. Elles produisent à des coûts élevés, ce qui conduit à l'importation

¹¹⁸ HUGON, 1999, p. 150.

¹¹⁹ HUGON, 1999, p. 154.

des produits substitués bas de gamme ou d'occasion. A cet effet, un auteur parle de « poubéllisation » des économies de la Zone CFA (TIANI, 2002, p.99). Selon lui, la dévaluation, au lieu de stimuler la production industrielle locale, s'est traduite par la multiplication des importations des produits « moins chers ». Il en a résulté un développement du commerce intra-africain et du commerce avec les pays asiatiques. L'effet substitution n'a donc pas joué entre la production locale et les importations, mais entre les importations haut de gamme et les importations bas de gamme. Il est le résultat de deux facteurs : les effets positifs de la dévaluation ne peuvent provenir que dans le cas où les partenaires commerciaux maintiennent leur taux de change inchangé et il faudrait que les industries locales soient en mesure de répondre à un surcroît de la demande.

Au niveau des services, l'une des caractéristiques des pays de la Zone CFA est la grande importance du poids du primaire et du tertiaire dans l'économie au détriment du secondaire. Le commerce, les transports, les assurances, etc. occupent une place importante dans ces pays. Le secteur des transports et les entreprises publiques d'électricité ont subi une hausse des prix des hydrocarbures importés. La balance des services est toujours déficitaire dans la Zone CFA et dans chacune de ces Unions monétaires, UEMOA comme CEMAC. L'importance du déficit des balances des services explique celui des balances courantes. Or, celles-ci n'ont connu qu'une amélioration marginale à la suite de la dévaluation.

Au final, la dévaluation n'a pas engendré une restructuration sectorielle dans les pays de la Zone CFA. Le niveau d'industrialisation reste faible. Les structures économiques restent dominées par la prépondérance du primaire et du tertiaire. Les industries d'export-promotion et d'import-substitution n'ont pas suffisamment bénéficié de la dévaluation. La plupart des pays concernés demeurent monoproducteurs de produits de base. Les dotations naturelles en matières premières déterminent ainsi la performance des uns et des autres.

Au-delà des effets macroéconomiques et sectoriels, la dévaluation a produit des effets sociaux. Cette dimension, d'une importance de premier rang, a souvent été reléguée au second plan au profit d'une analyse basée sur les indicateurs macroéconomiques.

C. Les effets sociaux

Depuis 1986, les revenus réels ont connu une baisse de 7% dans les pays africains de la Zone franc (GANKOU & YOKONO, 1998, p. 79). Au lendemain de la dévaluation, cette tendance s'est poursuivie. Le taux de croissance économique était de 0,8% largement inférieur au taux de croissance démographique, plus de 2,5%. Les populations de la Zone

CFA se sont encore appauvries. Les années suivantes (1995-1998) malgré un taux de croissance annuel de 5%, l'effet négatif de la dévaluation sur le pouvoir d'achat a rendu plus difficile l'accès à certains biens de première nécessité. La pauvreté a augmenté à cause du manque d'emploi, de la faiblesse des revenus et de l'augmentation des prix.

Selon HUGON (1999), la dévaluation a accentué la concurrence entre secteur informel et secteur formel. Dans les années 80, les politiques de diminution des coûts de production, donc de la masse salariale, et les politiques de libéralisation du travail, des prix, du commerce extérieur ont dans un premier temps réduit les prix des produits importés, ce qui n'était pas favorable au secteur informel. Ensuite, la dévaluation de 1994 s'est accompagnée par une hausse des prix de ces produits, rendant ainsi le secteur informel plus compétitif. La dégradation du pouvoir d'achat des ménages a fait que la plupart des biens de consommation n'était plus accessible au même prix. Ainsi, la demande adressée au secteur informel s'est améliorée en même temps que les secteurs à bas prix et de qualité inférieure. Le secteur informel probablement le premier secteur pourvoyeur d'emploi a conforté sa situation. La plupart des sorties de chômage se sont faites vers le secteur informel.

D'autre part, la dévaluation a durement affecté les revenus des pauvres urbains consommateurs des biens de première nécessité tandis qu'elle a entraîné une hausse des revenus des producteurs ruraux et les agents du secteur informel moins dépendants des importations. Dans le secteur privé, à cause de la libéralisation des procédures d'embauche et de licenciement, la marge de manœuvre des employés dans les négociations salariales a baissé. Il en a découlé une baisse des salaires.

La dévaluation a entraîné une hausse des prix des médicaments, des produits alimentaires et des fournitures scolaires. La croissance du prix des médicaments est en moyenne de 50%, ce qui est supérieur au taux d'inflation (30%)¹²⁰.

Pour les fonctionnaires, les revenus réels ont chuté. La non indexation des salaires les a poussés dans un système de « débrouillardise ». La généralisation de la polyactivité a permis aux citoyens de s'en sortir face à un Etat absent (MONGA & TCHATCHOUANG, 1996). La corruption s'est répandue à tous les niveaux, car les salaires n'ont pas suivi la réévaluation des marchés. Entre 1993 et 1996, les salaires nominaux ont augmenté de 1/5 tandis que les indices des prix à la consommation en milieu urbain ont augmenté de 50%¹²¹. Les autorités n'ont pas cherché à enrayer la tentation des salariés d'arrondir leur fin de mois par tous les moyens. Une telle situation est à mettre en évidence avec les instabilités sociales et les guerres civiles.

¹²⁰ HUGON, 1999, p. 171.

¹²¹ HUGON, 1999, p. 164.

Tableau 4 : Les pays en conflit entre 1990 et 2002*.

Années/ Pays	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
Bénin													
Burkina													
Cameroun													
RCA							X	X				X	X
Tchad	X	X	X	X	X								
Congo			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
RCI										X	X		X
Guinée éq.													
Gabon													
Guinée Bis.									X	X			
Mali		X	X	X	X	X	X						
Niger							X						
Sénégal													
Togo			X	X									

Sources : KATZ & WEISFELD, (2004).

*Le signe « X » signifie que l'économie du pays concerné a souffert des effets néfastes d'un conflit armé.

Au total, la dévaluation peut être considérée comme une politique dont les effets sont ambigus au niveau macroéconomique, bons au niveau monétaire et mauvais aux niveaux social et sectoriel. Après la dévaluation, la Zone CFA a connu une amélioration des indicateurs macroéconomiques par rapport à la période 1985-1993. Cependant, l'imbrication d'un ensemble de facteurs ont conduit à ces améliorations. Sur le plan monétaire, les Banques centrales jouissent d'un haut niveau de réserves de change, ce qui les met pour l'instant à l'abri de toute attaque spéculative. L'augmentation du coût de la vie et la baisse du revenu réel expliquent l'échec de la dévaluation sur le plan social. Enfin, la dévaluation n'a pas réussi à améliorer la compétitivité des industries exportatrices par un effet-prix parce que les prix de vente de ces industries sont déconnectés des coûts de production internes. Toutefois, la compétitivité d'un pays ou d'un ensemble de pays ne se limite pas à la promotion des industries d'exportation. Cette notion est vaste et complexe. Elle a été l'argument le plus important pour justifier la modification de la parité. Aussi, il convient de débattre sur l'impact de la dévaluation à l'aune de la notion de compétitivité.

Section 2 : L'impact de la dévaluation sur la compétitivité et selon la zone d'émission

Cette section s'interroge sur la réussite de la dévaluation. Dans cette perspective, un intérêt particulier sera accordé à la question de la compétitivité (A). La dévaluation étant une mesure commune à l'UEMOA et à la CEMAC, une comparaison sera faite entre l'évolution de ces deux Unions monétaires qui composent la Zone CFA. Il en ressort que les améliorations constatées ne sont pas imputables au seul fait de la dévaluation (B).

A. La dévaluation et la question de la compétitivité

La compétitivité peut se définir comme la possibilité de garder une place « souhaitable » dans une compétition commerciale, voire d'y participer (LAKEHAL, 2000). Selon l'OCDE, « *la compétitivité désigne la capacité des entreprises, d'industries, de régions, de nations ou d'ensembles supranationaux de générer de façon durable un revenu et un niveau d'emploi des facteurs relativement élevés, tout en étant et restant exposés à la concurrence internationale* »¹²². La compétitivité n'est pas un phénomène de court terme. Elle concerne aussi bien une entreprise qu'un pays. Elle peut prendre au moins huit formes : compétitivité extérieure, compétitivité-change, compétitivité interne, compétitivité structurelle, compétitivité-coût, compétitivité-prix, compétitivité volume et compétitivité image (LAKEHAL, op., cit., p. 132)¹²³. La notion de compétitivité peut être complétée par celle d'attractivité des territoires où les pays se concurrencent afin d'attirer les investissements directs étrangers. Pour cela, ils mènent des politiques visant à accroître la quantité et la qualité des infrastructures et procèdent à des réformes fiscales.

Les pays de la Zone CFA exportent des produits de base agricoles ou miniers. Avec leur niveau de développement actuel, certaines de ces formes de compétitivité sont des préoccupations lointaines. Les industries de la Zone CFA ne sont pas en mesure de concurrencer les importations en provenance des pays développés sur une large gamme de marchandises, ni sur la base de la qualité, ce qui exclut par là même la recherche de certaines formes de compétitivité basée sur le prix et de toute forme de compétitivité basée sur la qualité ou l'image. En effet, il n'existe pas de firmes dans la quasi-totalité des biens importés. C'est la question même de l'industrialisation qui est posée. En l'absence d'une spécialisation industrielle reconnue au niveau international, voire tout simplement d'un tissu industriel, certaines variantes de la compétitivité (compétitivité hors prix, compétitivité-image et compétitivité qualité) peuvent être écartées.

¹²² « ... [Competitiveness is] *the ability of companies, industries, regions, nations or supranational regions to generate, while being and remaining exposed to international competition, relatively high factor income and factor employment levels on a sustainable basis* » (HATZICHRONOGLU, 1996, p. 20).

¹²³ La compétitivité-change est la « *capacité de garder ou d'accroître des parts de marché en profitant des parités monétaires et des rapports des prix intérieurs aux prix extérieurs* ». La compétitivité coût est différente de la compétitivité prix. La première s'obtient en réalisant des économies de coûts de production ou de distribution tandis que la seconde est la capacité de vendre le produit avec bénéfice indépendamment des parts de marché. La compétitivité externe concerne les parts de marché à l'étranger ; en revanche, la compétitivité interne se réfère au marché intérieur. La compétitivité image fait référence aux produits d'un certain *standing*. La compétitivité volume est la capacité d'adapter le niveau de production à l'évolution du marché et de réagir rapidement à toute reprise ou chute de la demande.

Plusieurs manières sont utilisées pour apprécier la compétitivité d'un pays. Le *Global Competitiveness Report* sépare les pays par palier : la compétitivité menée par les facteurs, la compétitivité basée sur l'efficacité ou la compétitivité fondée sur l'innovation.

Le *World Competitiveness Yearbook* utilise 4 principaux facteurs pour analyser la compétitivité des pays : la performance économique, l'efficacité gouvernementale, l'efficacité des affaires et les infrastructures. La pyramide de la compétitivité du « Conseil National Irlandais de la Compétitivité » (*Irish National Competitiveness Council*) fait une distinction entre les « inputs » de la compétitivité nationale sur lesquels il est possible d'agir et les « conditions essentielles ».

Améliorer la compétitivité d'un pays ou d'un ensemble de pays par la dévaluation revient à privilégier la compétitivité-change. Conjugée avec les programmes d'ajustement structurel, il s'agissait aussi de jouer sur les coûts de production (surtout le coût du travail) et l'attractivité des territoires. Il s'agissait donc d'améliorer la compétitivité sur les marchés internes vis-à-vis des importations en provenance des pays voisins, des pays asiatiques, mais également en provenance des pays développés. Cependant, les importations en provenance de ces derniers sont difficilement compressibles à court terme. L'amélioration de la compétitivité sur les marchés externes se heurte à la capacité très limitée de la Zone CFA à exercer une influence sur les prix des produits qu'elle exporte. Elle peut jouer, comme elle l'a déjà fait, sur les coûts de production en réduisant les prix d'achat aux producteurs agricoles, ce qui accroît indéniablement le malaise social dans un environnement où le coût de la vie devient de plus en plus cher. Il faut constater que les cours des matières premières sont indépendants des coûts de production dans la Zone CFA. Les effets de la dévaluation sur les volumes exportés dépendront également de l'évolution des cours des produits exportés. Cependant, la détérioration des termes de l'échange nécessitent plus d'effort pour assurer le taux de couverture des importations.

La Zone CFA se caractérise par une balance commerciale excédentaire. Les déficits les plus importants se situent au niveau de la balance des services et de la balance des revenus. En fait, à la veille de la dévaluation, les pays de la Zone CFA faisaient surtout face à l'évasion des capitaux et à un déficit de croissance qu'il aurait fallu résoudre par l'instauration des mesures de contrôle des capitaux et par l'injection de liquidité qui faisait cruellement défaut.

Après la dévaluation, un certain nombre d'études ont cherché à appréhender l'évolution de la compétitivité de la Zone CFA. A cet effet, l'indicateur le plus utilisé pour rendre compte de la compétitivité-change est le taux de change effectif réel (TCER). Celui-ci

peut être considéré comme un indicateur de compétitivité-prix à court terme, à condition que la productivité globale reste inchangée. L'appréciation du TCER peut s'interpréter comme une perte de compétitivité si elle ne s'accompagne pas d'une augmentation parallèle de la productivité. Selon l'Agence française de développement (AFD), depuis la dévaluation du franc CFA en 1994, les pays de la Zone CFA n'auraient pas enregistré de progrès sensible de leur productivité globale, celle-ci se serait même détériorée¹²⁴. Dans ce contexte, toute appréciation du TCER implique une perte de compétitivité-prix. Après avoir connu une chute liée à la dévaluation, une décennie après, le TCER s'est apprécié de nouveau. Cela est attesté par la plupart des études. L'indice du TCER base 100 en 1993 a baissé jusqu'à 70 en 1994. Il se situait aux alentours de 80 en 2004¹²⁵.

Jusqu'en 2000, les gains de compétitivité issus de la dévaluation étaient élevés (27,5% pour la Zone CFA, 26% pour l'UEMOA et 29,5% pour la CEMAC). A partir de 2001, le TCER des deux zones a commencé à s'apprécier. Dans la CEMAC, cette évolution a été amplifiée par le choc inflationniste consécutif à la hausse des recettes pétrolières. En 2006, la Zone CFA conservait seulement 17,5% des gains de la dévaluation. Ces gains ont été davantage préservés dans l'UEMOA (20%) que dans la CEMAC (15%). Au sein de l'UEMOA, en 2006, le pays ayant conservé les plus forts gains de compétitivité depuis la dévaluation est le Sénégal, son TCER composite étant de 32% inférieur à sa valeur pré-dévaluation, tandis que le Togo et le Bénin ont connu les plus fortes appréciations. Dans la CEMAC, la Guinée équatoriale et le Congo ont épuisé ou presque les gains de compétitivité-prix de la dévaluation, tandis que le Tchad en est proche. En revanche, le Gabon est le pays ayant le mieux préservé les gains de compétitivité issus de la dévaluation dans la CEMAC.

¹²⁴ DJOUFELKIT, H., (2007), « Evolution des TCER de la Zone franc : 1993-2008 », *RAPPORT THEMATIQUE JUMBO*, AFD, avril/20.

¹²⁵ LATREILLE & al., op. cit., p. 216.

Tableau 5 : Evolution des TCER composites par pays (base 100 en 1993)

Pays/Années	1993	1994	1996	1998	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (est.)	2008 (est.)
Bénin	100	73,1	82,4	83,3	81,6	85,2	89,8	90,9	92,3	92,3	96,7	96,5
BF	100	70,3	75,8	78,3	71,8	74,8	76,4	75,5	78,6	80,9	82,8	83,5
RCI	100	64,4	72,6	74,8	72,8	74,8	77,6	78,1	79,2	79,8	81,6	82,8
Mali	100	73,2	83,1	81,6	76,3	85,4	80,5	76,3	78,8	79,9	84	84,2
Niger	100	76,1	83,5	82,9	75,5	79,8	81,3	81,9	86	88,6	91,4	91,2
Sénégal	100	66,8	71,5	71	66,9	68,5	69,4	69,3	68,5	68,2	70,7	71,3
Togo	100	80	88,7	90,8	93,1	95,6	93,8	93,2	94,9	94,3	97,6	96,5
UEMOA	100	68,1	75,8	77	74,2	77	78,7	78,6	79,8	80,3	82,8	83,5
Cameroun	100	67,8	74	75,6	69,5	72,3	73,9	73,6	73,2	75,5	77,7	78,4
Congo	100	74,6	81,4	92,2	78,8	82,6	91,7	97,4	94,4	93,9	104,9	107,8
Gabon	100	68,2	74,4	70,4	58,1	58,1	65,5	68,1	66	66,6	73,7	73,5
Guinée Eq.	100	69,7	83,6	83,5	75,6	86,5	100,3	106,6	109,5	110,7	119,6	122,5
RCA	100	63,4	75,6	73,6	71,5	73,5	76,1	73,5	74	75,7	76,6	77,1
Tchad	100	72,6	82,7	84,3	73,4	83,3	84,4	80,4	84,8	88,1	92,5	93,4
CEMAC	100	70	78,1	80,1	70,5	74,9	81,8	84,3	84	85,1	91,7	93,1
Zone CFA	100	68,9	76,9	78,4	72,5	76,1	80,1	81,3	81,7	82,5	86,9	87,9

Source : DJOUFELKIT, 2007, p. 11.

L'évolution du TCER n'implique un désalignement que s'il s'écarte de son sentier d'équilibre qui est déterminé par l'évolution des fondamentaux du taux de change réel. Le désalignement se définit comme le dépassement du TCER par rapport à sa valeur d'équilibre. Pour la Zone CFA, la valeur d'équilibre a été supposée être en 1996 (post-dévaluation et inflation maîtrisée). L'étude de l'AFD fait une comparaison des TCER de l'UEMOA et de la CEMAC aux termes de l'échange correspondants, considérés comme l'un de ces principaux fondamentaux. Les résultats obtenus montrent que l'appréciation des TCER de l'UEMOA et de la CEMAC depuis 2001 aurait induit un désalignement du TCER dans l'UEMOA, mais pas dans la CEMAC. De ce fait, l'étude conclut que « *La situation macroéconomique est globalement plus équilibrée en Zone CEMAC, car l'appréciation réelle est cohérente avec celle de son principal fondamental. Les trajectoires des taux de change d'équilibre des deux sous zones semblent donc diverger, et ceci de manière durable* » (DJOUFELKIT, 2007, p. 3). A partir de là, deux évolutions tendanciennes ont été mises en lumière : 1. l'affaiblissement du dollar dans une perspective de compétitivité-prix de court terme pour la Zone CFA et dans une perspective d'équilibre macroéconomique pour l'UEMOA ; 2. compte tenu des différences de spécialisation des deux sous-ensembles, toutes choses égales par ailleurs, les évolutions divergentes de l'UEMOA et la de CEMAC devraient continuer.

RAMIREZ et TSANGARIDES (2007) ont étudié l'évolution de la compétitivité des pays de la Zone CFA en utilisant une approche inspirée du Conseil National Irlandais de la Compétitivité. La compétitivité est appréhendée comme l'interconnexion des variables

environnementales et des variables politiques en vue d'atteindre des objectifs bien précis, la croissance et l'amélioration de la qualité de vie. Les composantes environnementales de la compétitivité comprennent la mesure des coûts, des prix, du taux de change, les salaires et leurs impacts sur la capacité du pays à exporter les biens et les services pour acheter les importations requises et maintenir le plein emploi. Les composantes politiques de la compétitivité comprennent les facteurs qui contribuent à une meilleure performance des affaires à travers l'innovation, la productivité, l'environnement des affaires, la gouvernance, et le « capital humain et physique ». Il existe selon ces auteurs un lien fort important entre les deux composantes de la compétitivité. Appliquée à la Zone CFA, cette approche de la compétitivité a permis d'obtenir trois principaux résultats.

- 1) l'évolution de la compétitivité montre qu'il y a des domaines où la compétitivité a été améliorée (la profitabilité des exportations et la part de marché de la CEMAC *via* le développement du marché pétrolier), mais d'autres domaines où la compétitivité a été dégradée (l'appréciation du taux de change effectif réel, les scores pauvres obtenus dans le *Doing Business and Governance* de la Banque mondiale).
- 2) Il y a un sérieux écart de compétitivité quand l'UEMOA et la CEMAC sont comparées avec des pays de niveau de développement similaire, notamment dans le domaine de l'environnement des affaires, la gouvernance et le « capital humain ».
- 3) Enfin, pour surmonter les défis liés à la compétitivité, ces auteurs suggèrent des réformes structurelles dans les deux régions afin d'accroître la productivité, réduire le coût excessif des facteurs, diversifier la base productive et créer les conditions pour attirer les investissements domestiques et étrangers dans tous les secteurs.

Il faut noter que les résultats obtenus par ces auteurs penchent clairement en faveur d'une détérioration de la compétitivité des pays de la Zone CFA (encadré 1). La perte de compétitivité concerne la quasi-totalité des critères, ce qui jette un doute sur la réussite de la dévaluation quant à l'amélioration de son principal objectif, la compétitivité.

Encadré 1 : La compétitivité dans la Zone CFA : un point de vue large

Cet encadré présente les principaux résultats obtenus par RAMIREZ et TSANGARIDES (2007).

- La profitabilité et les parts de marché

Depuis 2001, la part de marché de la CEMAC a augmenté sur le marché mondial, mais elle a baissé en Afrique et est restée constante dans l'Union européenne. Les exportations de la CEMAC par rapport au PIB entre 2001 et 2006 sont plus élevées que celles de l'Amérique, l'Afrique Sub-saharienne, les pays de l'OCDE et la plupart des pays émergents de l'Asie. La performance exportatrice de la CEMAC a été conduite par la production pétrolière. Cependant, depuis 1997, il y a une baisse des exportations non pétrolières par rapport au PIB, même si les tendances amorcées en 2005 montrent une certaine amélioration. Le volume des exportations de l'UEMOA a augmenté de près de 2%. Ses parts de marché ont également augmenté dans le total mondial, mais ont baissé en Afrique et dans l'Union européenne. Avec 31% du PIB, la part moyenne de l'UEMOA est plus faible que celle de l'Afrique Sub-saharienne, mais plus élevée vis-à-vis des pays de niveau similaire. Les exportations intra-UEMOA se sont améliorées et sont plus importantes que les exportations intra-CEMAC.

- La productivité

La productivité (mesurée par le PIB réel par tête) de l'UEMOA est la plus faible de tous les pays en développement comparatifs. La productivité de la CEMAC est autour de la moyenne de l'Afrique Sub-saharienne et est en amélioration depuis 2000. Un autre indicateur de la productivité, PIB réel par tête vis-à-vis des partenaires commerciaux, montre que l'UEMOA et la CEMAC font face à une baisse persistante de leur productivité depuis la fin des années 90 et ont le même niveau de productivité en 2006. Cependant, à 79% en 2004, la participation totale de la force de travail est supérieure à celle de l'Afrique Sub-saharienne 76% et des pays latino-américains 70%.

- Les taux de change

Les résultats obtenus sont similaires à ceux de l'AFD. Après la dévaluation, il s'est produit une appréciation du taux de change effectif réel. En décembre 2006, la CEMAC était à 86% de son niveau pré-dévaluation et l'UEMOA à 77%. D'après cette étude, les appréciations réelles résultent du raffermissement des cours de l'euro. Il y a des variations significatives autour de la moyenne régionale. Dans l'UEMOA, le Bénin a connu la plus forte appréciation 89% et le Mali la plus faible 66%. Dans la CEMAC, la Guinée équatoriale a déjà épuisé tous les gains issus de la dévaluation avec une appréciation de son TCER de 116% ; le Gabon est le pays qui a le plus préservé ces gains avec une appréciation de 70%.

Le taux de change réel interne (TCRI) montre une érosion plus accentuée de la compétitivité que ce qui est suggéré par le TCER dans le cas de la CEMAC. Fin 2006, le total cumulé était de 91% contre 86% pour le TCER, traduisant une appréciation annuelle moyenne de 11% depuis 1994. Pour l'UEMOA, le TCRI suit le TCER jusqu'en 2003. Après 2003, le TCER semble surestimer l'érosion de la compétitivité.

A la fin de l'année 2006, la moyenne du taux de change nominal unifié pour la CEMAC était autour de 60% de son niveau pré-dévaluation. Toutefois, le taux de change réel unifié montre une appréciation plus importante, 83% de son niveau pré-dévaluation, soit une appréciation annuelle moyenne de 28% entre 1994 et 2000. Le taux unifié en terme nominal de l'UEMOA s'est apprécié de 30% annuellement et a atteint, en 2007, 80% de son niveau pré-dévaluation. En 2007, le taux de change unifié en terme réel de l'UEMOA était autour de 72% de son niveau pré-dévaluation.

Sur la base d'une étude de ABDIH et TSANGARIDES (2006), selon laquelle les taux de change réels de l'UEMOA et de la CEMAC étaient légèrement plus appréciés que leur niveau d'équilibre de long terme à la fin de l'année 2005, mais que les désalignements estimés n'étaient pas statistiquement significatifs, ils concluent que les taux de change effectifs réels étaient largement sur leur tendance d'équilibre de long terme. Cette conclusion est en revanche contradictoire avec celle de l'AFD.

- Les salaires

Selon les résultats, les salaires nominaux tendent à augmenter moins rapidement que les autres prix dans l'UEMOA et dans la CEMAC. Fin 2006, les pays de la CEMAC se caractérisaient par une baisse du salaire réel sauf pour la Guinée Equatoriale et le Gabon. Dans l'UEMOA, les salaires réels étaient plus importants en 2006 qu'en 2003 au Burkina, en Côte d'Ivoire, au Niger et au Togo, mais ils ont augmenté à partir de 2003 au Bénin, au Mali et au Sénégal.

- Les investissements directs étrangers (IDE)

Les IDE dans l'UEMOA et dans la CEMAC sont bas en terme de valeur, mais importants par rapport au PIB. Dans la CEMAC, les IDE ont augmenté progressivement, dépassant les autres pays de l'Afrique Sub-saharienne à partir de 2001. Cela s'explique par les investissements effectués dans le secteur pétrolier. Les IDE ont atteint 40% du PIB en 2005. Dans l'UEMOA, les IDE se sont stabilisés autour de 15% du PIB vers l'année 2000. En Afrique Sub-saharienne, les IDE ont décliné depuis 2003 ; en 2005 c'était autour de 30% du PIB.

- La profitabilité des exportations

La profitabilité des exportations dans la CEMAC a été conduite par le secteur du pétrole. Il y a une chute de la profitabilité des exportations non pétrolières de la CEMAC. Pour l'UEMOA, il y a un déclin net de la profitabilité depuis 1995.

- L'environnement des affaires

Le *Doing Business* a été utilisé pour évaluer l'environnement des affaires. Les pays de l'UEMOA et de la CEMAC sont parmi les plus bas dans le classement, ce qui signifie qu'il y a de sérieux obstacles structurels au développement du secteur privé. Créer une entreprise dans la Zone CFA est 2,5 fois plus onéreux (en terme de revenu par tête) en moyenne qu'en Afrique Sub-saharienne dont la moyenne est de 4 à 5 fois plus élevée que dans les autres pays en développement. Les coûts de fonctionnement sont 2 fois plus hauts qu'en Afrique Sub-saharienne. Fermer une entreprise dans la CEMAC est 2 fois plus coûteux en argent et en temps que dans le reste de l'Afrique Sub-saharienne et le taux de recouvrement est très bas (10 centimes par dollar investi contre 18 centimes pour le reste de l'Afrique Sub-saharienne). Dans l'UEMOA, le temps requis pour fermer une entreprise est plus long, mais le coût est en moyenne plus bas que dans le reste de l'Afrique Sub-saharienne. Le taux de recouvrement est autour de 23 centimes par dollar investi.

La régulation du marché du travail est 20 à 30 fois plus rigide dans la Zone CFA que dans le reste de l'Afrique Sub-saharienne. Le coût médian de l'embauche est de 70% plus élevé que celui de l'Afrique Sub-saharienne et de 50% au dessus de celui des pays en développement. L'impôt sur le bénéfice est plus élevé dans la CEMAC que dans l'UEMOA (60% du profit dans la CEMAC, 48% dans l'UEMOA et 46% pour les pays en développement). Pour importer, le pays en développement médian a besoin de 26 jours contre 32 jours pour l'UEMOA et 44 jours pour la CEMAC.

- La gouvernance

Le *Worldwide Governance Indicators* a été utilisé. Les deux régions tendent à se positionner au dessous de la moyenne en comparaison avec les pays de niveau de développement similaire. Cependant, il y a eu progrès dans les années récentes. Les pays de la CEMAC ont une mauvaise performance en ce qui concerne l'efficacité du gouvernement. Ils sont classés haut au niveau de la stabilité politique. Il y a des disparités entre les pays. Un pays comme le Gabon est classé haut dans tous les domaines. Les pays de l'UEMOA sont généralement mieux classés que ceux de la CEMAC. Des disparités existent entre les pays. Le Mali, le Bénin et le Burkina sont en haut du classement tandis que la Côte d'Ivoire et la Guinée Bissau sont en bas du classement.

- La technologie et le « capital physique et humain »

Les indicateurs d'infrastructure et de technologie montrent quelques améliorations par rapport à la moyenne de l'Afrique Sub-saharienne. Cependant, avec un niveau proche de la moyenne Sub-saharienne, les infrastructures de la CEMAC sont particulièrement pauvres. Dans l'UEMOA, c'est autour de 50% supérieur à la moyenne de l'Afrique Sub-saharienne. Dans ce domaine, l'UEMOA dépasse aussi l'Amérique latine et les pays à bas et moyen revenu. Les améliorations tendent à continuer avec le programme économique régional (PER), un plan ambitieux visant à accélérer la croissance régionale ; 80% des ressources du programme économique régional sont allouées aux infrastructures routières.

En ce qui concerne la technologie, le résultat obtenu suggère que la CEMAC est plus performante que l'UEMOA et l'Afrique Sub-saharienne. Toutefois, la moyenne de la CEMAC est plus basse que celle des pays à bas revenu et à revenu intermédiaire et les pays latino-américains.

Des indicateurs choisis du « capital humain » pour l'UEMOA et la CEMAC montrent des différences qui sont parfois surprenantes. Autour de 50 ans, l'espérance de vie est plus élevée dans l'UEMOA que dans la CEMAC qui est légèrement plus élevée aussi que dans l'Afrique Sub-saharienne. En Amérique latine, elle est de 72 ans. Le taux de mortalité infantile s'est amélioré dans l'UEMOA et s'est approché de la moyenne Sub-saharienne (102‰), mais ce taux s'est détérioré dans la CEMAC de 2000 à 2005. Ces taux sont plus élevés que dans le reste du monde en développement : Amérique latine (27‰), Asie de l'Est et Pacifique (29‰) et Asie du Sud (66‰). Pour les deux régions, les dépenses de santé et d'éducation par rapport au PIB sont inférieures à la moyenne de l'Afrique Sub-saharienne. L'objectif d'une éducation primaire s'est amélioré pour les 2 régions, mais avec des chiffres bas et inférieurs à la moyenne de l'Afrique Sub-saharienne. Enfin, les taux de prévalence du Sida entre 2000 et 2005 (2% dans l'UEMOA et 6% dans la CEMAC) étaient faibles par rapport au niveau Sub-saharien, mais plus élevés que dans d'autres pays en développement. La moyenne des pays à bas revenu et à revenu intermédiaire est de 1,2% et l'Asie de l'Est et le Pacifique 0,2%.

Source: RAMIREZ et TSANGARIDES (2007).

La question de compétitivité-change de la Zone CFA demeure encore d'actualité non à cause de la dévaluation de 1994, mais surtout avec le passage à l'euro en 1999. La fixité à l'euro intègre la Zone CFA dans la Zone euro. La France a négocié le maintien du système monétaire de la Zone CFA avec les autres membres de l'Union européenne¹²⁶. L'arrimage du

¹²⁶ La décision du 23 novembre 1998 a accordé à la France la possibilité de poursuivre sa coopération monétaire avec les pays de la Zone CFA sans interférence européenne, mais avec un simple devoir d'information à l'égard

franc CFA à l'euro n'est pas sans conséquence. Le débat porte surtout sur les avantages et les inconvénients de cet arrimage. Avec la fixité à l'euro, l'évolution du contexte européen déterminera en partie celle des pays de la Zone CFA.

Le rattachement du franc CFA à l'euro pourrait entraîner une baisse des coûts de transaction et un renforcement de la stabilité économique. L'appréciation de l'euro par rapport aux autres devises aura comme conséquence une appréciation des francs CFA. Cela aura des effets bénéfiques pour la dette libellée en dollars. Les taux d'intérêt pourraient baisser. Cela pourrait avoir des effets positifs sur la dette interne. Les importations de la Zone CFA coûteront moins chères avec le risque tout de même de décourager la production domestique. La stabilité du franc CFA pourrait entraîner une hausse des investissements directs (HADJIMICHAEL & GALY, 1997). Toutefois, cet avantage souvent mentionné par la plupart des auteurs ne s'est pas produit en raison d'un ensemble de facteurs dont un certain nombre ont été soulignés par RAMIREZ et TSANGARIDES (2007). En fait, un euro trop fort (trop instable) risquerait de pénaliser les pays de la Zone CFA. Il en résulterait une diminution (une instabilité) importante des recettes d'exportation. L'appréciation réelle du taux de change du franc CFA risquerait d'asphyxier la compétitivité. En effet, le franc CFA pourrait suivre l'euro dans sa hausse ou dans son instabilité par rapport aux autres devises internationales et, donc, par rapport aux devises des pays en développement, notamment celles d'Asie et d'Amérique latine dont le cours est fixé sur le dollar, le yen et même sur le droit de tirage spécial du FMI. L'appréciation du taux de change effectif réel constatée par la plupart des études découle en partie de ce phénomène.

Il n'est pas aisé d'admettre l'objectif d'amélioration de la compétitivité comme motif valable de la dévaluation. Aucune des acceptions de la compétitivité n'est recevable avec force pour justifier la dévaluation. Cela corrobore la conclusion de VILLIEU et SEMEDO (1997) qui affirment que : « *Compte tenu de la composition sectorielle des échanges extérieurs des pays de la Zone franc, il ne fait guère de doute que la somme des élasticités prix de leurs exportations et de leurs importations est à court terme inférieure à l'unité* ». Ceci revient à dire que la dévaluation ne pouvait pas produire de gain de compétitivité-prix ou de coût sinon très faiblement¹²⁷. Ces auteurs poursuivent leur raisonnement et affirment : « *On voit donc qu'en l'état actuel des structures économiques des pays africains de la Zone franc, les effets positifs de la dévaluation sont particulièrement incertains, tandis que les*

des autres pays de l'Europe. L'Europe n'intervient qu'en cas d'admission ou d'exclusion d'un pays de la Zone ou en cas de changement de la nature des accords (fixité du change, garantie de la convertibilité, etc.).

¹²⁷ Voir également VILLA (1994) sur ces aspects.

effets négatifs risquent de s'exercer pleinement. Néanmoins, cette manière de poser le problème doit être nuancée, car la question soulevée par la dévaluation est précisément celle du changement de structure à long terme, et non celle de l'équilibre commercial ou budgétaire à court terme (...) » (ibid., p.115). Si la dévaluation du franc CFA et ses mesures d'accompagnement ont eu pour but de générer un changement de structures économiques des pays de la Zone, l'analyse effectuée sur le long terme montre que les pays de la Zone CFA restent caractérisés par une spécialisation dominée par les matières premières, une faible industrialisation et une exposition importante aux cours mondiaux des matières premières. De ce fait, la dévaluation n'a pas entraîné une modification attendue des structures économiques. En plus, elle aurait pu être évitée si les accords de coopération liant la Zone CFA au Trésor français avaient joué. L'un des principaux piliers de ces accords est de maintenir la fixité du change. Si l'objectif affiché de la dévaluation visait la dimension économique, il est indéniable que l'aspect politique a été tout aussi déterminant. La dévaluation a porté atteinte à l'un des fondements de base de la Zone CFA : la fixité du taux de change franc CFA/franc français.

Par ailleurs, il convient de s'interroger sur l'un des arguments avancés pour dévaluer le franc CFA : la réallocation des ressources vers les secteurs exportateurs. Celle-ci pose la question de la nature de ces secteurs. En effet, chercher à réallouer davantage les ressources vers les secteurs primaires, qui par ailleurs emploient plus de la moitié des actifs, dans une zone qui souffre d'une faible diversification des activités productives revient à piéger la Zone CFA dans la production et l'exportation des biens à faible valeur ajoutée et à accentuer le poids du primaire et du tertiaire au détriment du secondaire. Aujourd'hui, il semble que cette réallocation a été couronnée de succès et le sort des pays de la Zone dépend plus que jamais de l'évolution des cours mondiaux des produits primaires.

Les changements structurels voulus par la dévaluation n'ont pas été ceux des structures de production créatrices de valeur ajoutée. La spécialisation des économies de la Zone semble avoir été accrue, ce qui est de nature à accentuer leur vulnérabilité. La dévaluation a accentué les différences structurelles entre l'UEMOA et la CEMAC. Une analyse comparative des effets de la dévaluation dans la CEMAC et dans l'UEMOA permet de saisir ces différences.

B. Evolution divergente de l'UEMOA et de la CEMAC

Les tendances observées dans l'évolution des indicateurs macroéconomiques de l'UEMOA et de la CEMAC n'ont pas été les mêmes. Puisque ces deux Unions monétaires obéissent quasi-exclusivement aux mêmes règles de fonctionnement, une dévaluation de même ampleur de la valeur de la monnaie aurait dû produire des effets identiques. Si cela n'est pas le cas, d'autres facteurs pourraient expliquer les évolutions observées.

Sur la période 1994-1998, l'UEMOA a connu une croissance soutenue de près de 5% par an. Ce taux moyen de croissance était supérieur au taux de croissance démographique de 3%¹²⁸. Par conséquent, le revenu par tête a augmenté en moyenne de 2%. Ce regain de croissance est imputable à l'évolution favorable des cours mondiaux des matières premières exportées par les pays membres de l'Union (cacao, café, or...), aux soutiens financiers des institutions de Bretton Woods et d'autres bailleurs de fonds.

En revanche sur la période 1999-2004, l'UEMOA a été marquée par un ralentissement économique, même si certains pays ont connu un taux de croissance soutenu. Cette évolution s'explique par la baisse des cours des matières premières exportées et par la dégradation de la situation sociopolitique de la Côte d'Ivoire. Cela a entraîné une baisse de l'investissement privé. Cette tendance a été accentuée par la baisse de l'aide publique au développement et des cours des matières premières exportées. Le taux de croissance économique est demeuré inférieur au taux de croissance démographique, se traduisant par une baisse du revenu par tête durant quatre années consécutives. Globalement, sur la période 1999-2004, les résultats obtenus montrent une contreperformance des variables macroéconomiques et une performance des variables monétaires dans l'UEMOA. Ceci a conduit le gouverneur de la Banque centrale de l'époque à qualifier cette situation de décalage persistant entre le pôle économique et le pôle monétaire (BANNY, 2004).

La situation économique et monétaire de la CEMAC les premières années qui ont suivi la dévaluation, contrairement à l'UEMOA, est restée marquée par les difficultés économiques et financières. La dévaluation a coïncidé avec la chute des cours du pétrole. De ce fait, les pays de la CEMAC ont eu des difficultés à mettre en œuvre les programmes d'ajustement du FMI. Celui-ci a donc suspendu ses apports financiers d'où des difficultés économiques et financières des pays concernés.

¹²⁸ Les chiffres proviennent de divers *RAPPORTS ANNUELS* (BCEAO, BEAC et Zone franc). Pour plus de détails, voir les tableaux 5 et 6 du chapitre 4.

Cependant, sur la période 1999-2004, il s'est produit un renversement de tendance. Les pays de la CEMAC ont connu une croissance économique soutenue, une situation budgétaire renforcée, une stabilité monétaire et un solde du compte courant extérieur excédentaire¹²⁹. En effet, la CEMAC, dont les pays membres sont pratiquement tous exportateurs de pétrole, excepté la Centrafrique, a bénéficié de l'évolution favorable des cours mondiaux du pétrole et des effets bénéfiques des investissements réalisés dans ce secteur. L'analyse de la situation économique de la CEMAC entre 1999 et 2004 fait ressortir de très bons résultats, ce qui constitue une contradiction majeure avec l'évolution économique de l'UEMOA. La croissance est devenue très vigoureuse avec un taux de 7,7% entraînant ainsi une croissance du PIB réel par tête de 5,2 %. Dans ce contexte, il faut remarquer qu'en 2004, les taux de croissance réels s'établissaient à 28,8 % pour le secteur pétrolier et 4,3 % pour le secteur non pétrolier. Cette évolution résulte, d'une part, de l'extension des capacités d'extraction de certains gisements et de la mise en production des nouveaux puits en Guinée Equatoriale et au Tchad et, d'autre part, de l'amélioration de la productivité des vieux puits du Gabon. Le niveau élevé de la consommation privée et le dynamisme des investissements productifs, surtout dans le domaine du secteur pétrolier, a accentué la tendance haussière du PIB.

L'évolution favorable du secteur pétrolier a profité aux finances publiques et au commerce. Les recettes pétrolières ont augmenté de 34,2 % alors que les recettes non pétrolières ont augmenté de 12,5 %, faisant ainsi des recettes pétrolières le premier poste du budget des Etats avec plus de 50% des recettes totales. L'excédent commercial a presque doublé. Les exportations ont augmenté de 42% et il s'est produit une baisse des importations due à l'achèvement de certains grands travaux (mise en place de pipeline). D'autre part, le solde du compte courant, déficitaire en général, est devenu excédentaire en 2004 à hauteur de 1 % du PIB. Au total, la balance des paiements a dégagé un solde excédentaire (1,2 % du PIB) en 2004.

Ces observations montrent que l'évolution économique et financière des pays de la Zone CFA sur la décennie 1994-2004 a obéi à deux sous-périodes distinctes dont chacune a été favorable à chacune des unions monétaires de la Zone CFA. La première période va de 1994 à 1999. Elle a été favorable à l'UEMOA et la seconde période (1999-2004) a été favorable à la CEMAC. Il faut remarquer que les pays de l'UEMOA exportent le cacao, le

¹²⁹ Dans cette étude, l'évolution de l'année 2004 est assez impressionnante dans la CEMAC et parlante au niveau de l'ensemble de la Zone CFA. Elle montre clairement le sens de la contradiction entre l'évolution des deux sous-régions de la Zone CFA.

café, le coton et l'or tandis que les pays de la CEMAC sont majoritairement exportateurs de pétrole, même s'ils exportent également d'autres produits primaires. L'UEMOA est importatrice nette de pétrole contrairement à la CEMAC qui en est une exportatrice nette. Dans ce contexte, une hausse des cours du pétrole, toutes choses égales par ailleurs, se traduira pour la CEMAC par un accroissement de l'excédent commercial, une amélioration du solde courant et un accroissement des recettes issues du commerce extérieur. Cette situation est favorable à la croissance économique et à l'amélioration des réserves de change de la BEAC. A l'inverse, l'UEMOA, importatrice nette du pétrole, connaîtra une réduction de l'excédent commercial, une baisse des recettes budgétaires, un ralentissement de l'économie (voire la récession) et la pression pourrait s'exercer sur les réserves de change de la BCEAO. Ce mécanisme s'est produit durant la décennie qui a suivi la dévaluation. Les fluctuations des cours du pétrole engendrent une contradiction dans l'évolution économique des deux sous-ensembles de la Zone CFA¹³⁰. L'année 2004 est tout à fait illustrative de cette remarque. En effet, le raffermissement des cours du pétrole a fait que les pays de la CEMAC ont obtenu des bons résultats économiques tandis que les pays de l'UEMOA ont souffert de cette situation. Dans cette dernière Union, la croissance prévue était de 4,6%, mais la croissance réalisée n'était que de 2,6%. En 2004, si les cours du dollar (monnaie de cotation du pétrole) avaient augmenté, cela aurait été une situation quasi-idéale pour la CEMAC tandis que cela aurait eu des effets mitigés dans l'UEMOA.

Compte tenu de cette distinction structurelle, la question est de savoir si l'UEMOA et la CEMAC avec des structures fort divergentes ont-elles intérêt à évoluer sous les mêmes règles ?¹³¹ Au niveau monétaire, la réponse à cette question semble paradoxalement positive. En effet, si les deux Unions monétaires évoluent parfaitement de façon identique, en cas de choc extérieur positif, par exemple une hausse des cours des matières premières y compris le pétrole, le solde commercial s'améliorerait, ce qui profiterait aux finances publiques d'où la croissance économique au niveau agrégé de la Zone CFA. Par conséquent, le taux de couverture de la base monétaire s'améliorerait et le franc CFA se trouve conforté. Dans l'occurrence d'une baisse des cours des matières premières qui entrainera une baisse de la valeur des exportations, les finances publiques qui sont essentiellement alimentées par les taxes issues du commerce extérieur, se détérioreront. Les économies entreront en récession d'où des pressions sur le niveau des réserves de change des Banques centrales et donc sur le

¹³⁰ Une situation identique mais moins marquée se produit dans la CEMAC quand les cours des matières premières hors pétrole augmentent. Elle connaîtra des difficultés dans ce cas.

¹³¹ JOANNIDIS, M. & PERRET, T., (2005), « L'UEMOA : la crise, sans dévaluation », MFI HEBDO : *Economie Développement*, RFI, le 15/04/2005.

franc CFA. L'application des programmes d'ajustement du FMI deviendrait pénible, ce qui pourrait se traduire par un arrêt de ses apports financiers. Il se produirait des évactions de capitaux et les expatriés deviendraient sceptiques quant au rapatriement immédiat de leurs capitaux. Une telle évolution pourrait sans doute aboutir à un changement de parité.

En définitive, une évolution économique similaire des deux sous-ensembles constituant la Zone CFA n'est pas forcément une situation optimale en cas de difficulté économique. Il est donc possible de déduire qu'une évolution contradictoire de la situation économique des deux Unions n'est pas forcément sous-optimale, car globalement, le niveau des réserves de change pourrait être maintenu, ce qui permettrait de sauvegarder la confiance dans le franc CFA¹³².

Le maintien du niveau des avoirs extérieurs pourrait s'expliquer aussi par une attitude attentiste ou hésitante des spéculateurs en raison de la performance économique de l'une des unions monétaires. Cette analyse suppose que les agents économiques prêtent davantage attention à la situation d'ensemble et non individuelle de l'UEMOA et de la CEMAC. Il semble que cela ait été le cas pour les autorités françaises, car les difficultés économiques pour une seule Union n'a depuis l'indépendance jamais donné lieu à une révision de parité.

L'évolution économique de la Zone CFA dans les années 80, avec des difficultés de toutes sortes, s'explique par la baisse des cours des matières premières y compris ceux du pétrole. Cette baisse a été accentuée dans la deuxième moitié de la décennie par celle des cours du dollar. Au niveau agrégé, il s'est produit une baisse des réserves de change dont la conséquence a été la dévaluation en 1994. En revanche, la décennie qui a suivi la dévaluation a été marquée par une contradiction dans le sens des évolutions économiques. La première période (1994-1999) est celle où l'UEMOA a réalisé le plus de succès alors que la deuxième période (1999-2004) correspond à celle où la CEMAC a connu une croissance économique soutenue. Il y a eu un effet-complémentarité sur la décennie qui a suivi la dévaluation, ce qui a permis de maintenir la confiance au franc CFA. Il est possible de commencer l'analyse par la période qui a suivi les indépendances (1960-1979)¹³³. Sur cette période, les deux Unions monétaires ont évolué de façon quasi-similaire. Les évolutions enregistrées dans les deux Zones d'émission étaient dans le sens d'une expansion économique soutenue. La Zone CFA a donc accumulé des réserves de change et respecté ses obligations statutaires vis-à-vis du Trésor français. Le second choc pétrolier est l'événement qui a véritablement mis en évidence

¹³² Cependant, sur le plan économique, la Zone ou le pays en proie aux difficultés économiques payera le coût de la fixité du change. Le chapitre 7 étudiera plus largement cet aspect.

¹³³ Cette analyse peut être prolongée jusqu'à 1985, car les pays de la CEMAC ont mieux résisté à la crise avant de connaître un déficit des *comptes d'opérations* en 1987.

l'hétérogénéité des pays de la Zone CFA. Il a eu comme effet une chute des avoirs extérieurs des pays de l'UEMOA, ce qui a, à son tour, provoqué le premier débit des *comptes d'opérations* de la BCEAO. Cependant, le choc pétrolier a été favorable à la CEMAC, ce qui a permis de nuancer la situation d'ensemble.

Les performances économiques de la Zone CFA dépendent largement de l'évolution des cours des matières premières exportées et de leur monnaie de cotation. Il faut noter que la baisse des cours du dollar n'a pas empêché les pays de la CEMAC de réaliser des performances économiques vigoureuses en 2004. A partir de cette date, l'UEMOA est devenue de moins en moins performante pour deux raisons principales : la hausse des cours du pétrole, dont elle est importatrice nette, et les différentes crises alimentaires survenues (l'invasion des criquets et le report des spéculations sur les produits alimentaires dans la deuxième moitié des années 2000).

Conclusion

La dévaluation du franc CFA n'a pas permis aux pays membres de la Zone CFA d'améliorer leur compétitivité, ni de diversifier leurs exportations. La tendance à l'appréciation du franc CFA pose la question de la nature du régime de change et de la monnaie d'ancrage de ces pays. Les effets de la dévaluation concernent surtout le renchérissement des importations, le gain de compétitivité des pays sahéliens sur certains marchés des pays côtiers et la substitution des produits vivriers locaux aux produits vivriers importés dans ces derniers. Le changement de parité a également permis le rapatriement des capitaux évadés. Les effets positifs de la dévaluation semblent être négligeables par rapport aux effets négatifs, notamment sur les populations et les structures économiques des pays de la Zone CFA. La comparaison entre l'UEMOA et la CEMAC montre que la dévaluation n'est pas la seule raison des améliorations observées. Il s'est produit une détérioration des termes de l'échange, une augmentation du coût de la vie et un ajustement supporté principalement par les salariés (baisse des effectifs de la fonction publique et perte de pouvoir d'achat) et des scores médiocres obtenus dans le *World Competitiveness Yearbook* et le *Doing Business*. Trois phénomènes souvent moins étudiés découlent de l'analyse des effets de la dévaluation.

Le décalage observé entre le « secteur économique » et le « secteur monétaire ». La politique monétaire semble guider les autres dimensions de la politique économique. La discipline monétaire a été complétée par une discipline budgétaire élaborée dans le cadre des mesures de convergence macroéconomique. Dans le domaine monétaire, les indicateurs les

plus importants, notamment le taux de couverture de la masse monétaire et le taux d'inflation, ont connu une amélioration très importante dans l'ensemble de la Zone CFA. Le fonctionnement de celle-ci est devenu, à bien des égards, proches de celui des caisses d'émission, notamment les versions modernes.

Ensuite, il faut noter que depuis la dévaluation, la tendance à l'augmentation de la liquidité bancaire ne s'est pas estompée. Cette surliquidité du système bancaire peut être considérée comme un effet inattendu de la dévaluation. Elle est devenue plus vigoureuse au début des années 2000. De ce fait, son ampleur suscite des interrogations compte tenu des besoins importants de financement des pays de la Zone CFA.

Enfin, l'hétérogénéité structurelle constatée entre l'UEMOA et la CEMAC pose la question de leur appartenance à la Zone CFA. Autrement dit, des pays de structures différentes peuvent-ils évoluer avec des politiques monétaires similaires ? Si le régime de change et la monnaie d'ancrage du franc CFA peuvent conduire à l'accumulation des réserves de change nécessaires au maintien de la Zone, ne sont-ils pas de nature à entraver le développement économique d'un certain nombre de pays ?

Ces trois phénomènes constituent semble-t-il les évolutions majeures qui ont marqué la Zone CFA après la dévaluation. Aussi, il s'avère important de leur accorder une attention particulière dans la deuxième partie.

DEUXIEME PARTIE

Analyse des nouvelles orientations de la politique économique

INTRODUCTION

La dévaluation du franc CFA et ses mesures d'accompagnement ont provoqué des changements importants dans la Zone CFA. Les réformes adoptées privilégient davantage la stabilité monétaire et financière. En fait, la préservation du système financier et la stabilité des prix semblent désormais primordiales. Les Banques centrales, contrairement à la période des accords monétaires, ne cherchent plus nécessairement à contribuer au développement économique, cet objectif étant devenu secondaire par rapport à l'impératif de la stabilité des prix. Cette partie s'interroge sur les conséquences de ces nouvelles orientations de la politique monétaire dans la Zone CFA. Elle montrera que l'évolution des structures monétaires est devenue plus proche de celle des caisses d'émission. Ainsi, l'environnement international, qui exerce déjà une influence importante, conditionnera davantage l'évolution du contexte local. Dans un contexte international favorable, le système peut s'avérer solide en raison de l'afflux des capitaux. Cependant, les autorités monétaires s'interdisent toute possibilité de régulation devant une conjoncture défavorable.

L'analogie de plus en plus accentuée de la Zone CFA aux caisses d'émission a d'autres implications dont la surliquidité bancaire. Le phénomène de surliquidité dans un ensemble de pays pauvres, qui ont souffert du poids de l'endettement international jusqu'à la période récente et dans lesquels les entreprises font face à de sévères contraintes de financement, est sans doute paradoxal. Cette partie étudie ces questions en explicitant leurs causes et leurs implications. En plus, l'accent portera sur la question de l'efficacité de la politique monétaire selon le type de surliquidité bancaire. Cette dimension est particulièrement importante dans le cas de la CEMAC.

Une autre conséquence du maintien d'une fixité extrême est la surévaluation et, donc, l'inadaptation du taux de change aux structures hétérogènes des pays de la Zone CFA. Celles-ci figurent parmi les caractéristiques des régimes de change fixes. En effet, l'hétérogénéité des structures pose la question de l'appartenance de ces pays aux mêmes regroupements monétaires et celle de l'adéquation du taux de change. En plus du niveau du taux de change, il se pose deux questions importantes : l'appartenance à l'Union monétaire et le choix du régime de change [si fixe, le choix de la (ou des) monnaie(s) d'ancrage].

Chapitre 4 : La Zone CFA et les caisses d'émission : les analogies de deux systèmes d'émission monétaire

La dévaluation du franc CFA est intervenue dans un contexte international marqué par l'adoption des régimes de change extrêmes. Dans les années 90, la multiplication des crises de change touchant des pays de structures très variées a ranimé un débat de fond sur le choix d'un régime de change. L'ère est au triomphe du paradigme des « solutions en coin » : seuls les régimes de change extrêmes (flexibles ou fixes) seraient viables (EICHENGREEN, 1999 ; SUMMERS, 2000 ; BABULA & OKTER-ROBE, 2004). L'engouement suscité en faveur de ces régimes a conduit un nombre important de pays (des pays sous-développés, émergents ou en transition) à adopter soit un régime de change fixe extrême (*currency board* ou dollarisation), soit la flexibilité pure du taux de change. Les régimes de change intermédiaires ont été désavoués. Ils ont été considérés comme les plus à même de générer des crises de change.

L'évolution qu'a connue la Zone CFA depuis plus d'une décennie n'est pas si éloignée de cette tendance globale. La dévaluation a été considérée comme une thérapie de choc nécessaire après l'échec des programmes d'ajustement réel. Un ensemble de mesures et de réformes ont été entreprises pour l'accompagner. De ces mesures, une remarque s'impose *ex post* : la Zone CFA fonctionne de plus en plus comme un *currency board* « officieux » c'est-à-dire comme une caisse d'émission qui n'est pas intégralement régie par les textes, dont la mise en place a été « silencieuse » *via* une méthode gradualiste. En effet, si la dévaluation peut être considérée comme une thérapie de choc tant par l'ampleur du taux retenu que par les mesures d'accompagnement qui l'ont suivie, l'adoption des principes d'une caisse d'émission moderne s'est déroulée progressivement. Toutefois, la question de savoir si cette évolution résulte de mesures politiques préméditées ou pas se pose avec force.

Dans la Zone CFA, la stabilité interne et externe de la valeur de la monnaie est devenue une préoccupation majeure, faisant ainsi de l'accumulation des réserves de change l'objectif principal de la politique monétaire. La réalisation de cet objectif nécessite l'imposition de fortes contraintes aux principales variables de la politique économique. Au-delà de la rigidité qui pèse sur l'instrument de change, s'ajoutent la suppression de la marge de manœuvre de la politique monétaire et la diminution de celle de la politique budgétaire. Au final, c'est l'ensemble de la politique économique qui est concerné. De ce fait, les économies

de la Zone CFA évoluent sous un régime de croissance procyclique largement dépendant des entrées des capitaux.

L'objet de ce chapitre est de montrer cette évolution de la Zone CFA d'une fixité conventionnelle vers une fixité de type *currency board*. Il analyse, au premier chef, les raisons pour lesquelles la Zone CFA, sous sa configuration actuelle, peut-être considérée comme un *currency board* de fait (section 1). Ensuite, l'accent sera mis sur les implications résultant de l'adoption des mesures semblables à celles qui sont en œuvre dans les caisses d'émission, notamment en ce qui concerne le régime de croissance procyclique (section 2). Ce chapitre sera aussi l'occasion d'étudier les nouvelles réformes institutionnelles entreprises dans la Zone CFA au cours de la deuxième moitié des années 2000. Celles-ci soulèvent des questions différentes selon la Zone d'émission. Ces réformes seront analysées dans leur portée de même que leurs implications possibles (section 3).

Section 1 : Le régime du franc CFA, une fixité conventionnelle *de jure*, mais un *currency board de facto*

Le régime de change des francs CFA est souvent considéré comme une fixité conventionnelle *de jure* en comparaison aux régimes de change extrêmes tels que le *currency board* ou la dollarisation. Cette considération a été confirmée dans la classification du FMI¹³⁴ au point de lever toute ambiguïté sur la nature du régime de change des francs CFA. Le classement de la Zone CFA parmi les régimes de change conventionnels s'explique par l'existence de certaines règles officielles d'apparence plus souples que celles qui sont théoriquement en œuvre dans les économies sous *currency board*. Depuis la dévaluation, force est de constater que la tendance est au durcissement des contraintes monétaires, surtout en ce qui concerne l'accumulation des réserves de change. La conséquence en a été de rapprocher son fonctionnement de celui des économies sous *currency board*, notamment les versions les plus modernes. Pour mettre en évidence les principaux éléments de cette ressemblance, il importe d'étudier les principales caractéristiques du régime des caisses d'émission (A). Dans un deuxième temps, les principes de fonctionnement de la Zone CFA seront analysés à l'aune de ces caractéristiques (B).

¹³⁴ ANNUAL REPORT, 2008.

A. Le régime des caisses d'émission : présentation et diversité

Les caisses d'émission, malgré le regain d'intérêt dont elles ont bénéficié dans les années 90, ne datent pas d'aujourd'hui, mais de l'époque coloniale. Elles sont susceptibles de prendre des formes diverses, ce qui a amené certains auteurs à les classer selon les époques ou le degré de souplesse qu'elles incorporent. Ainsi, NENOVSKY et HRISTOV (2002) trouvent que les *currency boards* coloniaux sont les plus proches du modèle orthodoxe. Ceux-ci sont qualifiés de caisses de « première génération ». *A contrario*, les caisses d'émission modernes, incluant une certaine dose de souplesse, sont qualifiées de caisses de « seconde génération ». Suivant ce classement, VEYRUNE (2004) tente de démontrer ce que devrait être un *currency board* orthodoxe comparativement aux caisses d'émission modernes, qualifiées de non orthodoxes.

Compte tenu de cette diversité et de la difficulté de prendre en compte tous les éléments de comparaison, vouloir donner une description exhaustive des variétés de *currency boards* dépasse largement le cadre de ce travail. Cependant, il est possible de décrire les principes généraux qui font consensus chez la plupart des auteurs. Ces principes seront présentés suivant HANKE et SCHULER (2000)¹³⁵. Ceux-ci sont au nombre de trois.

- En premier lieu, la monnaie émise par la caisse d'émission doit avoir une parité fixe vis-à-vis d'une devise de référence appelée « monnaie d'ancrage ». Cette fixité doit être crédible. Pour cela, elle devrait faire l'objet d'une loi constitutionnelle qui devrait, en outre, décrire les obligations légales du *currency board*. Selon HANKE et SCHULER (2000), le taux de change maintenu par un *currency board* est permanent et ne peut être modifié que dans les situations d'urgence¹³⁶. A l'inverse, le taux de change maintenu par une Banque centrale n'est pas inscrit dans la loi. Il peut donc être altéré selon la volonté de la Banque centrale et/ou du gouvernement. Une Banque centrale ne résisterait pas à la tentation d'une dévaluation dans l'occurrence des difficultés consécutives à l'adoption de mauvaises politiques économiques. De ce fait, le taux de change maintenu par une Banque centrale ne serait donc tout simplement pas crédible.
- En second lieu, la convertibilité intégrale de la monnaie émise doit être garantie. Pour HANKE et SCHULER, la convertibilité signifie que la monnaie peut acheter les biens et

¹³⁵ Cet ouvrage est disponible à l'adresse électronique suivante : <http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm>. C'est une mise à jour de HANKE et SCHULER (1994), *Currency Boards for Developing Countries*, International Center for Economic Growth, San Francisco: ICS Press.

¹³⁶ « A typical currency board maintains a truly fixed exchange rate with the reserve currency. The exchange rate is permanent, or at most can be altered only in emergencies » (HANKE & SCHULER, 2000).

les services nationaux et étrangers, y compris les monnaies étrangères. Elle aurait trois dimensions distinctes : la « convertibilité des dépôts »¹³⁷ ou la possibilité d'échanger une unité de dépôt bancaire contre une unité de billet ou de pièce ; la convertibilité des biens ou l'habilité d'acheter et de vendre les biens et les services ; enfin, la convertibilité des devises ou la convertibilité extérieure qui est la possibilité d'acheter et de vendre les biens et les services à l'étranger, y compris les monnaies étrangères. Pour ces auteurs, la convertibilité totale fait référence à la convertibilité extérieure. Celle-ci impliquerait presque toujours la convertibilité des dépôts et des biens. Si la convertibilité extérieure est assurée au taux de change du marché, alors la monnaie est dite totalement convertible. La convertibilité des monnaies pour les transactions courantes favoriserait le commerce étranger. Elle permet aux résidents d'utiliser la monnaie nationale pour acheter les biens et les services étrangers, mais elle serait insuffisante pour attirer les investissements étrangers. Pour cela, la liberté des transactions du compte du capital serait nécessaire (actifs financiers étrangers, y compris les devises étrangères et certains actifs immobiliers). Elle rassurerait les investisseurs étrangers de la possibilité de rapatrier leurs capitaux. Ils seront, de ce fait, plus enclins à réaliser des investissements substantiels. Un *currency board* aurait une convertibilité totale de sa monnaie non seulement pour les transactions courantes, mais aussi pour les transactions du compte du capital.

- Le troisième principe du *currency board* est la détention d'un niveau de réserves de change officielles à 100% (ou légèrement plus) de la base monétaire¹³⁸. Il faut insister sur le fait que la règle de couverture intégrale ne s'applique pas à la monnaie bancaire, mais à la monnaie Banque centrale. Le *currency board* ne garantit donc pas la convertibilité des dépôts des banques commerciales en monnaie nationale. Celles-ci sont tenues de détenir suffisamment de liquidité pour satisfaire leurs obligations contractuelles envers leurs déposants. Elles sont donc garantes de la convertibilité de leurs dépôts. En d'autres mots, la base monétaire est couverte à 100% par les réserves extérieures du *currency board*, mais les mesures larges de l'offre de monnaie ne le sont pas. Ce point est important, car il en découle que les banques commerciales conservent une marge de création monétaire de crédit.

¹³⁷ Il faut noter que les auteurs emploient l'expression « cash convertibility » pour désigner la convertibilité des dépôts. Dans ce texte, cette expression est traduite directement par la « convertibilité des dépôts ».

¹³⁸ HANKE et SCHULER (2000) écrivent que la détention d'un seuil de réserves de change légèrement supérieur à 100% s'explique par la volonté des caisses d'émission de se prémunir contre une perte en capital de ces réserves. Toutefois, le dépassement exagéré de ce ratio relèverait plutôt du comportement des Banques centrales.

Tableau 1 : Comparaison entre une caisse d'émission et une Banque centrale

Currency board typique	Banque centrale typique
Offre régulière de billets et des pièces seulement	Offre de billets, des pièces et des dépôts
Fixité du taux de change avec la monnaie de réserve	Régime de change fixe ou flottant
Les réserves de change à hauteur de 100%	Réserves de change variables
Convertibilité intégrale	Convertibilité limitée
Politique monétaire régie par la règle	Politique monétaire discrétionnaire
N'est pas un prêteur en dernier ressort	Prêteur en dernier ressort
Ne régule pas les banques commerciales	Régule souvent les banques commerciales
Transparent	Opaque
Protégé de la pression politique	Sensible aux pressions politiques
Crédibilité élevée	Crédibilité faible
Gains de seigneurage provenant seulement des intérêts	Gains de seigneurage issus des intérêts et de l'inflation
Ne crée pas d'inflation	Peut créer de l'inflation
Ne peut pas financer les dépenses du gouvernement	Peut financer les dépenses du gouvernement
N'exige pas de conditions préalables à la réforme monétaire	Exige des conditions préalables à la réforme monétaire
Réforme monétaire rapide	Réforme monétaire lente
Personnel réduit	Personnel étendu

Source : HANKE & SCHULER, 2000.

Au regard des trois règles principales, le *currency board* se présente comme une règle de change couplée d'une règle d'émission. Le principe de couverture intégrale de la base monétaire est au cœur du système des caisses d'émission. *Primo*, il permet de garantir la fixité du taux de change en mettant à l'abri la caisse contre toute attaque spéculative. C'est parce que les spéculateurs s'apercevront que l'Institut d'émission est en mesure de rembourser l'intégralité de la monnaie émise qu'ils se gardent de toute attaque qui serait vouée à l'échec. *Secundo*, il permet de garantir le principe de convertibilité. En effet, théoriquement, l'émission et la destruction monétaire résultent du mécanisme d'ajustement automatique à travers le solde global de la balance des paiements. L'excédent de ce solde (entrée de devises) occasionne une création monétaire qui débouchera sur l'expansion ou la croissance économique. La convertibilité de cette monnaie nouvellement créée est *ipso facto* assurée, car elle est une contrepartie logique d'une entrée de devises. Le phénomène inverse (destruction monétaire, puis récession, voire crise) se produit dans l'occurrence d'un solde global négatif. Puisque le régime de l'émission monétaire est régi automatiquement, la caisse d'émission se trouve dépourvue de la possibilité de mener une politique monétaire discrétionnaire et d'assurer la fonction de prêteur en dernier ressort. De ce fait, elle ne peut intervenir sur le marché interbancaire, ni recourir à la stérilisation des mouvements monétaires. Vu sous cet angle, le *currency board* se présente comme une simple caisse de conversion des actifs étrangers en monnaie nationale et *vice versa*.

Dans l'actif du bilan d'une caisse d'émission figurent les réserves de change qui couvrent intégralement (dans le cas du *currency board* orthodoxe) ou partiellement (dans le cas de

certaines caisses d'émission non orthodoxes) la monnaie émise qui figure au passif de son bilan, ce qui supprime ou limite, selon les cas, la part des actifs domestiques dans le total du bilan de l'Institut d'émission. Le *currency board* se présente ainsi comme une institution simple au rôle passif devant les mécanismes du marché¹³⁹. Pour que ces mécanismes puissent jouer pleinement, il n'accepte pas, en principe, les dépôts provenant des banques commerciales, du public ou même du gouvernement.

Bilan d'une caisse d'émission orthodoxe

Actif	Passif
Réserves de change : devises et or	Monnaie Banque centrale : pièces et billets

Toutefois, les caisses d'émission non orthodoxes dérogent à cette description rigide. Il est difficile de leur trouver un trait commun hormis les doses de souplesse qu'elles incorporent. Ces souplesses résultent souvent du contexte historique dans lequel ces caisses ont été instaurées ou parfois des situations d'urgence auxquelles elles doivent faire face. C'est pour cette raison que certaines caisses d'émission modernes ont un compte ouvert au nom des Trésors nationaux (cas bulgare et lituanien). D'autres ont conservé la particularité de jouer le rôle du prêteur en dernier ressort et interviennent, de ce fait, sur le marché interbancaire. En outre, il existe des caisses d'émission qui couvrent partiellement la base monétaire en acceptant un certain pourcentage d'actifs domestiques en contrepartie de la monnaie centrale. De ce point de vue, le bilan d'une Banque centrale avec fonction de prêteur en dernier ressort ne se différencie guère de celui d'un *currency board* moderne que par l'importance de ses actifs domestiques.

Bilan des caisses d'émission modernes

Actif	Passif
Réserves de change : devises et or Actifs domestiques (part limitée) dont : <ul style="list-style-type: none"> • bons du Trésor ; • actifs privés. 	Monnaie Banque centrale : pièces et billets Comptes courants des banques de second rang (Avoirs du Trésor)

Afin de crédibiliser leurs engagements monétaires, les pays qui ont adopté le régime des caisses d'émission devraient mettre en place une discipline budgétaire tout aussi crédible.

¹³⁹ HANKE et SCHULER (2000) écrivent à ce propos : « *A currency board does not have discretionary control of the quantity of notes, coins, and deposits it supplies. Market forces determine the quantity of notes, coins, and deposits it supplies, and hence the overall money supply in a currency board system* ».

Cette discipline contribuera à éroder l'impression d'un recours probable du financement monétaire des déficits publics. Financement qui serait synonyme de dérapages inflationnistes. Au-delà des vertus de ces règles, les caractéristiques économiques du pays de la monnaie de réserve sont également importantes. Si la monnaie de réserve a un taux d'inflation bas, le pays qui adopte le *currency board* aurait tendance à avoir un taux d'inflation bas. De la même manière, la caisse d'émission tendrait à avoir des taux d'intérêt similaires aux niveaux prévalant dans le pays de la monnaie de réserve auxquels il faut ajouter une prime représentant le risque politique, les taxes et les coûts de transaction. Cependant, le risque de change serait nul. Dans la mesure où le taux de change est fixe, les prêteurs et les investisseurs ne demanderaient pas de taux d'intérêt réel élevé pour la compensation du risque perçu de la dépréciation future de la monnaie locale.

L'ensemble des mesures adoptées dans les caisses d'émission encouragerait l'épargne, l'investissement et, donc, la croissance économique, d'où l'enchaînement vertueux attendu du régime des caisses d'émission :

stabilité → crédibilité → investissement → croissance.

Tableau 2 : Quelques caractéristiques des caisses d'émission modernes

	Bosnie	Bulgarie	Estonie	Hong Kong	Lituanie	Argentine (jusqu'en 2002)
Monnaie d'ancrage actuel	Euro	euro	euro	dollar	Euro	Dollar
Mise en place	1997	1997	1992	1983	1994	1991
Exigibilités couvertes	Base monétaire	Base monétaire	Monnaie en circulation	Base monétaire	Monnaie en circulation	Base monétaire
Taux de réserves obligatoires (RO)	10-15%	8%	3% et 10%	N'existe pas	8%	20%
Base des réserves obligatoires	Tout le passif	Tous les dépôts	Gamme large	-	Les dépôts < 1an	Tous les dépôts
Périodicité du respect des RO	10 jours	1 mois	1 mois	-	1 mois	1 mois
RO Rémunérées	Oui	Non	Oui	-	Non	Oui
Prêteur en dernier ressort	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

Source : HAWKINS & MASSON, 2003.

Au niveau théorique, le *currency board* ne s'apparente pas explicitement à une quelconque école de pensée. Cependant, le regain d'intérêt dont il a bénéficié s'explique par sa relative conformité aux préceptes des monétaristes, des nouveaux classiques et de l'école autrichienne, notamment sur la question de neutralité à long terme de la politique monétaire. Les arguments développés par ces trois écoles sont de nature différente, mais aboutissent à la

même conclusion qu'est l'adoption d'une règle de politique monétaire. Aucune de ces écoles n'a étudié les *currency boards* en détail, mais leurs conclusions sont en leur faveur, car les caisses d'émission peuvent être considérées comme une forme de règle de politique monétaire¹⁴⁰. La paternité du régime des caisses d'émission est souvent accordée à la Banque d'Angleterre suite à sa réforme de 1848 (le *Peel Act*). La scission de cette Banque en Département d'émission et en Département bancaire après la confrontation entre le *banking school* et le *currency school* est le résultat de la victoire des seconds. La différence entre le fonctionnement de la Banque d'Angleterre et les caisses d'émission tient à la place de l'or dans un système monétaire international régi par l'étalon-or. L'application du régime des caisses d'émission remonte à la période coloniale où la Grande Bretagne a imposé un tel mode de fonctionnement à ses colonies¹⁴¹.

B. L'évolution « officieuse » de la Zone CFA vers un *currency board* de fait

Plusieurs pays ont pris l'habitude de déclarer auprès du FMI un régime de change officiel et de mettre en œuvre des pratiques éloignées de la déclaration officielle. Ce constat a donné lieu à des études qui ont tenté de classer les régimes de change en faisant une différence entre les déclarations officielles (classification *de jure*) et le comportement des autorités sur le marché des changes (classification *de facto*). Aussi, certaines études ont-elles identifié « une peur du flottement » pour les pays déclarant officiellement qu'ils mettaient en œuvre un régime de flottement pur (CALVO & REINHART, 2002) et d'autres, une dénaturation du *currency board* pour souligner le phénomène qui pousse les caisses d'émission à intégrer sous pression certaines caractéristiques des Banques centrales (VEYRUNE, 2004). Des phénomènes de dollarisation officieuse ont également pu être constatés dans certains pays où les résidents, cherchant à se prémunir contre l'hyperinflation, utilisent abondamment le dollar américain en lieu et place de la monnaie nationale (BOGETIC, 2000). Les hésitations de certains pays à s'engager clairement pour un régime de change fixe ont été qualifiées de « peur de la fixité » (LEVY-YEYATI & STURZENEGGER, 2005)

A *contrario*, les études se sont intéressées rarement à l'évolution officieuse d'une économie régie officiellement par une fixité traditionnelle vers une fixité extrême, de type

¹⁴⁰ « *The monetarist school and Austrian school emphasize aspects of the central bank's ignorance, whereas the rational expectations school emphasizes the central bank's inability to surprise people with systematic policy. Although none of the three schools has ever considered in detail a currency board as monetary rule, the arguments of all three schools lent support to the case for currency board, since currency boards are rule-bound and have no discretion in monetary policy* ». (Hanke & Schuler, 2000, op. cit., <http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm>).

¹⁴¹ Cf. chapitre introductif.

currency board. Cela tient tant à l'intérêt qu'elles accordent aux régimes de change extrêmes qu'aux difficultés liées au respect de ces régimes. Les régimes de change intermédiaires aussi bien que les fixités conventionnelles sont étudiés surtout à l'aune de leur capacité de résilience face aux crises ou de résistance face aux attaques spéculatives (le triangle des incompatibilités de MUNDELL). Dans cette optique, ce chapitre étudie le cas de la Zone CFA comme un arrangement monétaire qui ressemble, à bien des égards, à une caisse d'émission non officielle. Celle-ci est définie comme une caisse qui respecte l'ensemble des principes qui régissent le fonctionnement des caisses d'émission sans pour autant que ces principes ne soient officiellement adoptés. Une « caisse d'émission officielle » est, de ce fait, définie comme celle qui a adopté officiellement les trois principes et les respecte dans la pratique. Les règles de fonctionnement de la Zone CFA seront analysées eu égard à ces définitions. Ces règles ont été adoptées suite aux accords monétaires signés au début des années 70 entre les pays de la Zone CFA et la France¹⁴². Ces accords se fondent sur quatre principes fondamentaux parmi lesquels figurent deux principes de base des caisses d'émission.

(1) La fixité des parités. Conformément aux conventions monétaires signées avec la France, le taux de change des francs CFA est fixe (la monnaie d'ancrage était alors le franc français, aujourd'hui l'euro), mais ajustable au gré des pays membres. Cependant, depuis les indépendances, ce taux de change n'a été modifié qu'une seule fois, la dévaluation de 1994, ce qui fait de la Zone CFA l'une des plus anciennes expériences de fixité. Aussi, la CEMAC et l'UEMOA ont-elles toujours eu un même taux de change vis-à-vis du franc français et de l'euro, même après la dévaluation. A ce niveau, il faut noter que la Zone CFA n'est pas seulement une solution en coin « classique », elle est également un « coin régional », car à la fixité du taux de change s'ajoute le processus d'intégration monétaire que BENASSY-QUERE et COEURE (2000) qualifient de « coin régional ». En effet, l'intégration monétaire contribuerait à crédibiliser davantage les engagements monétaires *via* la mise en place d'une Banque centrale unique, qui n'est pas soumise à l'autorité d'un seul pays, et l'adoption d'un certain nombre de règles censées être respectées par tous et qu'un seul Etat membre ne peut modifier aisément. En outre, aux engagements liés au processus d'intégration monétaire s'ajoutent les engagements relatifs aux conventions monétaires signées collectivement avec la France. Autrement dit, l'ancrage à l'euro ne peut individuellement pas être remis en question par les pays membres, ce qui peut être le cas d'un seul pays sous un régime de caisse d'émission et en dehors d'un processus d'intégration monétaire avec d'autres pays. Dans les

¹⁴² Plus de détails sont fournis sur ces accords dans le chapitre 2.

accords, une modification de la parité n'est envisageable que pour des raisons économiques reconnues lors de consultations entre signataires (le gouvernement français et les pays membres de la Zone)¹⁴³. L'implication d'un Etat non membre de la Zone CFA est une complication supplémentaire dans l'obtention d'un consensus en vue d'une modification éventuelle de la parité. L'importance de ces engagements justifie la longévité de la fixité des francs CFA au franc français, puis à l'euro et montre à quel point il a été si difficile de trouver un consensus lors de la dévaluation de 1994 qu'il a fallu la pression des institutions financières internationales et de la France et leur promesse d'intervention financière massive. Elle justifie aussi la résistance de cette parité aux rumeurs de dévaluation survenues suite au passage à l'euro, mais aussi à la dépréciation des cours du dollar vis-à-vis de l'euro dans les années 2000.

Au final, d'une part, les conditions stipulées dans les accords réduisent extrêmement la chance d'une modification éventuelle de la parité des francs CFA et, d'autre part, la crédibilité de la fixité ne peut être mise en doute dans la mesure où elle résulte d'accords internationaux qui sont juridiquement supérieurs aux constitutions. La première règle principale d'une économie sous *currency board* est, de ce fait, satisfaite dans la Zone CFA.

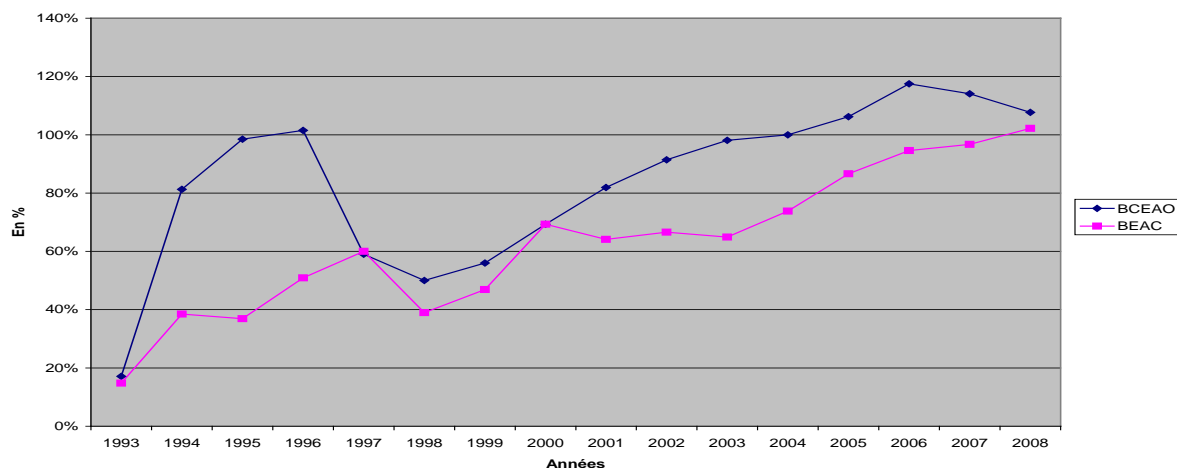
(2) Dans les mêmes accords, la France s'est engagée à garantir la convertibilité des francs CFA émis par les deux Banques centrales. A ce propos, il faut noter que le franc CFA est l'une des rares monnaies africaines qui a toujours été convertible. Cette convertibilité a fait de cette monnaie l'une des plus recherchées en Afrique de l'Ouest, ce qui peut avoir comme conséquence son appréciation réelle. Les rumeurs concernant la dévaluation de 1994 ont-elles engendré une hausse de l'offre des francs CFA contre des devises, entraînant une chute du niveau des réserves de change des Banques centrales et précipitant la dévaluation des francs CFA. Ce mécanisme n'a été rendu possible que parce que la convertibilité et la liberté de mouvement des capitaux étaient garanties. Devant l'exacerbation de la spéculation, il a fallu instaurer des mesures de contrôle des changes pour limiter l'effondrement des réserves de change. Dans l'état actuel des choses, la convertibilité totale des francs CFA contre sa monnaie de réserve est assurée. Le principe de libre transférabilité (la liberté de mouvement des capitaux) entre la Zone CFA et la France a pour conséquence la convertibilité du compte

¹⁴³ Selon les accords signés avec la France (article 13 pour les pays de l'UMOA et, de façon moins claire, article 17 pour les pays de la CEMAC), en cas de dénonciation par un Etat, les accords demeurent valides entre les autres.

du capital de ces pays¹⁴⁴. Ainsi, la deuxième règle du régime des caisses d'émission, la convertibilité totale de la monnaie émise, est également satisfaite dans les pays de la Zone CFA.

(3) A partir de là, force est de constater que, officiellement, tous les éléments sont réunis, hormis le troisième principe, qu'est la règle de couverture à 100% de la base monétaire, pour considérer la Zone CFA comme un *currency board de jure*. Fixé à 20% des engagements monétaires à vue (EMAV) dans les accords, dans les faits et depuis la dévaluation de 1994, la constitution des réserves de change par les Banques centrales couvre totalement non seulement la base monétaire, mais aussi très largement le seuil statutaire des 20% des EMAV, ce qui fait de la Zone CFA un espace qui respecte les mêmes règles que les caisses d'émission, surtout les versions modernes¹⁴⁵. Les engagements monétaires à vue des Banques centrales comprennent la circulation fiduciaire, les dépôts des établissements de crédit, des Etats, des particuliers et des entreprises auprès d'elles. A cela, il faut ajouter les transferts en cours d'exécution et les engagements en monnaie étrangère. La définition des EMAV est plus large que celle de la base monétaire. A partir du moment où elles sont couvertes par les avoirs extérieurs nets, la base monétaire l'est également. D'après HANKE et SCHULER (2000), c'est la base monétaire que la caisse d'émission doit couvrir par ses réserves de change.

Graphique 1 : Evolution du taux de couverture de la masse monétaire par les AEN



Source : graphique construit à partir des données des Rapports annuels de la Zone franc. Toutes les données sont disponibles sur demande.

¹⁴⁴ L'exigence de libre transférabilité entre les membres de la Zone franc (UEMOA, CEMAC, France, les Comores et Monaco) explique le traitement de faveur accordé aux membres de cette Zone dans la réglementation des changes de l'UEMOA et de la CEMAC.

¹⁴⁵ Le quatrième principe de fonctionnement de la Zone CFA n'a pas de lien avec les critères de base d'une caisse d'émission. C'est la centralisation des réserves de change des deux Banques centrales à hauteur de 50% dans les *comptes d'opérations*.

Le taux de couverture des EMAN n'a pas toujours été aussi impressionnant. De 1960 à 1980, les Banques centrales ont maintenu leur ratio entre 20 et 80%. Dans les années 80, elles ont eu du mal à respecter les 20%. A partir de 1994, elles ont largement dépassé la barre des 20%, traduisant une augmentation quasi-exponentielle des réserves de change. Cette hausse résulte surtout du changement intervenu dans la politique monétaire avec la dévaluation. Son objectif principal est désormais l'accumulation des réserves de change (VEYRUNE, 2007). La plupart des auteurs estiment que le taux de couverture de la base monétaire devrait être total (HANKE & SCHULER, 2000 ; VEYRUNE, 2004), mais certains pensent qu'il devrait être total ou partiel (DESQUILBET & NENOVSKY, 2005). Dans les faits, à l'instar de la Zone CFA, la plupart des caisses d'émission dépassent largement les 100% de taux de couverture de la base monétaire. Ce dépassement procure à l'Institut d'émission la possibilité de mener une politique monétaire discrétionnaire, ce qui pourrait remettre en cause l'automatisme de l'ajustement. Selon HANKE (2008), le surplus de réserves ne doit pas dépasser 10% et ne doit pas être utilisé pour mener une politique monétaire discrétionnaire. Une caisse d'émission, qui détient plus de 110% du taux de couverture de la base monétaire, devrait transférer les montants de réserves supplémentaires au seuil de tolérance des 10% au gouvernement.

Toutefois, le strict respect du taux de couverture est une exigence qui ne prend pas en compte l'impact inflationniste de la non-stérilisation des mouvements monétaires consécutive aux entrées des devises. La remise en cause du mécanisme d'ajustement automatique pourrait, dans certains cas, être moins dangereuse que les dérapages inflationnistes occasionnés par cette création monétaire. Autrement dit, l'accumulation d'un niveau de réserve de change au-delà de 100% échappe souvent au bon vouloir de l'Institut d'émission d'autant plus que l'instauration des caisses d'émission se traduit généralement par des entrées massives des capitaux avec comme conséquence la surliquidité du système bancaire¹⁴⁶.

D'autre part, les réformes entreprises dans l'UEMOA ont supprimé le financement que les Banques centrales accordaient aux Trésors nationaux. L'objectif de ces mesures est de crédibiliser davantage celles-ci en les soustrayant de l'influence des gouvernements qui pourraient abuser du financement monétaire de la dette publique¹⁴⁷. Ces mesures rapprochent davantage le fonctionnement de ces Banques centrales d'un *currency board* orthodoxe qui ne

¹⁴⁶ Le phénomène de surliquidité bancaire a été constaté dans la Zone CFA. DOUMBIA (2009) étudie le cas de l'UEMOA comme l'un des effets de l'adoption du système des caisses d'émission de fait.

¹⁴⁷ La mise en œuvre de cette règle a entraîné des difficultés, ce qui a entraîné le report des délais initialement prévus à cet effet. Aujourd'hui, cette règle est respectée et les Etats sont appelés à épurer leurs arriérés vis-à-vis des Banques centrales.

fait pas d'avances aux Etats. Elles se sont traduites également par l'affaiblissement de la part des actifs domestiques dans le total du bilan des Banques centrales, et donc de la contrepartie domestique de la masse monétaire. En 2005, cette part est de 25% pour la BCEAO et de 23,26% pour la BEAC. Ces parts sont relativement plus importantes en comparaison avec les 10% d'actifs domestiques du *currency board* de l'Union Monétaire des Caraïbes Orientales (UMCO) en 2005, mais moins importantes au regard des 33% d'actifs domestiques théoriquement acceptés dans le *currency board* argentin¹⁴⁸. La Zone CFA se trouve entre ces deux versions de *currency board* et peut alors à son tour être assimilée à un *currency board* moderne.

Tableau 3 : Les *currency boards* et les BC* : l'importance des actifs étrangers (fin 2002)

<i>Currency boards</i>	En % de la monnaie en circulation	En % de la base monétaire	En % de la masse monétaire au sens large*
Argentine	164	84	20
Bahamas	241	81	10
Bosnie Herzégovine	144	108	46
Bulgarie	269	195	66
Djibouti	130	116	20
Caraïbes Orientales	243	99	-
Estonie	214	128	33
Hong Kong	737	339	28
Lesotho	2143	770	178
Macao	1775	864	37
Namibie	-	293	27
Médian	242	116	31
Les Banques centrales			
Chine	134	50	12
Zone euro	95	55	6
Japon	71	52	8
Royaume Uni	19	23	1
USA	12	11	1

Source : HAWKINS & MASSON, 2003.

* *Broad money*.

* BC : Banque centrale

La crédibilité que recherche une économie sous *currency board* est difficilement atteignable sans une dose de discipline budgétaire pour éviter le financement monétaire de la dette publique et, donc, la remise en cause des engagements monétaires des autorités¹⁴⁹. Dès lors, l'évolution de la Zone CFA vers un *currency board* de fait ne peut être cohérente que dans l'optique d'une politique budgétaire tout aussi crédible d'autant plus que l'expérience du passé montre que cette Zone a souffert plus du laxisme budgétaire que des dérapages

¹⁴⁸ Calcul effectué par l'auteur à partir du *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 2005 et du RAPPORT ANNUEL DE LA BANQUE CENTRALE DES CARAÏBES ORIENTALES, 2004/2005*.

¹⁴⁹ A cet égard, MASSON et PATTILLO (2001) étudient les conditions dans lesquelles l'union monétaire ouest africaine pourrait être une agence qui favorise la discipline budgétaire.

monétaires. Dans les années qui ont suivi les indépendances, les pays membres de la Zone CFA avaient les mains liées au niveau de la politique monétaire en raison des accords signés avec la France, mais ils avaient la souveraineté complète sur la politique budgétaire. Ils en ont donc profité pour mener d'ambitieux projets de développement par le biais de l'endettement international. L'éclatement de la crise de la dette a montré les limites d'une discipline monétaire couplée d'une politique budgétaire laxiste. Pour davantage de crédibilité, la Zone CFA a alors envisagée une sorte de *policy mix* régi par la règle. Les critères de convergence mis en place après la dévaluation et dans le cadre de l'approfondissement de l'intégration économique répondent à ces exigences¹⁵⁰.

Au niveau des principes énoncés, il est difficile de trouver une différence fondamentale entre les caisses d'émission modernes et le fonctionnement actuel de la Zone CFA. Toutefois, compte tenu de la diversité des régimes de caisse d'émission, l'analyse ne peut se camper aux trois principes de base de ces régimes. Il faut ajouter à ceux-ci les autres critères plus ou moins mis en avant par les auteurs. De prime abord, ces critères remettraient en cause la thèse développée dans cet article, mais en réalité il n'en est pas ainsi. En fait, les caisses d'émission modernes sont-elles aussi en violation de ces principes si bien qu'il est difficile d'affirmer en se fondant sur ces critères que la Zone CFA n'a pas les mêmes structures qu'une caisse d'émission moderne. Le raisonnement peut être résumé de la façon suivante : soit la Zone CFA est une caisse d'émission moderne, soit les caisses d'émission modernes ne sont réellement pas des caisses d'émission. Cette logique qui sous-tend désormais le raisonnement mené dans ce chapitre a été soutenue par les défenseurs des caisses d'émission (HANKE, 2008). Selon cet auteur, le « système de convertibilité » argentin n'était pas une caisse d'émission. Il constate que sur une revue de 100 travaux académiques réalisés sur ce système, 94 mentionnent la loi de convertibilité et 91 considèrent que l'Argentine était une caisse d'émission. Il conclut que ces études sont basées sur une méconnaissance du régime des caisses d'émission. En effet, pour lui, le système argentin a opéré davantage comme une Banque centrale que comme une caisse d'émission. De ce fait, il doit plutôt être classé parmi les systèmes de caisse d'émission et assimilés (*currency board-like system*). Il conclut que le système de convertibilité argentin n'était pas une caisse d'émission, car il a dramatiquement dévié de l'orthodoxie des caisses d'émission.

¹⁵⁰ Cf. chapitre 4.

Section 2 : D'autres éléments de comparaison et les implications du *currency board* de fait

Comparer la Zone CFA à une caisse d'émission de fait peut faire l'objet de débats à plusieurs niveaux. Cette section présente un certain nombre de points qui peuvent nourrir ces débats (A). Ensuite, l'accent sera mis sur les implications de l'évolution de la Zone CFA vers une structure proche de celle des caisses d'émission (B).

A. Les éléments de comparaison qui peuvent faire l'objet de débats

Aux principes de base, d'autres éléments caractéristiques des économies sous *currency board* ont été développés. Parmi ceux-ci figurent la liberté de mouvement des capitaux, la non intervention de la caisse en tant que prêteur en dernier ressort et en tant que régulateur de la liquidité des banques commerciales par l'intermédiaire du système des réserves obligatoires. Il importe d'analyser la Zone CFA comparativement aux caisses d'émission modernes au regard de ces aspects.

a. La liberté de mouvement des capitaux

Dans les accords monétaires entre la France et les pays de la Zone CFA, le terme « libre transférabilité » fait référence à la liberté de mouvement des capitaux à l'intérieur de chaque Union monétaire et entre chacune d'entre elles et la France sans aucune restriction. De fait, le mouvement des capitaux est officiellement libre et constitue l'un des principes de la coopération monétaire. Toutefois, des mesures de contrôle des changes ont été adoptées durant certaines périodes délicates. Déjà en 1939, la France a instauré des mesures de contrôle des changes à l'extérieur de la Zone franc, mais durant cette période, la convertibilité interne des monnaies de la Zone franc a été préservée. A partir de 1967, ces mesures de contrôle des changes ont été supprimées. Les monnaies de la Zone franc sont redevenues convertibles entre elles et avec les devises étrangères. Toutefois, les pays africains ont modifié leur réglementation des changes qui sont devenues identiques à celle de la France. Par la suite, il faudra attendre la dévaluation des francs CFA de 1994 pour que de nouvelles mesures de contrôle des capitaux soient instaurées. Actuellement, la régulation du compte du capital n'est pas uniforme. Certains pays ont imposé le contrôle du capital sur les transactions intrazonales ; seuls les transferts et les invisibles sont totalement libres. Au sein de l'UEMOA, tous les transferts concernant les transactions courantes sont libres. En revanche, les opérations de

placement, d'investissement ou de prêt à l'étranger nécessitent l'autorisation préalable du Ministre chargé des Finances. Dans la CEMAC, les mouvements des capitaux non liés aux transactions courantes avec les pays autres que ceux de la Zone franc font également l'objet de restrictions¹⁵¹.

De prime face, le contrôle des changes violerait l'un des principes de fonctionnement d'une économie sous *currency board*. La question de savoir si la liberté de mouvement des capitaux en est un principe strict se pose avec force. Ce principe n'a d'ailleurs pas toujours été respecté par toutes les caisses d'émission. En effet, le contrôle des changes a existé même dans les *currency boards* coloniaux qualifiés souvent d'orthodoxes. Dès le début de la deuxième guerre mondiale, la livre sterling a été soumise à d'intenses pressions spéculatives, ce qui a conduit la Grande-Bretagne à instaurer des mesures de contrôle des changes en septembre 1939, y compris pour son empire colonial dont les territoires fonctionnaient essentiellement sous un régime de *currency board*. Avec ces mesures, la liberté de mouvement des capitaux était de vigueur à l'intérieur de la Zone sterling tandis qu'un strict contrôle des changes était appliqué vis-à-vis du reste du monde. L'adoption des mesures de contrôle des capitaux par les colonies anglaises régies par le *currency board* ne s'est pas limitée à la période tumultueuse de la guerre. En octobre 1947, une nouvelle réglementation des changes est entrée en vigueur. Celle-ci comportait deux régimes différents : un strict contrôle est appliqué à tous les règlements financiers avec l'ensemble des pays hors de la Zone et un régime de liberté est prévu, en principe, pour les relations monétaires du Royaume-Uni avec un certain nombre de pays qui sont des membres de la Zone sterling. Ces pays ont été qualifiés de « *scheduled territories* »¹⁵². Ce terme a pour origine le fait que les territoires considérés sont énumérés dans un tableau (*scheduled*) annexé à la loi en question. Au-delà de l'aspect historique, certains *currency boards*, comme celui de Bermudes, ont eu recours aux mesures de contrôle des capitaux.

Au final, il est difficile de soutenir que les mesures de contrôle des capitaux soient un principe fondamental d'une caisse d'émission et que leur existence dans la Zone CFA l'empêcherait d'être qualifiée comme telle. Néanmoins, compte tenu de l'objectif d'insertion internationale des économies qui adoptent le *currency board*, la plupart des auteurs sont favorables à la liberté de mouvement des capitaux. En effet, l'objectif d'insertion

¹⁵¹ Voir l'introduction générale pour plus de détails.

¹⁵² Les « *scheduled territories* » comprenaient deux catégories de membres : les colonies britanniques et les territoires sous mandat. Ils sont régis par le régime des caisses d'émission. Ensuite, il y avait les membres indépendants de la Zone sterling qui avaient leur propre Banque d'émission et leur service autonome de contrôle des changes. L'adoption des mesures de contrôle des changes par ces derniers résultait de textes nationaux (DE SAILLY, 1957).

internationale est contradictoire avec les mesures de contrôle des capitaux qui, semblerait-il, décourageraient les investisseurs. Comme déjà signalé, il est possible de contourner les mesures de contrôle des capitaux de la Zone CFA par l'intermédiaire de la France.

b. Le *currency board* : prêteur en dernier ressort ou régulateur passif de la masse monétaire ?

Dans un système de *currency board*, l'ajustement automatique régulerait l'offre de monnaie, ce qui ôte à l'Institut d'émission la possibilité d'intervenir en tant que prêteur en dernier ressort au profit des banques illiquides, même solvables. Puisque les banques commerciales savent que l'Institut d'émission n'interviendra pas à leur secours, elles prendraient des précautions nécessaires pour éviter de se retrouver en situation d'illiquidité. L'aléa de moralité lié à l'intervention du prêteur en dernier ressort est, par là même, évité. Toutefois, la fonction de prêteur en dernier ressort a été jouée par un grand nombre de *currency boards* surtout ceux de la seconde génération qui ont d'ailleurs conservé cette caractéristique, nonobstant les clauses de sauvegarde pour limiter le recours à cette fonction.

LELART (2003) conteste la similarité de la Zone CFA aux caisses d'émission en mettant au cœur de son analyse la logique d'émission monétaire des caisses d'émission et la notion de convertibilité. « *Ces discussions et ces réformes montrent bien que, dans l'UMOA, la monnaie est créée principalement en contrepartie des crédits à l'économie. C'est une situation tout à fait différente dans les pays qui ont choisi le système de la caisse d'émission. La caisse émet de la monnaie en contrepartie d'avoirs en devises, par conséquent au gré du solde de la balance des paiements. Il n'y a donc plus vraiment de politique monétaire ; on peut même dire qu'il n'y a plus de banque centrale, du moins que la banque centrale n'en est plus une. La monnaie est chaque fois convertible au sens le plus fort du mot, à taux fixe, sans limites et sans frais. Mais cette similarité qui est parfois soulignée de nos jours n'est qu'apparente. Elle cache en réalité deux systèmes radicalement opposés. Dans l'UMOA, le franc CFA est convertible parce que la France intervient par le compte d'opérations. C'est le Trésor public qui garantit sa convertibilité en francs français – maintenant en euros. On peut dire que la convertibilité est exogène et ex post. Dans les pays à caisse d'émission, la monnaie est convertible parce que la banque centrale fait en sorte qu'elle le soit, en n'émettant de la monnaie qu'en contrepartie de réserves. On peut dire que la convertibilité est endogène et ex ante* »¹⁵³. Toutefois, les deux fondements de cette affirmation peuvent être

¹⁵³ Ibid., pp. 110-111.

remis en cause. Premièrement, le fonctionnement même du principe d'ajustement automatique de l'offre de monnaie n'est pas démontré par les travaux empiriques (DESQUILBET & NENOVSKY, 2005, p. 87). Cela peut s'expliquer par le caractère endogène de la base monétaire. Deuxièmement, au niveau de la convertibilité, il faut souligner que le taux de couverture atteint par les Banques centrales de la Zone CFA leur permet, dans l'état actuel des choses, de se passer de la garantie du Trésor français dans la mesure où les avoirs extérieurs permettent de couvrir largement l'intégralité de la monnaie centrale. Compte tenu de ces arguments, les Banques centrales de la Zone CFA, ayant conservé la fonction de prêteur en dernier ressort, ne se différencient guère des caisses d'émission modernes.

c. Le *currency board* et la détention des réserves obligatoires

Le *currency board* ne régulerait pas l'offre de monnaie des banques commerciales. Il incombe à celles-ci de détenir suffisamment de liquidité pour assurer la convertibilité de leurs dépôts. Dans la Zone CFA, il existe des ratios de réserves obligatoires différents selon les pays. Les Banques centrales de la Zone détiennent ces réserves et tentent à travers celles-ci d'exercer une influence sur la liquidité de chaque économie membre et, donc, sur la liquidité globale. A l'instar de la Zone CFA, plusieurs caisses d'émission modernes détiennent des réserves des banques commerciales. Sur ce point, il est tout aussi difficile d'infirmier l'affirmation selon laquelle il y a une forte ressemblance entre cette Zone et les caisses d'émission modernes.

Au final, la Zone CFA fonctionne actuellement comme une caisse d'émission moderne, respectant leurs principes fondamentaux. Parmi ceux-ci, les deux premiers l'ont été de façon officielle tandis que le troisième l'est de façon officieuse et fait l'objet d'une ambiguïté puisque la définition des engagements monétaires à vue (EMAV) des Banques centrales est plus large que celle de la base monétaire. Au-delà de ces principes, les autres critères peuvent donner lieu à un débat puisque, historiquement, l'existence de certains d'entre eux dans les caisses d'émission coloniales est sujette à caution ; plus encore, dans les caisses modernes, la question de leur respect se pose avec force.

L'adoption d'une caisse d'émission même moderne par un pays a des fortes implications sur son évolution économique. Celles-ci se traduisent par la surliquidité du système bancaire et la procyclicité du cycle des affaires. L'accent sera mis ici sur le second aspect, le chapitre 5 étant exclusivement consacré au premier.

B. Procyclicité économique et son mécanisme

Après la dévaluation, le cycle des affaires des économies de la Zone CFA a été davantage procyclique. Ce phénomène est l'une des principales implications d'une économie sous *currency board*. Il y a également dans cette Zone un changement structurel. De nombreuses études ont été menées sur la question de la cyclicité des politiques macroéconomiques. Elles ont souvent privilégié le cas des pays émergents, notamment en ce qui concerne la politique budgétaire et la mobilité des capitaux. Le phénomène de cyclicité des politiques macroéconomiques, loin d'être une particularité des pays membres de la Zone CFA, semble être la norme dans la totalité des pays en développement (TALVI & VEGH, 2005). Toutefois, il semblerait que ce phénomène soit plus accentué dans les pays africains, et encore plus pour ceux de la Zone CFA (GUILLAUMONT-JEANNENEY & TAPSOBA, 2009). Après avoir rappelé les conclusions des études les plus récentes sur la procyclicité de la politique budgétaire et de la politique monétaire, l'attention se portera sur les mécanismes qui sous-tendent cette procyclicité macroéconomique dans la Zone CFA.

a. La cyclicité des politiques économiques : le bilan des travaux récents

La tendance procyclique des politiques économiques des pays africains a été analysée dans un certain nombre de travaux. Au niveau de la politique budgétaire, deux études récentes sont intéressantes. La première est celle de THORNTON parue dans le *Journal of African Economies* début 2008. Avec la méthode de régression, il conclut sur la procyclicité de la politique budgétaire de 37 pays africains à bas revenu, dont tous les pays de la Zone CFA, sur la période 1960-2004. Seul le Zimbabwe aurait une politique budgétaire contracyclique. Le résultat confirme que les dépenses gouvernementales sont essentiellement procycliques. Elles sont encore plus procycliques dans les pays fortement dépendants de l'aide étrangère et caractérisés par des niveaux de corruption bas. Au contraire, l'auteur trouve que l'inégalité des revenus et la démocratie sont des facteurs qui mitigent la procyclicité budgétaire.

La conclusion de cette étude va dans le même sens que celle réalisée par TALVI et VEGH (2005). Ces derniers trouvent que les dépenses publiques sont procycliques pour l'ensemble des pays africains. Ces conclusions d'ordre général sont à mettre en rapport avec l'étude spécifique menée par GUILLAUMONT-JEANNENEY et TAPSOBA (2009) sur le cas particulier des pays de la Zone CFA. En effet, ces auteurs montrent que la politique budgétaire est procyclique dans l'ensemble des pays africains. Cette procyclicité est

davantage accentuée dans les pays de la Zone CFA où les autorités budgétaires ont tendance à avoir un comportement distinct de celui des autres pays africains. A partir de la création des unions économiques et la mise en place des critères de convergence, la procyclicité de la politique budgétaire s'est davantage accentuée que dans les autres pays africains en raison de l'exigence liée au respect du critère d'excédent budgétaire. Aussi, ces auteurs suggèrent-ils à ces pays de mettre en place un critère qui les incite à mener une politique budgétaire restrictive en période d'expansion de sorte à dégager des excédents budgétaires nécessaires à la mise en œuvre d'une politique expansionniste en période de récession. Une telle mesure conduirait à une politique budgétaire optimale.

En ce qui concerne la politique monétaire, les études empiriques sont rares en raison de la difficulté de cerner la position de la politique monétaire. Néanmoins, il semble que les pays en développement durcissent souvent la politique monétaire en période de récession (LANE, 2003 ; KAMINSKY & al., 2004). Un article de VEYRUNE paru en 2007, a tenté de mettre au clair la question de l'autonomie de la politique monétaire dans la Zone CFA comparativement à l'Union monétaire des Caraïbes Orientales (UMCO) sur la période 1956-2005. L'autonomie de la politique monétaire est appréhendée par l'importance des actifs domestiques dans la contrepartie de la base monétaire. Elle peut permettre aux autorités d'utiliser la politique monétaire comme un instrument permettant le lissage du cycle. VEYRUNE arrive à la conclusion qu'il y a une corrélation de long terme entre la base monétaire et les réserves de change dans l'UMCO, mais pas dans la CEMAC, ni dans l'UEMOA. Ce résultat signifie que dans l'UMCO, les actifs domestiques n'ont pas d'effet permanent sur l'offre de monnaie. Autrement dit, la politique monétaire n'est pas autonome dans cette Union monétaire. En revanche, les tests concluent sur une corrélation de long terme, mais faibles pour les Unions monétaires de la Zone CFA. En d'autres termes, les politiques monétaires dans la CEMAC comme dans l'UEMOA sont légèrement autonomes sur la période 1956-2005. Il soutient que cette autonomie, dans un contexte de fixité des changes, s'explique par le support du Trésor français et par les mesures de contrôle des capitaux instaurées après la dévaluation de 1994. Toutefois, la période d'étude retenue est longue et imbrique la période pré et post-dévaluation. Ce résultat ne permet donc pas de tirer une conclusion claire sur la nature de la politique monétaire menée après la dévaluation. L'auteur procède ainsi à un découpage périodique et obtient des résultats différents selon les périodes. Pour les deux Banques centrales de la Zone CFA, il constate que l'élasticité de la base monétaire aux changements des réserves extérieures augmente après la dévaluation de 1994. Pour lui, cela reflète un changement dans l'objectif de la politique monétaire qui, après

la dévaluation, a cessé d'être autonome, les actifs domestiques ne jouant plus d'effet sur la création monétaire. Il conclut ainsi que la dévaluation, en permettant un ajustement du taux de change, a limité le recours aux *comptes d'opérations*. Elle s'est également traduite par une modification des objectifs des autorités monétaires qui mènent désormais une politique de ciblage des réserves de change.

Ces études confirment l'idée qu'il existe de fortes contraintes sur la politique monétaire et budgétaire dans la Zone CFA. Cependant, elles ne cherchent pas à expliquer les mécanismes sous-jacents de la procyclicité. C'est pour cette raison que le point suivant met l'accent sur ces mécanismes avec des nuances selon que l'accent soit mis sur le cas de l'UEMOA ou celui de la CEMAC. Pour cela, trois facteurs sont particulièrement importants : les prix des matières premières exportées, les envois des émigrés et l'aide publique au développement. Parmi ces trois facteurs, le plus important est, semble-t-il, l'évolution des cours des matières premières qui guide le régime de croissance de la Zone CFA.

b. Un régime de croissance en proie aux entrées des capitaux

La Zone CFA est sous le joug d'un mécanisme procyclique qui s'explique par le choix du régime monétaire. Globalement, ce mécanisme peut être décrit de la façon suivante :

↑des cours des matières premières → ↑ du solde commercial → ↑des recettes issues du commerce extérieur → ↑de la masse monétaire → ↑de l'activité économique.

Cet enchaînement s'inverse et se transforme en un cercle vicieux en cas de baisse des cours des matières premières. Les fluctuations des cours de la monnaie d'ancrage jouent un rôle plus ou moins important dans l'accentuation de ce mécanisme.

Il importe de faire une différence non négligeable entre le pétrole et les autres matières premières. Les pays de l'UEMOA sont en grande partie exportateurs de matières premières, le plus souvent d'origine agricole, au contraire des pays de la CEMAC qui sont majoritairement exportateurs de pétrole et mieux diversifiés dans la production des matières premières. De ce fait, l'UEMOA est importatrice nette de pétrole contrairement à la CEMAC. Une hausse des cours du pétrole, toutes choses égales par ailleurs, se traduira, pour la CEMAC, par une amélioration du solde commercial et donc par un accroissement des recettes issues du commerce extérieur. Ce mécanisme entraîne une augmentation des réserves de change de la BEAC et une amélioration de l'activité économique. En revanche, l'UEMOA, importatrice nette du pétrole, connaîtra une diminution du solde commercial, une baisse des recettes

budgétaires, un ralentissement de l'économie (voire la récession) et la pression pourrait s'exercer sur les réserves de change de la BCEAO.

Tableau 4 : Comparaison des indicateurs entre 1994 et 1999

Indicateurs	Zones/Années	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taux de croissance du PIB	UEMOA	3,1	5,7	6,0	6,0	5,0	3,2
	CEMAC	-0,2	3,8	4,3	4,7	4,7	0,1
Solde global de la BP*	UEMOA	950,5	234,9	108,3	165,5	-61,3	13,0
	CEMAC	-335,6	-1003,7	-688,1	-718,6	-1098,6	-802,1
Solde commercial	UEMOA	330,8	180,1	456,7	550,7	416,9	708,6
	CEMAC	1255,1	1452,4	1368,5	2069,6	1166	1967,9
Les transferts courants	UEMOA	1038	807,6	243,7	198,2	202,7	168,9
	CEMAC	144,1	55	3,7	169,6	185,8	173,2
La balance des revenus	UEMOA	-646	-683,5	-691,7	-703,9	-449,9	-644,6
	CEMAC	-678,3	-793,4	-1136,9	-1258,4	-838,9	-1001,3
Taux d'inflation	UEMOA	31,9	10,2	4,1	3,0	3,6	0,2
	CEMAC	33,9	11,0	5,2	6,2	2,4	0,5
Solde budgétaire	UEMOA	-5,1	-2,8	-1,4	-1,9	-1,8	-2,5
	CEMAC	-7,0	-2,3	-1,2	0,0	-5,5	-0,3
Balance courante	UEMOA	264,2	-308,7	-273,7	-255,5	-861	-711,8
	CEMAC	-330,9	-123,9	-743,9	-286,5	-888,1	-268
Dette totale/PNB	UEMOA	164,8	136,6	129,2	118,9	111,3	104,1
	CEMAC	138,1	139,9	120,6	119,9	129,7	120,0
Dette totale/export.	UEMOA	440,3	369,1	346,3	319,9	302,3	282,7
	CEMAC	285,9	336,8	314,5	266,7	301,9	261,3

Source : RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC 1994, 1997, 2000.

* BP : Balance des paiements ; export. : exportations.

Les fluctuations des cours du pétrole, toutes choses égales par ailleurs, entraînent donc une évolution procyclique des deux Unions monétaires¹⁵⁴. Une situation identique, mais moins marquée, se produit pour la CEMAC quand les cours des matières premières hors pétrole augmentent en raison de sa relative diversification dans la production et, donc, dans

¹⁵⁴ Le même mécanisme explique la divergence de l'évolution économique de l'UEMOA et de la CEMAC (chapitre 3).

les exportations des matières premières¹⁵⁵. Cette hétérogénéité constatée entre l'UEMOA et la CEMAC a été analysée par DOUMBIA (2005) et par DJOUFELKIT (2007).

La non synchronisation des cycles de croissance dans la Zone CFA s'explique en partie par la dépendance aux cours des matières premières, mais aussi et surtout par l'absence de politique économique nécessaire au lissage des cycles. La conséquence de cette situation se manifeste par la procyclicité de l'évolution économique. Certes, la capacité d'exportation des pays de la Zone CFA est limitée, surtout en ce qui concerne les produits industriels, mais la responsabilité des politiques économiques en œuvre depuis 1994 ne peut être ignorée. Il en résulte un régime de croissance qui dépend des entrées des capitaux. La différence entre les performances économiques de l'UEMOA et de la CEMAC met au clair cette évidence. Ces deux Unions monétaires connaissent les mêmes politiques et les mêmes contraintes, mais produisent des performances économiques divergentes. Quelques caractéristiques générales (Zone CFA) et particulières (selon que l'UEMOA ou la CEMAC soit prise en compte) ressortent de cette analyse. Concernant la Zone CFA dans son ensemble, le taux de croissance est souvent positif, mais moins élevé que cela aurait dû être le cas. La performance des autres pays de l'Afrique Sub-saharienne est nettement meilleure dans ce domaine. Le niveau de l'inflation est bas, comparable à celui des pays développés. Les autres pays de l'Afrique Sub-saharienne sont, sans doute, moins performants sur ce plan. Sauf exception, le solde commercial est presque toujours excédentaire, la CEMAC en raison de l'exportation du pétrole excelle largement dans ce domaine. Les transferts courants sont également toujours positifs, l'UEMOA en raison de l'émigration importante de ses populations faisant cette fois mieux. Concernant la balance des transactions courantes et la balance des revenus, la Zone CFA accuse toujours un solde déficitaire. Le déficit de la balance des services et le rapatriement des bénéfices réalisés par les compagnies pétrolières sont les principaux facteurs explicatifs de ce phénomène. Le déficit de ces deux rubriques (ce qui amène aux caractéristiques particulières) est essentiellement responsable de celui du solde global de la balance des paiements dans la CEMAC jusqu'en 2003, l'UEMOA ayant toujours connu un solde positif dans ce domaine. Le solde budgétaire est toujours négatif dans l'UEMOA. *A contrario*, pour la CEMAC, ce solde a été négatif entre 1994 et 1999 et est devenu positif depuis.

¹⁵⁵ Plusieurs études reconnaissent l'hétérogénéité croissante entre l'évolution économique de l'UEMOA et de la CEMAC. L'une des plus récentes est effectuée par TSANGARIDES et QURESHI (2006). Le Chapitre 7 étudiera les hétérogénéités des pays de la Zone CFA en général.

Tableau 5 : Comparaison des indicateurs entre 2000 et 2006¹⁵⁶

Indicateurs	Zones/ Années	00	01	02	03	04	05	06
Taux de croissance Du PIB	UEMOA	-0,3	3,9	1,3	2,8	2,6	4,1	3,1
	CEMAC	3,5	7,4	4,2	4,1	7,7	3,7	3,1
Solde global de la BP	UEMOA	235,9	559,6	728,0	68,1	210,5	49,9	686,3
	CEMAC	-334,7	-757,4	-500,1	-585,7	68,2	1031,0	1335,0
Solde commercial	UEMOA	310,7	301,7	1200,3	436,6	198,6	-354,9	15,6
	CEMAC	3805,9	2849,6	2941,6	3133,8	5454,9	8280,7	9083,3
Les transferts courants	UEMOA	284,5	430,1	359,8	446,6	520,1	706,2	841,3
	CEMAC	129	102,2	108,2	137,4	119,4	175,0	217,9
La balance des revenus	UEMOA	-678,4	-696,8	-767,8	-629,1	-581,6	-549,1	-579,5
	CEMAC	-2026,4	-1949,9	-2200,8	-2379,8	-2886,9	-4022,9	-4914,5
Taux d'inflation	UEMOA	1,8	4,1	2,9	1,3	0,5	4,3	2,3
	CEMAC	1,2	4,4	3,0	1,3	1,3	2,9	5,2
Solde budgétaire ¹⁵⁷	UEMOA	-2,0	-1,2	-2,0	-2,3	-4,5	-2,8	-2,9
	CEMAC	8,8	7,3	5,3	7,1	8,4	8,8	11,7
Balance courante	UEMOA	-1033,4	-917,8	-258,4	-870,6	-1016,2	-1433,8	-1077,3
	CEMAC	656,3	-1024,4	-1328,3	-1470,8	-757,6	323,8	443,2
Dettes totale/PIB	UEMOA	82,7	81,6	71,9	65,3	61,5	58,9	45,6
	CEMAC	80,8	74,4	67,3	64,5	50,3	43,4	32,3
Service de dette extérieur /export.	UEMOA	17,0	15,3	17,6	14,8	14,1	7,5	4,6
	CEMAC	17,3	21,7	17,7	14,9	10,8	4,5	2,9

Sources : *RAPPORTS ANNUELS* de la BCEAO (2004), de la Zone franc (1997, 2000, 2003, 2006, 2007), le site du izf (www.izf.net) et BEAC : *Situation économique, financière et monétaire des Etats membres de la CEMAC en 2004 et perspectives pour 2005*.

En 2007, de nouvelles réformes ont été entreprises dans l'UEMOA comme dans la CEMAC. Ces réformes ont porté sur les statuts des Banques centrales et sur leur politique monétaire. Elles sont de portée importante, d'où la nécessité de voir les éléments essentiels de ces réformes et leurs effets possibles.

¹⁵⁶ Les chiffres de 2005 et de 2006 sont inclus dans le tableau afin d'illustrer les nouvelles tendances qui s'amorcent dans la CEMAC : le renforcement de l'excédent du solde global de la balance des paiements et le solde des transactions courantes qui devient positif pour la première fois depuis 1994.

¹⁵⁷ Solde primaire donc compris sauf pour l'UEMOA en 2004.

Section 3 : Les implications des réformes récentes

Dans la deuxième moitié des années 2000, de nouvelles orientations ont été assignées à la politique monétaire dans les deux Unions monétaires de la Zone CFA. Les nouveaux textes présentent très peu de points communs, ce qui pourrait avoir des conséquences sur la performance économique de chacune de ces Zones. Toutefois, l'entrée en vigueur des réformes a été tardive, surtout dans l'UEMOA. Les performances récentes découlent essentiellement des anciennes mesures qui sont identiques dans les grandes lignes.

A. La CEMAC, une réforme de portée limitée

La réforme adoptée dans la CEMAC diffère très largement de celle de l'UEMOA. Elle est surtout de portée limitée en ce sens qu'elle n'est pas susceptible de modifier considérablement les grandes lignes de la politique monétaire mises en place depuis 1994. Il convient en premier lieu de rappeler que dans la CEMAC, la Banque centrale a la responsabilité de la politique monétaire et le privilège de l'émission des signes monétaires. Elle est épaulée dans ses tâches par les comités monétaires nationaux. Il résulte de cette spécification qu'elle a une relative autonomie dans la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire. Dans la littérature actuelle sur les Banques centrales, cette autonomie peut être assimilée à une forme d'indépendance fonctionnelle. Dans le cadre de la réforme, une nouvelle organisation de la BEAC et une révision de ses statuts ont été adoptées en septembre 2007. Un Comité de Politique Monétaire (CPM) a été institué. Celui-ci est chargé de définir la stratégie, les objectifs et les instruments de la politique monétaire. Il a aussi la responsabilité de la gestion des réserves de change. Le CPM est constitué de 14 membres, à raison de deux représentants par pays, y compris la France. La programmation monétaire reste le principal outil de la politique monétaire de la BEAC. A cet effet, le CPM est chargé de fixer pour chaque pays, sur propositions des comités monétaires et financiers nationaux, des objectifs d'avoirs extérieurs nets, de croissance de crédit à l'économie et de la masse monétaire (M2). De plus, le CPM détermine un objectif de refinancement des banques en cohérence avec les objectifs en matière de croissance économique, d'équilibre extérieur et de finances publiques. L'objectif de la politique monétaire est resté le même : la stabilité monétaire (article 1 des statuts de la BEAC). Sans préjudice à cet objectif, la BEAC apporte son soutien aux politiques économiques générales des Etats membres de la CEMAC.

Au total, les réformes adoptées dans la CEMAC ne modifient rien dans les orientations de la politique monétaire depuis la dévaluation de 1994. La défense de la parité reste son objectif principal. Sauf l'adoption de nouvelles mesures, les évolutions futures pourraient obéir aux mêmes tendances que les évolutions amorcées depuis 1994. Autrement dit, l'analogie avec le système des caisses d'émission pourrait faire en sorte que les évolutions économiques soient proches de celles qui sont observées dans ces régimes.

B. L'UEMOA, dynamisme du processus d'intégration au risque de confondre vitesse et précipitation

Contrairement à la CEMAC, dans l'UEMOA, les réformes ont été rapidement adoptées, voire un peu trop. Ces réformes sont importantes et méritent d'être analysées à « chaud »¹⁵⁸. Elles ont toutefois très peu de chance de baliser de nouvelles trajectoires dans les évolutions économiques des pays concernés.

a. Les principaux points de la réforme

La réforme institutionnelle de l'UMOA et de la BCEAO a été adoptée le 20 janvier 2007, elle est entrée en vigueur le 1^{er} avril 2010. Les mesures adoptées visent à « *corriger les difficultés d'application de certains textes* » et à adapter les politiques aux « *meilleures pratiques internationales* »¹⁵⁹. Les réformes ont concerné les points suivants.

- Elles visent une meilleure répartition des missions et des responsabilités entre les différents organes. A cet effet, la Conférence des chefs d'Etat définit les grandes orientations de la politique de l'UEMOA. Le Conseil des Ministres est considéré comme l'organe de direction de l'Union. Il assure le suivi et la mise en œuvre des politiques décidées par les Chefs d'Etat. La responsabilité de la politique monétaire, antérieurement dévolue au Conseil des Ministres, a été confiée à un organe interne de la BCEAO, le Comité de Politique Monétaire (CPM). Assisté par le Comité d'audit, le Conseil d'administration de la BCEAO, naguère chargé de la conduite de la politique monétaire, n'a désormais pour rôle que la gestion de la BCEAO¹⁶⁰. Le Gouverneur met en œuvre la politique monétaire et assure la direction de la Banque centrale. Le

¹⁵⁸ Les textes relatifs à ces réformes ont été publiés en avril 2010 c'est-à-dire au moment où cette thèse était quasiment terminée. Eu égard à l'importance de la question, il a fallu quand même l'intégrer dans ce travail.

¹⁵⁹ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2008, p. 71.

¹⁶⁰ Pour plus d'information sur ces réformes, il convient de consulter les textes officiels. Trois textes constituent la base de ces réformes : le traité de l'UMOA, les Statuts de la BCEAO, la Convention régissant la Commission bancaire de l'UMOA et la Loi portant sur la Réglementation bancaire.

Comité national de crédit de chaque pays membre a été remplacé par le Conseil national de crédit. Ce Conseil, composé d'associations, de groupements professionnels, a un rôle consultatif. Il émet des avis et recommandations sur le système bancaire.

- Les missions de la BCEAO ont été clairement définies. Selon l'article 8 des nouveaux statuts de la BCEAO, « *L'objectif principal de la politique monétaire de la Banque Centrale est d'assurer la stabilité des prix. L'objectif d'inflation est défini par le Comité de Politique Monétaire. Sans préjudice de cet objectif, la Banque Centrale apporte son soutien aux politiques économiques de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), en vue d'une croissance saine et durable* ».
- L'indépendance opérationnelle de la Banque centrale a été renforcée. En d'autres termes, la BCEAO a les mains libres dans la fixation de l'objectif d'inflation, dans la formulation et du choix des instruments de politique monétaire. Selon l'article 4 des nouveaux statuts, il est stipulé : « *Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions qui leur sont conférées par le Traité de l'UMOA et par les présents Statuts, la Banque Centrale, ses organes, un membre quelconque de ses organes ou de son personnel ne peuvent solliciter, ni recevoir des directives ou des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des Etats membres de l'UMOA, de tout autre organisme ou de toute autre personne. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des Etats membres de l'UMOA s'engagent à respecter ce principe* ». La réforme a pris en compte, le facteur le plus important considéré comme le moyen d'immixtion habituelle du politique dans l'économie, le financement du déficit public par la Banque centrale. « *La Banque Centrale ne peut accorder des financements monétaires aux Trésors publics, aux collectivités locales ou à tous autres organismes publics des Etats membres de l'UMOA* » (article 36 des statuts de la BCEAO). Selon le Gouverneur de la BCEAO, cette indépendance est assortie d'un principe de responsabilité (rendre compte de son action), de transparence, et d'information du public. La Banque centrale est tenue de communiquer clairement sur ses décisions. « *L'objectif est de faire comprendre aux agents économiques, la cohérence des décisions prises, afin de leur permettre de former leurs propres anticipations et*

prévisions, de la façon la plus rationnelle possible »¹⁶¹. Le but de la réforme est de renforcer la crédibilité de la Banque centrale et l'efficacité de son action¹⁶².

b. La portée de la réforme

La réforme institutionnelle de l'UEMOA intègre, à bien des égards, des aspects du ciblage de l'inflation¹⁶³. Ce type de politique monétaire a fait son apparition en 1990 en Nouvelle-Zélande. Aujourd'hui elle s'étend à 26 pays et plusieurs autres envisagent de l'adopter (ROGER, 2010). Il importe de s'interroger sur le ciblage de l'inflation afin de cerner sa portée et les implications de son adoption dans l'UEMOA.

1. Le ciblage de l'inflation, une tendance internationale

Au début des années 90, un certain nombre de Banques centrales (Nouvelle-Zélande, Canada, Royaume Uni, Suède et Australie) ont mis en place une politique de ciblage de l'inflation. Cette politique est le résultat de l'évolution du système monétaire international et de la volonté des Banques centrales de maîtriser l'inflation. Sur le plan historique, l'or a été l'ancre nominale commune de la politique monétaire (l'étalon-or). Par la suite, l'or a été remplacé par le sterling et le dollar qui étaient, à leur tour, ancrés sur l'or (l'étalon de change-or). La chute du régime de Bretton Woods et l'augmentation de l'inflation dans les années 70 ont conduit les pays développés à chercher une ancre nominale alternative, les pays en développement dans leur majorité ayant opté pour une fixation du taux de change vis-à-vis d'une monnaie « majeure ». Plusieurs pays ont cherché à ancrer leur politique monétaire sur les agrégats monétaires dans l'espoir de contrôler le taux de croissance de la masse monétaire. Cette politique a été considérée à l'époque comme le meilleur moyen de réduire le taux d'inflation. La politique du ciblage de la masse monétaire a échoué en raison de l'instabilité de la demande de monnaie en raison des phénomènes de déréglementation dans certains pays et des vagues d'innovations financières qui ont entraîné des changements importants dans la manière dont le public détient ses actifs financiers. Devant l'échec du ciblage de la masse monétaire, certaines Banques centrales ont mis en place des engagements qualitatifs pour une faible inflation. Ces engagements n'ont pas convaincu, dans certains cas, que la Banque

¹⁶¹ Interview accordée par le Gouverneur de la BCEAO lors de l'entrée en vigueur de cette réforme. Cette interview est disponible sur le site de la BCEAO : www.bceao.int.

¹⁶² Ibid., interview du Gouverneur de la BCEAO.

¹⁶³ Pour une vue d'ensemble de ces réformes, il convient de voir les textes officiels, le discours du Président en exercice de l'UEMOA et l'interview accordée par le Gouverneur de la BCEAO. L'ensemble de ces textes sont disponibles sur le site de la BCEAO.

centrale était réellement déterminée à réduire l'inflation¹⁶⁴. Dans ces pays (Nouvelle-Zélande et Canada) un engagement explicite et quantitatif a été considéré comme un mécanisme qui pourrait aider la Banque centrale à atteindre son objectif d'inflation. Le ciblage de l'inflation est ainsi né et sera adopté par un nombre croissant de Banques centrales.

2. Les fondements du ciblage de l'inflation

POLLIN (2002 et 2008) considère que trois critères sont importants. (1) La Banque centrale annonce son objectif et affiche ses anticipations d'inflation et d'activité. Elle explique la manière dont elle les a construites. (2) Elle justifie sa réaction, ses ajustements de taux en fonction de ses prévisions et de ses estimations de l'incidence de son action sur l'équilibre économique. (3) Elle s'explique sur les écarts observés *a posteriori* entre ses prévisions et les réalisations.

Pour FREEDMAN et LAXTON (2009), 6 principes caractérisent le ciblage de l'inflation.

- ❖ Le rôle premier de la politique monétaire est de donner un point d'ancrage nominal à l'économie. L'adoption d'autres objectifs ne doit pas se traduire par un conflit avec ce rôle.
- ❖ Le ciblage de l'inflation doit être bénéfique pour le bien être en diminuant les incertitudes, en ancrant les anticipations inflationnistes et en réduisant les incidences de la sévérité des fluctuations cycliques.
- ❖ Le succès du ciblage de l'inflation dépend des autres mesures qui facilitent la tâche de la Banque centrale dans sa politique monétaire et qui la rendent crédible.
- ❖ En raison des décalages dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire, de la déviation de l'inflation par rapport à sa cible et la production de son niveau potentiel, il n'est ni possible, ni désirable de maintenir l'inflation à son niveau cible ; dans la pratique, le ciblage de l'inflation devient le ciblage des prévisions d'inflation.
- ❖ Etant donné des conflits d'objectifs, les Banques centrales doivent avoir des objectifs clairs et suffisamment d'indépendance vis-à-vis des autorités politiques pour atteindre ces objectifs.
- ❖ Il doit avoir un suivi efficace et un mécanisme de responsabilité (le fait de rendre compte de son action) pour s'assurer que les banquiers centraux se comportent de manière

¹⁶⁴ La Réserve Fédérale et la Banque du Japon font encore des engagements qualitatifs sur l'inflation, mais n'ont encore défini aucune cible quantitative.

conforme avec les objectifs affichés et que la politique monétaire est basée sur des pratiques solides.

Le ciblage de l'inflation peut prendre trois formes (STONE, 2003). Les Banques centrales qui ciblent l'inflation selon une logique éclectique (*eclectic inflation targeters*). Elles sont considérées comme celles qui ont rencontré le succès dans le ciblage de l'inflation, mais elles sont hétérogènes selon la nature de leur politique monétaire au regard de la définition de la stabilité des prix et des opérations de la politique monétaire. Ces Banques centrales semblent avoir des marges de manœuvre importantes quant aux objectifs et les opérations de la politique monétaire. Elles sont toutes situées dans les pays industrialisés.

Le ciblage de l'inflation à part entière (*full-fledged inflation targeting*) : il s'agit des Banques centrales qui ont un engagement clair pour une cible d'inflation. Celles-ci ont un niveau intermédiaire de crédibilité. Elles se sont clairement engagées en faveur de leur cible d'inflation. Les engagements sont institutionnalisés sous forme de politique monétaire transparente qui favorise la responsabilité par rapport à la cible. Les Banques centrales appartenant à cette version rigoureuse du ciblage de l'inflation sont majoritairement situées dans les pays émergents.

Le ciblage de l'inflation dans sa version souple (*Inflation targeting lite*) : il est appliqué par des Banques centrales qui annoncent l'objectif d'inflation, mais en raison de leur faible crédibilité, elles ne font pas un engagement clair et explicite en faveur de la cible d'inflation. Elles se caractérisent par une multiplicité d'objectifs (plusieurs points d'ancrage) et de modes d'opération de la politique monétaire. La version souple du ciblage de l'inflation peut être vue comme un régime de transition visant à maintenir la stabilité monétaire, et ce, jusqu'à la réalisation des réformes structurelles nécessaires à la mise en place d'une ancre nominale unique (STONE, 2003). Les pays qui ont adopté la version allégée du ciblage de l'inflation chercheraient principalement à ramener l'inflation à un seul chiffre et à maintenir la stabilité financière. Leur politique de change serait relativement interventionniste.

Les diverses formes du ciblage de l'inflation se rejoignent au niveau de la volonté de maîtriser l'inflation dans un contexte de flexibilité pure ou impure du taux de change. « (...) le ciblage de l'inflation repose sur un principe d'indépendance des politiques nationales ; il s'accompagne logiquement d'une flexibilité des changes » (POLLIN, 2008, p. 20). Avec la perte de l'ancrage du taux de change et dans des circonstances où la base monétaire est instable, le ciblage de l'inflation reste le seul mécanisme disponible pour la politique monétaire (FREEDMAN & LAXTON, 2009).

Pour certains auteurs, les racines intellectuelles du ciblage de l'inflation sont les mêmes que celles qui ont conduit à l'adoption du ciblage de la masse monétaire : la considération selon laquelle il n'existe pas d'arbitrage de long terme entre la production et l'inflation ou le problème de l'incohérence temporelle de la politique monétaire (FREEDMAN & LAXTON, *ibid.*, p. 13). Toutefois, POLLIN (2002, 2005, 2008) jette un doute sur cette origine supposée du ciblage de l'inflation. Il établit une distinction entre « les règles passives » de la politique monétaire, le ciblage des agrégats monétaires ou du taux de change, et les règles dites « contingentes » ou « actives » qui reposent sur le principe de compatibilité entre l'ancrage nominal (crédibilité) et la régulation conjoncturelle (flexibilité) de la politique monétaire. Aussi, il fait une distinction entre « les règles d'instrument » et « les règles d'objectif » de la politique monétaire. Les premières s'expriment sous forme d'équation entre les instruments de la politique monétaire (la base monétaire ou le taux d'intérêt) et les variables macroéconomiques. L'exemple le plus connu de ce type de règle est « la règle de TAYLOR ». Les secondes consistent à fixer un objectif final à la politique monétaire en laissant la possibilité aux autorités monétaires de choisir les instruments appropriés pour atteindre cet objectif. Il considère le ciblage de l'inflation comme une solution intermédiaire ou de « compromis » entre ces deux types de règles. De son point de vue, tout dépend de l'horizon temporel et de l'objectif chiffré de la cible d'inflation. En effet, un horizon temporel long et une fourchette large (ou un chiffre élevé) de l'objectif d'inflation laissent à la Banque centrale la possibilité d'une régulation conjoncturelle. De même, un horizon temporel court et une fourchette étroite relèvent de la volonté de privilégier la maîtrise de l'inflation. Dans cette optique, il est difficile de lier l'origine du ciblage de l'inflation à la problématique de l'incohérence temporelle de la politique monétaire.

Selon la forme du ciblage d'inflation adoptée, les implications de la politique monétaire peuvent varier. Il convient d'analyser le type de ciblage d'inflation qui pourrait prévaloir dans l'UEMOA, suite à la réforme institutionnelle, et les impacts possibles de cette nouvelle orientation de la politique monétaire.

3. Les implications possibles du ciblage de l'inflation dans l'UEMOA

La réforme institutionnelle de la BCEAO incorpore plusieurs aspects du ciblage de l'inflation. Les éléments essentiels de ce type de stratégie y sont explicitement pris en compte. La stabilité des prix a été assignée à la Banque centrale comme objectif prioritaire de la politique monétaire. Pour qu'elle puisse atteindre cet objectif en toute sérénité et sans

interférence des autorités politiques, son indépendance a été assurée. Selon le Gouverneur de la BCEAO, cette indépendance a été assortie d'une obligation de responsabilité, c'est-à-dire que la BCEAO devrait désormais rendre compte de ses décisions de politique monétaire et du choix de ses instruments. La réforme institutionnelle implique également que la BCEAO mène désormais une politique active de communication vis-à-vis du public afin d'ancrer les anticipations inflationnistes¹⁶⁵. Dans ce cadre, elle a entrepris, depuis 2007, de publier des rapports annuels sur l'évolution des prix dans l'UEMOA. Ces rapports étudient l'évolution des facteurs qui déterminent les prix, les sources d'inflation et l'inflation sous-jacente. Ils fournissent également des informations sur les prévisions inflationnistes. Ils ne sont pas rapidement mis à jour de sorte à permettre aux agents, conformément à la logique du ciblage de l'inflation, de faire une prévision d'inflation pour l'année à venir. Le seul critère important du ciblage de l'inflation qui fait défaut est la définition d'une cible d'inflation quantifiée. L'absence d'une cible quantifiée est conforme aux textes relatifs à la réforme. Ceux-ci laissent le soin à la Banque centrale de définir cet objectif. La BCEAO fixe souvent son objectif chiffré d'inflation dans le cadre de sa programmation monétaire. « (...) *l'objectif retenu pour l'action monétaire a été la stabilité des prix, avec un taux d'inflation de 2,0% maximum, pour consolider l'ancrage de la monnaie commune* »¹⁶⁶. Au final, cette réforme révèle la volonté des pays de l'UEMOA d'ancrer la politique monétaire sur l'inflation. Cependant, une telle politique peut être plus ou moins adaptée à la situation d'un pays donné. Sa portée mérite d'être débattue.

Les pays de l'UEMOA ont des particularités qui peuvent compliquer l'efficacité d'une telle politique. En effet, avec la fixité du taux de change, la politique monétaire a également pour objectif de fait la défense de la parité. Si, en théorie, la responsabilité de la politique de change incombe au Conseil des Ministres de l'UMOA (article 17 et article 18 du traité de l'UMOA)¹⁶⁷, dans la pratique, la défense de la parité est du ressort de la Banque centrale qui

¹⁶⁵ La question de la responsabilité de la Banque centrale n'a pas été explicitée dans le traité modifié de l'UMOA, ni dans les nouveaux statuts de la Banque centrale, même si l'article 11 du traité de l'UMOA évoque la possibilité que le Conseil des Ministres demande à la BCEAO de lui faire des rapports. « (...) *Le Conseil peut inviter la BCEAO, la Commission Bancaire, la BOAD [Banque Oueest Africaine de développement], le CREPMF [Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers] et la Commission de l'UEMOA à lui soumettre des rapports et à prendre toute initiative utile à la réalisation des objectifs de l'UMOA. La BCEAO, la BOAD et la Commission de l'UEMOA pourvoient à l'organisation des séances du Conseil des Ministres et à son secrétariat* ». Il en va de même pour la question de la communication. Toutefois, l'interview accordée par le Gouverneur de la BCEAO fait part belle à ces préoccupations.

¹⁶⁶ *RAPPORT ANNUEL DE LA BCEAO*, 2008, p. 21.

¹⁶⁷ Le traité de l'UEMOA complète le traité de l'UMOA en mettant l'accent sur les politiques communes (mise en place d'un marché commun, des politiques sectorielles, etc.). Selon l'article 17 du traité de l'UMOA : « *Le Conseil des Ministres est chargé de définir l'environnement réglementaire de l'activité du système bancaire et financier et de la politique de change de l'UMOA. A cet effet, il arrête les projets de textes, préparés à son*

gère les réserves de change, met en œuvre la politique monétaire et joue un rôle central dans la mise en œuvre de la réglementation des changes. Cette responsabilité de fait de la Banque centrale dans la politique de change est un des principes de base bien connu de l'UMOA et qui a été réaffirmée dans les nouveaux statuts de la Banque centrale¹⁶⁸. En raison des accords monétaires signés avec la France, le rôle même du Conseil des Ministres dans la politique de change devrait être relativisé. En effet, il ne peut exister de politique de change puisqu'elle vise au strict respect de la fixité du taux de change. La BCEAO se trouve ainsi avec deux objectifs importants de politique monétaire : le ciblage du taux de change et le ciblage de l'inflation. Il en résulte des implications importantes.

En général, le ciblage de l'inflation est le but ultime de la politique monétaire d'un certain nombre de Banques centrales dont le taux de change est déterminé sur le marché par le jeu de l'offre et de la demande (POLLIN, 2008 ; STONE, 2003). La taxinomie du ciblage de l'inflation présentée par STONE (2003) montre que cette forme de politique monétaire est avant tout réservée aux pays ayant un régime de change flexible. Seuls les pays qui ont adopté la version souple du ciblage de l'inflation interviennent sur le marché des changes. Le ciblage du taux de change et le ciblage de l'inflation sont souvent considérés comme des options contradictoires (SVENSSON, 1997 ; STONE, 2003). La version souple du ciblage de l'inflation est vue comme un régime intermédiaire dont l'aboutissement est l'adoption d'un régime de change fixe extrême (*currency board*, dollarisation) ou du ciblage de l'inflation dans sa version rigoureuse, caractérisé par le flottement du taux de change.

L'UEMOA pourrait être classée dans la catégorie souple, à la différence près de la fixité du change. Comme la plupart des pays de cette catégorie, l'UEMOA se retrouve avec au moins deux objectifs pour la politique monétaire : ciblage de l'inflation et ciblage du taux de change (réserves de change). Il convient de noter que ces deux objectifs ne sont pas nécessairement contradictoires. La défense de la parité implique la mise en place de règles

initiative ou à celle de la Banque Centrale, concernant les matières énumérées à l'article 34 du présent Traité et consent aux dérogations jugées nécessaires à leur adaptation aux conditions spécifiques des Etats membres de l'UMOA. Le Conseil des Ministres définit également les orientations de nature à conforter l'intégration monétaire et financière, dans le cadre de la surveillance multilatérale des politiques et performances macroéconomiques des Etats membres de l'UMOA ». Selon l'article 18 : « Le Conseil des Ministres définit la politique de change de l'UMOA, en concertation avec le Gouverneur de la BCEAO et sous réserve de respecter les engagements internationaux contractés par les Etats membres de l'UMOA. Il met en place un Comité de change qui l'assiste à cet effet. La composition et les modalités de fonctionnement du Comité de change sont définies par le Conseil des Ministres ».

¹⁶⁸ Selon l'article 76 des statuts de la BCEAO : « Lorsque le rapport entre le montant moyen des avoirs extérieurs de la Banque Centrale et le montant moyen de ses engagements à vue est demeuré, au cours de trois mois consécutifs, égal ou inférieur à vingt pour cent, le Gouverneur, après en avoir avisé le Président du Conseil des Ministres de l'UMOA, convoque en session extraordinaire le Comité de Politique Monétaire aux fins d'examiner la situation et de prendre toutes dispositions appropriées, en particulier de réexaminer les décisions prises précédemment qui ont pu affecter la situation monétaire de l'UMOA ».

strictes pouvant entraîner une baisse du taux d'inflation. Inversement, une politique ciblant étroitement l'inflation comporte généralement des mesures restrictives pouvant conduire à l'augmentation des avoirs extérieurs nécessaires à la défense de la parité. Cependant, dans les nouveaux statuts, il est stipulé que la BCEAO, sans préjudice à la stabilité des prix, peut apporter son soutien aux politiques économiques de l'UEMOA. Dans la pratique, un tel dispositif peut aboutir aux difficultés similaires à celles des pays qui ont adopté une version souple du ciblage d'inflation.

STONE (2003) compare la politique monétaire dans les pays ayant adopté une version souple du ciblage d'inflation avec ceux ayant une version rigoureuse. Selon lui, la formulation de la politique monétaire est opaque dans les premiers. Elle est rendue difficile par la multiplicité des objectifs et le sous-développement des marchés financiers. Il y a une confusion entre les objectifs opérationnels et les instruments de la politique monétaire. Les Banques centrales de ces pays utilisent le taux d'intérêt de court terme, le taux de change, les cibles quantitatives, les opérations *d'open market*, le taux de croissance de la base monétaire. Certains instruments utilisés ne relèvent pas des mécanismes de marché : limitation des crédits, contrôle des taux d'intérêt. Les réserves de change jouent également un rôle important. Ces pays interviennent sur le marché des changes parce que celui-ci est davantage susceptible aux fluctuations importantes. Certains d'entre eux interviennent pour limiter la volatilité du taux de change, d'autres pour maintenir la compétitivité extérieure. Dans le cas de la BCEAO, il convient de noter que plusieurs instruments existent pour la politique monétaire. En plus des opérations *d'open market*, il existe la politique des taux d'intérêt et la programmation monétaire. Cette dernière est une forme de politique quantitative. STONE (2003) estime que ce type de politique a été abandonnée comme point d'ancrage de la politique monétaire dans tous les pays développés¹⁶⁹.

Au total, la politique monétaire dans les pays qui ont adopté la version allégée du ciblage de l'inflation dépendra du poids relatif donné à chacun des objectifs : taux de change, taux d'inflation, emploi, compétitivité, etc. Elle dépend également des instruments, des canaux de transmission de la politique monétaire, l'horizon temporel, l'ampleur et la durée des chocs. Une Banque centrale qui vise plusieurs objectifs se trouve confrontée à un conflit d'objectifs, ce qui complique la compréhension de la politique monétaire pour les entreprises et les ménages et remet en cause le principe de transparence, celui-ci étant fondamental pour

¹⁶⁹ Le taux de croissance de la masse monétaire (M3) reste l'un des piliers de la politique monétaire de la BCE. Celle-ci doit, en théorie, respecter une croissance régulière de cet agrégat de l'ordre de 4,5% par an. Voir POLLIN (2002) sur les difficultés soulevées quant au respect de cette règle.

les Banques centrales qui ont décidé d'adopter une stratégie de ciblage de l'inflation. Les pays qui ont adopté la version souple du ciblage de l'inflation ne seraient pas transparents non seulement en ce qui concerne les objectifs de la politique monétaire, mais aussi les instruments utilisés, notamment ceux qui ne relèvent pas des mécanismes du marché. Cette illisibilité de la politique monétaire complique l'ancrage des anticipations inflationnistes, considéré comme l'avantage le plus important du ciblage d'inflation.

En revanche, la politique monétaire des Banques centrales qui ont adopté le ciblage de l'inflation dans sa version rigoureuse est considérée comme simple, car le choix d'une ancre nominale unique conduit à l'adoption d'un objectif opérationnel unique à travers un instrument unique de politique monétaire. En général, les pays qui ont fait ce choix ont un marché financier développé, ce qui rend possible l'utilisation de la politique *d'open market* et le ciblage opérationnel du taux d'intérêt de court terme pour guider le taux d'inflation prévu vers le taux cible. Les Banques centrales qui ont réussi leur politique de ciblage de l'inflation jouissent d'une crédibilité importante, ce qui leur permet de prendre en compte d'autres objectifs de la politique économique.

Les implications d'une politique de ciblage de l'inflation pour les pays de l'UEMOA sont nombreuses. Dans le contexte de fixité du taux de change à l'euro, il convient de s'interroger sur l'autonomie de la politique monétaire de la BCEAO. Dans une économie ouverte, avec un taux de change fixe, le taux d'intérêt s'établit théoriquement de sorte à maintenir la fixité du taux de change. La Banque centrale, de ce point de vue, ne peut pas avoir une politique monétaire indépendante. Dans ce contexte, l'inflation est déterminée en partie par le pays émetteur de la monnaie d'ancrage. Cette situation correspond à celle des pays de l'UEMOA, à la différence près que ceux-ci mènent une politique de contrôle des changes. Néanmoins, la défense de la parité implique nécessairement une politique monétaire axée sur celle de la BCE. Cela peut expliquer le choix de la BCEAO pour une cible d'inflation de 2% qui est également en vigueur dans la Zone euro. La cible quantitative est donc une cible dictée par les principes contenus dans les accords monétaires. Il faut ajouter aussi que le choix de fixer sa monnaie à une devise étrangère condamne l'économie nationale à subir ou à importer les chocs réels, monétaires ou financiers qui affectent l'économie de la monnaie d'ancrage (POLLIN, 2002). Le ciblage de l'inflation dans l'UEMOA ne se traduira pas par une indépendance de la politique monétaire en raison de la fixité du taux de change.

En outre, le choix de 2% peut faire l'objet de débats. Le taux d'intérêt dans le pays dont la monnaie est ancrée incorpore en général une prime de risque en raison de la faible crédibilité de sa Banque centrale. Le choix de la cible d'inflation aurait dû tenir compte de

cette considération. La volonté de mettre en œuvre une politique de régulation conjoncturelle implique également que la fourchette de la cible soit large et son horizon temporel long. Sur ce dernier aspect, il faut noter que les textes ne mentionnent pas une durée explicite. Toutefois, l'objectif d'inflation de la Banque centrale est construit dans le cadre de la programmation monétaire. Celle-ci est fondée sur un horizon temporel relativement court (un an) au regard des délais de propagation des impulsions monétaires¹⁷⁰. Ceux-ci pourraient varier selon les pays et selon que l'économie soit au pic de la croissance ou au creux de la récession. Le choix en faveur d'une cible rigoureuse et d'un horizon temporel relativement court dénote probablement de la volonté de l'UEMOA d'accorder un poids plus important à l'objectif d'inflation, ce qui annihile la possibilité d'une politique de régulation conjoncturelle.

L'objectif de 2% soulève, par ailleurs, la question du taux d'inflation optimal (POLLIN, 2008 ; BLANCHARD & al., 2010). Des taux d'inflation trop bas compliquent le processus d'ajustement des prix relatifs. Les autorités monétaires pourraient perdre le contrôle des taux réels puisque les taux nominaux ne peuvent devenir négatifs. Il en résultera une variabilité plus importante de la production. En plus, il semble que le taux d'inflation optimal varie selon les pays. Il existerait un seuil au-delà duquel l'inflation exerce un effet négatif sur la croissance. La solution de prudence consisterait à fixer la cible entre 3 et 8% (POLLIN, 2008) tandis que BLANCHARD & al. (2010) penchent pour une cible de 4% maximum.

¹⁷⁰ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1994, p. 77.

Tableau 6 : Le niveau d'inflation optimal

	Données utilisées	Incidence sur la croissance annuelle par tête d'une augmentation de 1% de l'inflation au-delà du seuil éventuel	Seuil au-delà duquel l'inflation réduit la croissance
FISHER (1993)	Panel 13 pays non OPEP 1961-1988	-0,13/-0,20	-
BARRO (1995)	Données en coupes sur 100 pays et 3 décennies (19960-1990)	-0,024/-0,016	-
SAREL (1996)	Panel 87 pays 1970-1990	-0,0261	8%
GOSH & PHILLIPS (1998)	Panel 141 pays 1960-1996	-0,04	2-3%
KHAN & SENHADJI (2001)	Panel 140 pays 1960-1998	-0,27 pays développés -0,24 PED	1-3% pays développés 11-12% PED
BURDEKIN (2004)	Panel 72 pays 1967-1992	-0,3 pays développés -0,08 PED	8% pays développés 3% PED

Source : POLLIN, 2008.

Au final, la réforme institutionnelle de la BCEAO est d'une portée limitée puisqu'elle réaffirme tout simplement l'ancrage de la politique monétaire de la BCEAO à celle de la BCE. Cet ancrage ne peut cependant être considéré comme du mimétisme puisqu'il est une conséquence de la fixité du change. Cependant, la question se pose s'il s'agit d'une mesure intermédiaire dont le but est l'adoption à terme d'un ciblage vigoureux de l'inflation caractérisé par le flottement du taux de change. Selon STONE (2003), la version souple du ciblage de l'inflation peut être considérée comme un régime transitoire dont le but ultime est l'adoption de la version rigoureuse du ciblage de l'inflation ou d'un régime de change fixe extrême. Puisque le régime de change actuel de l'UEMOA est une fixité de type *currency board*, si l'adoption de la version souple du ciblage de l'inflation vise à opérer une transition vers un autre régime, cela ne peut être qu'un ciblage de l'inflation dans sa version rigoureuse.

Conclusion

Il est possible de comparer la Zone CFA à une caisse d'émission moderne tant par la proximité des principes de fonctionnement que par l'évolution économique qui s'y produit, et ce, malgré l'adoption des nouvelles réformes. Trois phénomènes majeurs s'ensuivent. Le premier concerne l'intensité procyclique des politiques budgétaire et monétaire qui est plus forte que dans les autres pays africains. Le deuxième phénomène est l'hétérogénéité structurelle décrite entre les deux sous-ensembles constitutifs de la Zone CFA. Le troisième

phénomène est la surliquidité du système bancaire dans un contexte de « sous-financement de l'économie ».

Le premier phénomène, qui est une caractéristique reconnue des caisses d'émission, est également présent dans la Zone CFA. En revanche, l'hétérogénéité des structures suscite des interrogations quant à l'optimalité de la Zone CFA au sens de MUNDELL (1961). L'UEMOA et la CEMAC devraient-elles continuer à évoluer au sein d'une structure régie quasi-exclusivement par les mêmes principes de fonctionnement ? Sur cet aspect, les études concluent plutôt à des sous-groupes de pays homogènes qui devraient évoluer dans des unions monétaires de tailles relativement réduites si les autorités politiques s'intéressent davantage aux variables économiques (BENASSY-QUERE & COUPET, 2005 ; TSANGARIDES & QURESHI, 2006).

Le troisième phénomène est la surliquidité du système bancaire. Ce phénomène a également été constaté dans certaines caisses d'émission. En effet, les mesures élaborées par les économies sous *currency board* sont favorables aux entrées des capitaux qui vont, par la suite, s'entasser dans les banques de second rang. Si ces banques ont un comportement frileux, il en résulte une insuffisance des prêts vis-à-vis des dépôts et, donc, un gonflement de leur liquidité dont le niveau pourrait dépasser le seuil requis des réserves obligatoires. Dans la Zone CFA, un tel phénomène a pu être constaté (SAXEGAARD, 2006 ; DOUMBIA, 2009 ; AVOM & EYEFFA EKOMO, 2007).

Enfin, la question qui se pose est de savoir si l'adoption par la Zone CFA des mêmes principes que les caisses d'émission modernes résultent de mesures politiques volontaires ou, au contraire, de mesures involontaires visant seulement à renforcer le système monétaire et financier. Dans le premier cas, il s'agirait pour les autorités de s'imposer une discipline afin de se donner une marge de manœuvre de politique monétaire dans les situations d'urgence. Un changement de politique monétaire vers plus de flexibilité ne sera pas vu, dans ce contexte, comme une quelconque violation des engagements monétaires des autorités contrairement aux caisses d'émission officielles. Dans la deuxième hypothèse où une telle évolution serait inconsciente, alors il convient de saisir l'opportunité pour envisager le passage vers un régime de change plus adéquat et une réforme vers un système de *central banking*. L'affirmation de MASSON et PATTILLO conforte cette idée : « *Récemment une attention particulière a été accordée à l'hypothèse que les pays devraient choisir entre une fixité dure (au bout de laquelle il y a l'union monétaire) et la flexibilité du taux de change. Les régimes de change intermédiaires ne sont pas soutenables. Le principal argument de cette tendance est lié à la mobilité des capitaux, ce qui rend le maintien de toute autre chose*

difficile sauf les régimes de change fixes, parfaitement crédibles. Nous considérons ce facteur comme peu probable de dicter le choix du régime de change de la plupart des pays africains qui continuent à ne pas être complètement intégrés aux marchés internationaux des capitaux, comme ils appliquent le contrôle des capitaux, les risques économiques et politiques aussi bien que les coûts de transaction élevés empêchent le mouvement des capitaux. L'absence de la parfaite mobilité des capitaux laisse la porte ouverte à tous les régimes de change possibles, y compris les fixités ajustables » (MASSON & PATTILLO, 2005, p. 10)¹⁷¹.

¹⁷¹ « Recently, a great deal of attention has been paid to the hypothesis that countries need to choose between very hard pegs (in the limit, a monetary union) or flexible exchange rates. The intermediate regimes are not sustainable. The main argument relates to the trend toward capital account liberalization, which makes difficult the maintenance of anything but perfectly credible pegs. We consider that this factor is unlikely to dictate the choice of regime for most African countries, which continue not to be completely integrated with international capital markets, as there are capital controls, economic and political risks, and high transactions costs that inhibit capital movements. The absence of perfect capital mobility leaves open the full range for possible regimes, including adjustable pegs” (MASSON, & PATTILLO, 2005, p. 10).

Chapitre 5 : Surliquidité bancaire et sous-financement de l'économie, une analyse du paradoxe de la Zone CFA

La surliquidité bancaire de même que l'illiquidité bancaire sont des situations préoccupantes pour les autorités monétaires d'un pays. La première réduit l'efficacité de la politique monétaire et est souvent associée à une période de ralentissement ou de crise économique. La seconde fait craindre des paniques bancaires qui peuvent entraîner des ruées sur les dépôts, débouchant parfois sur des crises bancaires. L'excès de liquidité des pays de la Zone CFA, composés essentiellement des plus pauvres du monde, bénéficiaires de l'aide au développement et dans lesquels les entreprises font face à de sévères contraintes de financement, semble paradoxal. Dans ces économies, malgré l'ampleur des besoins de financement, l'épargne reste insuffisamment utilisée pour financer le développement. De ce fait, elles réalisent souvent des taux de croissance faibles, en deçà des attentes et en comparaison avec les autres pays du Tiers Monde¹⁷².

La théorie quantitative de la monnaie et, plus encore, la nouvelle économie classique, avec la problématique de l'incohérence temporelle de la politique monétaire, ont « validé » le paradigme inflationniste de la création monétaire *ex nihilo*. Il ne reste plus aux pays du Sud, étant donné la faiblesse de leur base fiscale, qu'une seule possibilité pour envisager le financement des projets de développement : la mobilisation de l'épargne nationale et étrangère, autrement dit, l'endettement. Les mesures élaborées pour encourager cette démarche ont visé à la restauration des équilibres budgétaire, avec le concept de « solvabilité intertemporelle » de la politique budgétaire, et monétaire, avec l'augmentation des taux d'intérêt pour encourager l'épargne. L'épargne serait désormais première et le financement des projets de développement ne peut provenir que d'une épargne préalable.

Une telle analyse, associant le sous-développement à la faiblesse de l'épargne, néglige les difficultés d'accès au crédit des entreprises liées à la particularité du marché bancaire des pays de la Zone CFA. Dans ces pays, ce ne sont pas les ressources qui font défaut, mais le mécanisme d'intermédiation qui consiste à transformer ces ressources en prêts aux agents à besoin de financement. Les banques ont un comportement qui freine le fonctionnement du

¹⁷² Pour atteindre les Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD), le taux de croissance devrait être de 7% minimum. Ce taux est très rarement atteint dans la Zone CFA, surtout par les pays de l'UEMOA. Pour une comparaison des taux de croissance dans différentes régions du monde, voir les *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 2002, 2003, 2004, 2006, 2008.

circuit économique. Avec une rentabilité élevée, en raison de la structure oligopolistique du marché, elles préfèrent conserver des capacités oisives plutôt que de prêter une partie de l'épargne collectée auprès de la clientèle¹⁷³. Il en résulte une situation de surliquidité qui se traduit par l'augmentation de leur dépôt auprès de la Banque centrale¹⁷⁴. La surliquidité a été amplifiée, dans le cas des pays de la CEMAC, par l'augmentation des recettes pétrolières résultant de la hausse des cours du pétrole aux alentours du milieu des années 2000.

La mise en place des Bourses régionales et le recours des gouvernements à l'endettement interne n'ont pas permis d'absorber intégralement l'excès de liquidité des banques. Cet excès se conjugue, en outre, avec les difficultés d'accès au crédit des PME. Au Mali, 83% des micro-entreprises et 72% des petites entreprises font face à des contraintes de financement¹⁷⁵. Au Sénégal, cette proportion est respectivement de 92% et 90%. Au regard de l'importance des PME dans les pays de l'Afrique subsaharienne (50% du PIB et de l'emploi)¹⁷⁶, les contraintes de financement sont considérées dans certaines études comme le principal obstacle au développement, devant les problèmes de corruption et d'insuffisance des infrastructures (AFRICAPRACTICE, 2005 ; ARYEETAY, 1998 ; LEFILLEUR, 2007). Cette affirmation n'est sans doute pas excessive, d'autant plus que les difficultés d'accès au crédit ne se limitent pas aux seules PME, elles s'étendent à une grande partie du secteur productif. Les crédits accordés à ce secteur représentent seulement 15% du PIB, contre 27% en Asie du Sud et 109% dans les pays à haut revenu (LEFILLEUR, op. cit., p. 68).

Etant donné les enjeux, la question du « sous-financement de l'économie » a été explicitement soulignée par le Président de la Conférence des Chefs d'Etat de l'UEMOA, en 2004. Cela a conduit la BCEAO à réaliser des « concertations sur le financement bancaire de l'économie dans les Etats de l'UEMOA »¹⁷⁷. Toutefois, devant l'inertie des comportements bancaires, les contraintes de financement restent une question centrale en Afrique, particulièrement dans les pays de la Zone CFA où elles riment avec la surliquidité des banques.

¹⁷³ Le taux de profit affiché par les banques de la Zone franc serait parmi les plus élevés du monde (MEISEL & MVOGO, 2007, p. 5).

¹⁷⁴ AVOM et EYEFFA EKOMO (2007) ont étudié la surliquidité bancaire comme conséquence des mesures de restructuration menées au début des années 1990. HUGON (2007) met l'accent sur la rentabilité des banques de la CEMAC suite à la libéralisation financière intervenue dans ces pays. DOUMBIA (2009) étudie la surliquidité bancaire dans les pays de l'UEMOA en mettant l'accent sur les contraintes de financement qui pèsent sur les économies considérées. La surliquidité des banques est donc un phénomène commun à l'ensemble de la Zone CFA.

¹⁷⁵ Les micro-entreprises, les petites et les moyennes entreprises ont respectivement moins de 10, 50 et 250 salariés (AFRICAPRACTICE, 2005, p. 2).

¹⁷⁶ Voir AFRICAPRACTICE, 2005, p. 4 ; LEFILLEUR, 2008, p. 155.

¹⁷⁷ *RAPPORT ANNUEL DE LA BCEAO*, 2004, pp. 69-76.

L'objet de ce chapitre est de montrer que le mode de recyclage de l'épargne, qui s'opère actuellement dans la Zone CFA, ne constitue pas une manière efficace de financer l'économie. En effet, les banques préfèrent constituer des encaisses oisives et profiter d'une situation de rente, plutôt que de prendre le risque de financer les activités économiques et, lorsqu'elles le font, le niveau des taux d'intérêt est tel que seules les activités commerciales semblent y trouver leur compte. L'accroissement des émissions des titres de la dette publique, qui constitue une nouvelle opportunité rentière pour les banques, a accentué cette tendance. En l'absence de toute réforme, cette situation n'est favorable ni aux intermédiaires bancaires, qui conservent des capacités oisives, ni aux entreprises qui ont des besoins de financement. Au final, c'est la croissance et le développement économiques de ces pays qui se trouvent entravés.

Ce chapitre s'interroge sur la notion de liquidité bancaire et les raisons qui permettent d'affirmer que le système bancaire de la Zone CFA est dans une situation de surliquidité (section 1). Ensuite, l'attention se portera sur les causes, puis le mode de résorption de cette surliquidité qui ne résout pas le problème de financement des entreprises à cause du comportement rentier des banques (section 2).

Section 1 : La liquidité bancaire : définitions et mesures

Puisque la différence entre la liquidité et la surliquidité d'une banque tient à une question de seuil, définir la « liquidité bancaire » revient à définir la « surliquidité bancaire ». De ce fait, il convient d'abord d'étudier les différents aspects du premier terme afin de le cerner et d'éviter les confusions liées souvent à son emploi (A). Ensuite, il s'avère nécessaire de rendre compte de la surliquidité des banques de la Zone CFA (B).

A. La liquidité bancaire, une notion simple, mais difficile à appréhender

Dans le contexte actuel de crise financière, une pléthore d'études ont porté sur la question de liquidité bancaire. Ces études s'accordent souvent sur deux grandes interprétations de ce terme : la « liquidité de marché » (a) et la « liquidité de financement » (b). Ces deux variantes ne sont pas indépendantes. Il existe un lien étroit et réciproque entre elles (c)¹⁷⁸.

¹⁷⁸ La littérature bancaire retient surtout les termes de « liquidité de marché » et de « liquidité de financement » (VALLA & al., 2006). Il faut cependant signaler que plusieurs sortes de liquidités existent. Pour plus de détails sur les différentes définitions et les questions de liquidité en général, voir le N° spécial « Liquidité », *Revue de la stabilité financière*, N° 11, 2008.

a. La liquidité de marché

La notion de « liquidité de marché » a fait couler beaucoup d'encre dans les études récentes, ce qui n'est pas un hasard puisqu'elle est au cœur de la crise actuelle où certains compartiments des marchés financiers ont été brutalement affectés¹⁷⁹.

La définition de la liquidité de marché est intimement liée à celle de la liquidité d'un actif financier. Celle-ci désigne la rapidité avec laquelle cet actif peut être échangé contre la monnaie sans perte de valeur. En revanche, la liquidité de marché se réfère à sa capacité à absorber des transactions sur un volume donné d'actifs ou de titres sans effet significatif sur leurs cours. Le degré de liquidité d'un marché peut être appréhendé selon trois critères (BERVAS, 2006) :

1. la largeur de l'écart (ou fourchette), entre cours acheteur et cours vendeur, qui mesure les coûts de transaction liés à la détention de l'actif considéré ;
2. la profondeur du marché qui se réfère au volume des transactions pouvant être immédiatement exécuté sans décalage du prix à la meilleure limite ;
3. la résilience du marché, c'est-à-dire la rapidité avec laquelle les cours retrouvent leur niveau d'équilibre à la suite d'un choc aléatoire dans le flux des transactions.

Cette définition de la liquidité de marché n'est pas la seule admise. Dans la littérature bancaire, le terme liquidité de marché est de plus en plus utilisé pour désigner la capacité d'une banque à négocier rapidement, sans délai et ni perte en capital, un actif non monétaire contre la liquidité ultime par excellence qui est la monnaie Banque centrale. Cette seconde définition met plutôt l'accent sur la capacité du détenteur de l'actif à s'en défaire moyennant un prix décent. L'idée sous-jacente est que la banque peut momentanément avoir besoin de monnaie centrale pour une raison quelconque. Or, il se trouve que tous ses actifs n'ont pas le même degré de liquidité. En plus, le marché sur lequel s'échangent ces actifs peut être plus ou moins liquide selon les circonstances. La liquidité de marché est donc un terme relatif, car une banque pourrait être dans l'incapacité de se procurer de la monnaie centrale compte tenu de la nature des actifs qu'elle détient et/ou de l'état de la liquidité du marché. Ce chapitre s'intéresse à la « liquidité de marché » dans sa deuxième définition, précisément en raison du lien entre les deux grandes acceptions de la liquidité bancaire.

¹⁷⁹ En plus du numéro spécial de la *Revue de la stabilité financière*, N° 11, 2008, la Banque de France a organisé en 2008 une conférence sur cette question.

b. La liquidité de financement

La liquidité de financement se réfère à la liquidité nécessaire pour honorer les demandes de retrait à court terme des contreparties, ou pour couvrir leurs opérations (VALLA & al., 2006). Selon cette acception, un établissement bancaire est dit liquide s'il dispose de disponibilités, ou de possibilités de mobilisation rapide, permettant de couvrir ses exigibilités suivant leur échéance durant une période donnée, souvent inférieure à trois mois. Ici, l'accent est mis sur cet aspect de la liquidité au sein des banques de l'UEMOA. Il est lié à la particularité de l'industrie bancaire. Cette particularité s'explique par son exposition au risque de transformation. En effet, les banques procèdent souvent à des financements de long terme par la mobilisation des ressources de court et/ou moyen terme(s). Ce faisant, elles prennent le risque de s'exposer aux demandes de retrait imprévues de leur clientèle. La détention d'une certaine quantité de liquidité par une banque est donc nécessaire pour faire face au risque susmentionné. Le problème est que cette détention peut se révéler, dans certaines circonstances, contradictoire avec l'objectif de rentabilité des banques. Aussi, ROCHET (2008) parle de « gaspillage de liquidité » quand la réglementation exige la détention supplémentaire de liquidité qui ne sera utilisée que dans des circonstances exceptionnelles. La gestion de la liquidité est ainsi rendue délicate parce qu'elle conduit à une ambivalence entre nécessité de prudence et objectif de rentabilité. Ce phénomène a très tôt attiré l'attention du législateur, car une panique bancaire, une ruée suite à la faillite ou à l'illiquidité d'une banque, peut avoir des répercussions sur l'ensemble du système financier et remettre en cause la stabilité financière. La mise en place d'une réglementation prudentielle, notamment en ce qui concerne la gestion de la liquidité bancaire, s'est avérée nécessaire afin de rassurer les épargnants et de sauvegarder le système financier de la prise de risque excessive d'une banque donnée.

Les dispositifs prudentiels, aussi nécessaires soient-ils, ne permettent pas de réduire le risque de liquidité bancaire à néant¹⁸⁰. Cela résulte, d'une part, des incertitudes qui règnent sur les marchés, incertitudes qui accentuent les liens entre les deux dimensions de la liquidité et qui révèlent le caractère relatif de la liquidité d'un actif et, d'autre part, de l'asymétrie d'information entre le législateur et le banquier. La récurrence des crises bancaires et financières ne peut que valider cette assertion. De ce fait, l'existence des Banques centrales, pourvoyeuses de la liquidité ultime, est une nécessité absolue du système. Encore faudrait-il

¹⁸⁰ La crise financière a remis à l'ordre du jour la nécessité d'une réglementation de la liquidité bancaire. Celle-ci n'est pas une question aisée. POLLIN (2009) analyse les enjeux et différentes possibilités en vue d'une régulation de la liquidité bancaire.

que celles-ci, dans leur fonction de prêteur en dernier ressort, fassent la différence entre illiquidité et insolvabilité. Par conséquent, le terme « liquidité bancaire » peut bien se référer à l'éléphant de Joan ROBINSON, facile à reconnaître, mais difficile à définir et à appréhender.

c. Des liens étroits entre les deux variantes de la liquidité

Dans la littérature bancaire, la liquidité de marché a pris le pas sur la liquidité de financement. Cela résulte de l'importance du rôle joué par les banques sur les marchés financiers et la multiplication des crises financières. Il existe un lien étroit et réciproque entre les deux variantes de la liquidité (EWERHART & VALLA, 2008). En effet, la parfaite liquidité des actifs d'une banque (liquidité de marché) lui permet de se couvrir contre le risque de transformation (liquidité de financement) dans la mesure où leur cession rapide lui permet d'honorer les retraits du passif. Ce point de vue est aussi celui de PRAET et HERZBERG (2008). Selon ces auteurs, la valeur des actifs détenus par une banque pour amortir des chocs éventuels sur sa liquidité dépend des conditions de liquidité sur le marché dans la mesure où la variation de la liquidité de marché peut se traduire par l'exposition de son bilan et même par l'assèchement rapide de sa liquidité de financement.

Inversement, un choc sur la liquidité de financement d'un établissement bancaire peut se propager sur le reste du marché *via* les liens interbancaires classiques (PRAET & HERZBERG, *ibid.*, p. 112). Ce mécanisme s'explique par les phénomènes de préférence pour la liquidité et/ou la « fuite vers la qualité ». La liquidité de marché va main dans la main avec la liquidité de financement. Ceci est encore vrai pour le système financier des pays développés qui ont recours massivement aux innovations financières, se traduisant par un niveau de sophistication élevé des instruments financiers. La réglementation de la liquidité trouve une nouvelle fois sa justification. Elle va permettre de définir un seuil prudentiel considéré ici comme la frontière entre l'illiquidité, la liquidité et la surliquidité.

B. La surliquidité du système bancaire de la Zone CFA : évaluation et mise en évidence

L'évaluation de la surliquidité bancaire peut se faire de différentes manières. Il convient de rappeler quelques unes d'entre elles (a) avant de mettre en évidence le cas de la Zone CFA par l'intermédiaire du coefficient de liquidité ou des réserves excédentaires des banques commerciales auprès de la Banque centrale (b).

a. La mesure de la surliquidité bancaire

Les procédures d'évaluation de la liquidité des banques (au sens de la liquidité de financement) peuvent être regroupées selon deux logiques (VALLA & al., op. cit., p. 101). La première consiste à mesurer la croissance (ou la contraction) de la liquidité au niveau de l'ensemble du système bancaire (*flux bruts nominaux de liquidité*). La deuxième rend compte de la croissance (ou la contraction) de la liquidité d'une banque par rapport au niveau tendanciel agrégé. Cette mesure traduit le degré d'hétérogénéité de la participation des banques à l'accroissement (ou à la contraction) de la liquidité globale (*flux idiosyncratiques de liquidité*).

Dans le cadre de la réglementation prudentielle de l'UEMOA, un seuil minimum de liquidité appelé « coefficient de liquidité », que toute banque doit respecter, a été mis en place. Il est constitué d'un rapport entre différents éléments de l'actif et du passif du bilan des banques (encadré 1). La Commission bancaire de l'UEMOA donne des informations relatives au nombre de banques qui respectent ce ratio réglementaire.

Encadré 1 : Réglementation sur la liquidité dans l'UEMOA

La réglementation sur la liquidité prend la forme d'un rapport entre, d'une part, au numérateur, les actifs disponibles et réalisables ou mobilisables à court terme (trois mois maximum), et d'autre part, au dénominateur, le passif exigible à court terme ou les engagements par signature susceptibles d'être exécutés à court terme (trois mois maximum). Ce ratio doit être respecté à tout moment.

Le ratio ainsi défini, appelé « coefficient de liquidité », s'applique à l'ensemble des banques et établissements financiers autorisés à recevoir des fonds du public (y compris par l'émission de titres de créances négociables). Il est retenu la notion de durée résiduelle ou durée restant à courir pour le calcul du ratio.

Modalités de calcul :

a) Le numérateur

Le numérateur du coefficient de liquidité est constitué par :

- les disponibilités en caisse ;
- les avoirs à vue et à trois (3) mois maximum à la Banque Centrale, au Centre des Chèques Postaux (CCP) et au Trésor public ;
- les avoirs à vue et à trois (3) mois maximum chez les banques et correspondants bancaires, chez les autres institutions financières et les institutions internationales non financières ;
- 90% de la partie des concours sains à la clientèle à court terme d'une durée maximale de trois (3) mois ; les crédits dont l'échéance n'est pas fixée ne sont pas pris en considération. Par concours sains, il convient d'entendre les crédits bénéficiant d'accords de classement et ceux non classés dans les créances en souffrance ;
- à concurrence de 35% de leur montant, les crédits bénéficiant d'accords de classement et effectivement éligibles aux interventions de l'Institut d'émission et ayant une durée résiduelle excédant trois (3) mois ;
- les titres appartenant aux établissements assujettis, selon le barème ci-après :
 - 1) 100% du montant net des titres de placement et des titres d'investissement, bénéficiant d'une garantie de rachat ou de liquidité de l'Institut d'émission ;
 - 2) 90% du montant net des titres de placement et des titres d'investissement, autres que ceux prévus à la rubrique 1) ci-dessus (notamment les titres d'Etat ne bénéficiant pas de garantie de rachat de la BCEAO), mais ayant au plus trois (3) mois à courir ;
 - 3) 50% du montant net des titres de placement, des titres d'investissement et des titres immobilisés de l'activité de portefeuille, autres que ceux prévus aux rubriques 1) et 2) ci-dessus, mais faisant l'objet d'une cotation sur le marché officiel de l'UEMOA (Bourse Régionale des Valeurs Mobilières) ou sur un marché étranger organisé ;
 - 4) 35% du montant net des titres de placement, des titres d'investissement et des titres immobilisés de l'activité de portefeuille, autres que ceux prévus aux rubriques 1), 2) et 3) ci-dessus, mais éligibles aux interventions de l'Institut d'émission et ayant plus de trois (3) mois à courir.
- les valeurs en recouvrement ou à l'encaissement reçues des correspondants et de la clientèle avec crédit immédiat.

b) Le dénominateur

Le dénominateur du coefficient de liquidité comprend :

- l'ensemble des engagements à l'égard de l'Institut d'émission, quelles qu'en soient la forme (réescompte, pension, avance) et la durée ;
- les comptes créditeurs à vue ou à trois (3) mois maximum des banques et correspondants bancaires, des CCP, du Trésor public, des autres institutions financières et des institutions internationales non financières ;
- les comptes disponibles par chèque ou virement de la clientèle, à concurrence de 75% ;
- les comptes créditeurs divers, à hauteur de 75% ;
- les bons de caisse et les dépôts à terme de la clientèle, à trois (3) mois maximum ;
- les comptes d'épargne à régime spécial, disponibles à vue ou à trois (3) mois maximum à hauteur de 15% de leur montant ;
- les emprunts obligataires et les autres emprunts, à trois (3) mois maximum de durée résiduelle ;
- les titres à libérer dans un délai de trois (3) mois au plus ;
- les autres dettes exigibles à vue et à trois (3) mois maximum ;
- 15% des engagements hors bilan suivants :
 - crédits confirmés, part non utilisée ;
 - engagements sous forme d'acceptation, d'aval, de caution et autres garanties.

c) Norme à respecter

La norme à respecter par les établissements assujettis est fixée à 75% minimum. Cette norme doit être respectée à tout moment.

Source : *Recueil des textes légaux et réglementaires régissant l'activité bancaire et financière dans l'Union Monétaire Ouest Africaine*, 2003. Disponible sur : www.bceao.int

Une banque qui détient de la liquidité au-delà de la norme réglementaire peut-être considérée comme surliquide. Cette banque possède 3 options quant à l'usage de ses liquidités. Celles-ci sont mentionnées ici selon un ordre de rentabilité décroissante : (1) prêter à moyen et à long terme à la clientèle (particuliers, entreprises, intermédiaires bancaires ou

financiers, Etats)¹⁸¹, (2) conserver auprès de la Banque centrale et (3) conserver par-devers elle. Les banques peuvent aussi opter pour une combinaison de ces trois situations, au gré des circonstances et de sa politique. Dans la première option, la banque est en situation de surliquidité si et seulement si elle ne prête pas à moyen et à long terme l'intégralité de la liquidité excédentaire à la norme à respecter. En revanche, dans les deux dernières situations, la banque est tout simplement surliquide, ce qui n'est pas une situation optimale compte tenu des coûts d'opportunité que cela implique. Inversement, une banque qui éprouve des difficultés à respecter le coefficient de liquidité peut être considérée comme illiquide. Cette banque peut recourir à l'emprunt interbancaire ou au refinancement de la Banque centrale pour éviter toute ruée sur ses dépôts.

La surliquidité bancaire peut aussi être estimée par le niveau des réserves excédentaires (RE) qui découle de la différence entre les réserves constituées (RC) par les banques et les réserves requises (RR) ou réserves obligatoires. Cette mesure, simple à mettre en œuvre, est souvent utilisée dans les pays en développement. Le niveau de ces réserves excédentaires rapporté à la masse monétaire M2 (monnaie fiduciaire, monnaie scripturale et quasi-monnaie) permet d'apprécier l'ampleur du phénomène de surliquidité. Cependant, une telle mesure néglige une partie de la surliquidité que les banques pourraient conserver elles-mêmes.

Il découle de ces spécifications que les notions de surliquidité, de liquidité et d'illiquidité sont hautement conventionnelles. Autrement dit, les coefficients de liquidité et de réserve obligatoire, établis respectivement par la réglementation prudentielle et par la Banque centrale, jouent un rôle fondamental dans l'appréciation du niveau de liquidité d'un établissement bancaire. L'illiquidité d'une banque peut passer inaperçue ou pas. Devant l'incapacité d'honorer ses exigibilités, un établissement peut faire l'objet de ruées sur ses dépôts. Celles-ci peuvent révéler le caractère illiquide de ses actifs. Cependant, dans certaines circonstances, un établissement illiquide peut continuer ses activités si ses déposants ne se doutent pas de son illiquidité et qu'ils ne sont pas saisis de panique soudaine. Dans ce cas, « l'illiquidité conventionnelle ou théorique » ne correspond pas à « l'illiquidité réelle », ce qui pourrait s'expliquer par le niveau élevé du coefficient de liquidité à respecter. Un tel mode de fonctionnement n'est, cependant, pas prudent compte tenu de sa nature très risquée.

Rendre compte de la surliquidité bancaire à travers une procédure basée sur le coefficient de liquidité ou sur les réserves excédentaires comporte une difficulté qui mérite d'être

¹⁸¹ Selon les termes des prêts accordés, la surliquidité des banques ne baissera pas. En effet, comme indiqué dans l'encadré 1, certains prêts peuvent venir renforcer la situation de liquidité, ce qui peut donner lieu à un mécanisme qui s'autoalimente.

mentionnée. En ce qui concerne, le coefficient de liquidité, toute modification de la composition ou de l'importance des actifs inclus dans le ratio, ou même du niveau du ratio à respecter peut donner lieu à une variation du volume global de la liquidité bancaire. Dans la CEMAC, une banque dont le ratio de liquidité est supérieur à 100% est considérée comme surliquide¹⁸². En revanche, dans l'UEMOA, une banque surliquide est celle dont la liquidité excède le ratio réglementaire fixé à 75%. Il en découle qu'une banque liquide dans l'UEMOA peut ne pas l'être dans la CEMAC et une banque illiquide dans la CEMAC pourrait être surliquide dans l'UEMOA et *vice versa*. De la même manière, toute modification du coefficient des réserves obligatoires par les Banques centrales peut entraîner une variation du niveau global des réserves excédentaires constituées par les banques. Il convient de noter que les coefficients des réserves obligatoires adoptés diffèrent selon les Zones d'émission et, à l'intérieur d'une même zone d'émission, selon les pays. Les banques d'un pays comme la Centrafrique n'étaient pas astreintes à l'obligation de constituer des réserves obligatoires entre 2003 et 2008. Elles étaient donc surliquides sur la période. Si les banques de ce pays avaient été soumises au même coefficient de réserves obligatoires que celles de la Guinée Equatoriale, il n'est pas sûr qu'elles auraient été surliquides. La mesure de la surliquidité est, de ce fait, difficile à cerner, particulièrement sur une longue période à cause des modifications des coefficients des réserves obligatoires, du niveau et de la composition du ratio prudentiel visant à surveiller, justement, la liquidité des banques.

b. La surliquidité du système bancaire de la Zone CFA

L'évaluation de la surliquidité bancaire de la Zone CFA ne comporte pas les difficultés mentionnées ci-dessus. Suite aux restructurations bancaires de la fin des années 1980 et du début des années 1990, les dispositifs prudentiels sont devenus plus stricts. En plus des coefficients de liquidité, le système de réserves obligatoires a été généralisé. Les ratios définis à cet effet ont eu tendance à augmenter afin d'éponger la liquidité excessive des banques. La surliquidité bancaire de ces économies ne peut alors être attribuée à une accommodation de la réglementation prudentielle et/ou de la politique monétaire.

Les Banques centrales et les Commissions bancaires publient périodiquement les statistiques relatives à la liquidité des banques, les premières s'intéressant au système des réserves obligatoires et les secondes au respect du seuil de liquidité dans le cadre de la

¹⁸² Voir le règlement COBAC R-93/06 relatif à la liquidité des établissements de crédit.

réglementation prudentielle. Quelles que soient les statistiques utilisées, le système bancaire de la Zone CFA apparaît surliquide.

Tableau 1 : Ratio de liquidité des banques de la CEMAC en moyenne par pays, en %

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Tchad		196,3	221,1	239,8	242,4	303,4	250,4	220,4	280,7	204,8	203,9
GE*		249,7	265,6	283,4	229,9	186,1	212,8	143,8	272,9	262,5	284,1
Gabon	117,2	167,7	154,7	200,5	135,9	134,3	135,6	140,5	128,9	133,5	183,1
RCA*	175,2	239,9	204	207,3	211	195,6	175,6	181,1	139,6	96,45	100,9
Cameroun	46	116,4	110,9	107,9	141,5	122	136,7	152,7	178,8	206,2	204

Source : AVOM & EYEFFA EKOMO, 2007, p. 195.

*GE : Guinée Equatoriale, RCA : République Centrafricaine.

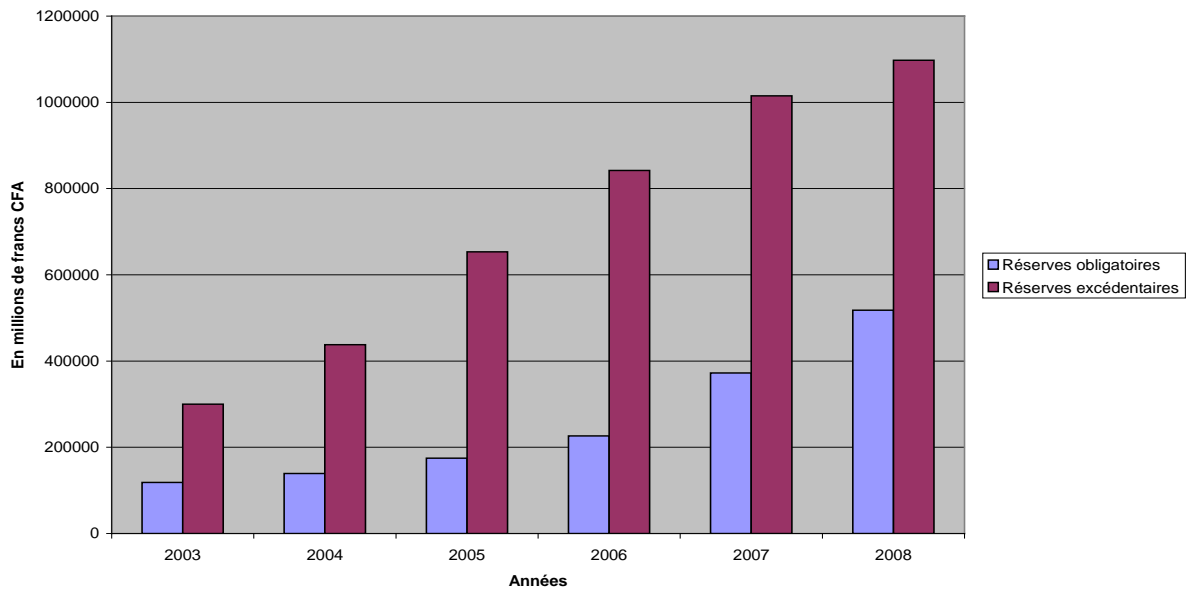
Dans la CEMAC, le ratio de liquidité a atteint des proportions impressionnantes. Sur la période 1993-2003, seuls le Cameroun en 1993 et la Centrafrique en 2002 ont un ratio de liquidité inférieur à 100%. Bien que la BEAC ait eu la possibilité d'imposer des réserves obligatoires aux banques, elle n'a jugé ce système opportun qu'au Gabon entre 1977 et 1979 afin de pénaliser les banques ayant dépassé les limites de crédit imposées et celles qui détenaient des avoirs « injustifiés » auprès de leurs correspondants étrangers¹⁸³. Toutefois, elle a décidé d'instaurer un système de réserves obligatoires à partir du 1^{er} septembre 2001, en raison de la forte liquidité des banques et pour renforcer l'efficacité de la politique des taux d'intérêt. Le système adopté imposait un taux uniforme de réserves obligatoires pour les banques, les établissements financiers publics ou privés n'étant pas astreints à cette obligation. Le principe de coefficients des réserves obligatoires différenciés a été adopté en 2002 par le Conseil d'administration de la BEAC et est devenu effectif en 2003. Les coefficients adoptés diffèrent également selon qu'il s'agit des dépôts à vue ou des dépôts à terme. Les statistiques basées sur les réserves obligatoires montrent aussi que le système bancaire de la CEMAC est surliquide. Le Congo ne figure pas dans le tableau 1. Toutefois, les banques de ce pays sont parmi les plus surliquides au regard des statistiques relatives aux réserves obligatoires¹⁸⁴. Dans la CEMAC, la vigueur de la surliquidité bancaire s'explique par l'abondance des recettes pétrolières. La hausse des cours du pétrole intervenue dans les années 2000 a permis à ces pays, dont la quasi-totalité (hormis la Centrafrique) est exportatrice de pétrole, de bénéficier des revenus de ce secteur. Cependant, il importe de souligner que le phénomène de surliquidité dans ces pays commence juste après la dévaluation. Il s'explique par le rapatriement des capitaux, y compris les recettes d'exportation qui n'étaient plus domiciliées dans les banques locales (AVOM & EYEFFA

¹⁸³ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1994.

¹⁸⁴ Voir les différents rapports annuels de 2003 à 2008 à partir desquels le graphique 1 a été construit.

EKOMO, 2007). Si les recettes pétrolières contribuent à son amplification, elles ne constituent donc pas le seul facteur explicatif.

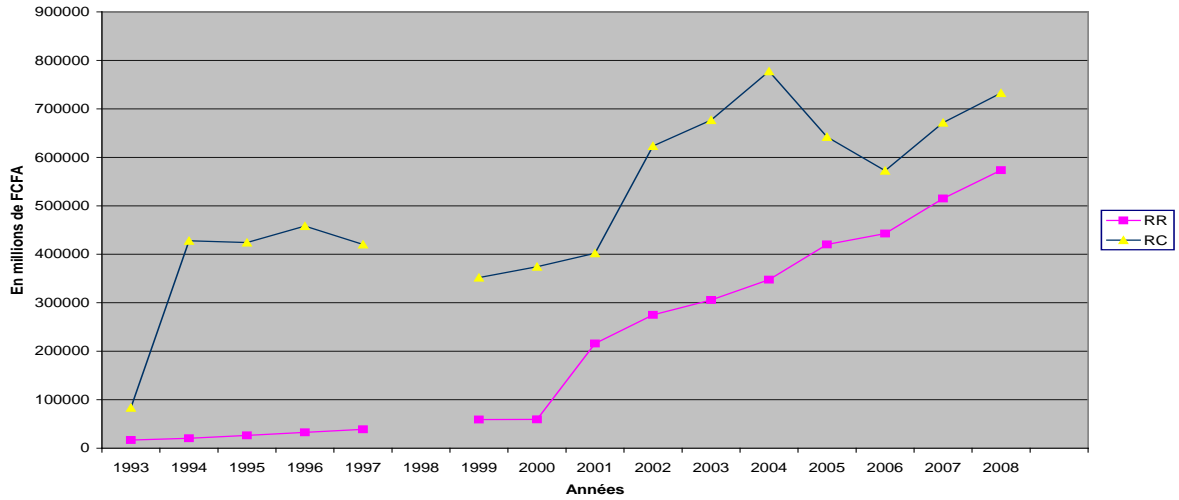
Graphique 1 : Evolution des réserves obligatoires et des réserves libres dans la CEMAC



Source : Graphique construit à partir des *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 2003-2008.

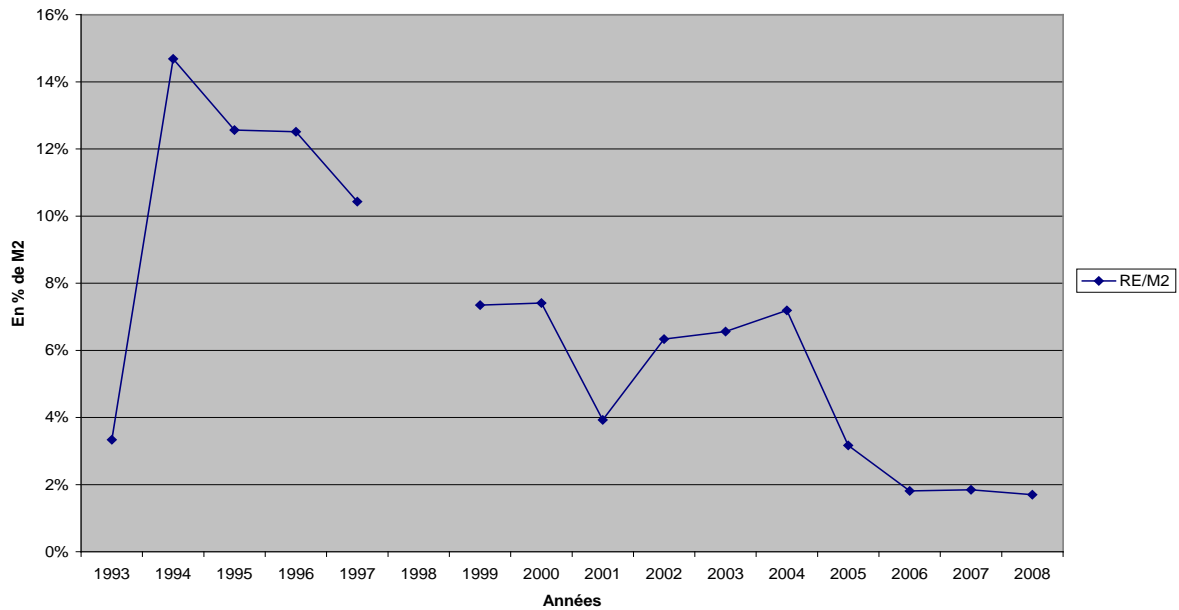
Il en va de même pour l'UEMOA. Le système des réserves obligatoires y a été adopté en 1993, ce qui n'a pas empêché les banques de constituer des réserves libres, révélatrices de leur surliquidité. Les coefficients des réserves obligatoires sont également différents selon les pays, mais contrairement à la CEMAC, les établissements financiers y sont assujettis.

Graphique 2 : Evolution des réserves requises (RR) et des réserves constituées (RC) par les banques (UEMOA)



Source : Graphique construit à partir des *Bulletins de statistiques monétaires et financières*, décembre 2005 et avril 2009. **NB :** Les statistiques de l'année 1998 ne sont pas disponibles dans les documents consultés.

Graphique 3: Evolution du rapport entre les réserves excédentaires et la masse monétaire (RE/M2) dans l'UEMOA



Source : Graphique construit à partir des *Bulletins de statistiques monétaires et financières*, décembre 2005 et avril 2009. **NB :** Les statistiques de l'année 1998 ne sont pas disponibles dans les documents consultés.

Dans l'UEMOA, la surliquidité a connu une hausse brutale qui s'explique par le rapatriement des capitaux après la dévaluation. Depuis, la tendance générale est à la baisse (graphique 3). Cette baisse résulte de la combinaison de multiples facteurs. Ceux-ci comprennent la mise en place des Bourses régionales, l'interdiction du financement des

Trésors nationaux par la BCEAO et la politique monétaire par le jeu des réserves obligatoires. Entre 1993 et 2008, les coefficients des réserves obligatoires ont connu une hausse qui s'est traduite par la multiplication par 34 du montant des réserves requises, tandis que les réserves constituées par les banques ont été multipliées par 8,8 sur la période considérée. Il en a résulté une baisse du niveau des réserves excédentaires et, donc, du rapport entre ces réserves excédentaires et la masse monétaire M2 qui a été multipliée par 4,7 sur la même période¹⁸⁵.

Dans la Zone CFA, les prêts accordés par les banques sont inférieurs aux dépôts. Cela est attesté dans l'UEMOA (tableau 2 et 3) comme dans la CEMAC (tableau 13)¹⁸⁶.

Tableau 2 : L'intermédiation bancaire dans l'UEMOA en 2003*

	Prêts	Dépôts	Prêts/Dépôts	Les actifs bancaires	Actifs bancaires / PIB
Bénin	9,3	10,4	70,4	10,3	32,5
Burkina Faso	10,3	10,9	75,1	10,9	28,6
Côte d'Ivoire	35,6	31,6	89,7	32,0	26,0
Guinée Bissau	0,1	0,2	30,4	0,2	9,0
Mali	14,5	13,2	86,8	14,3	35,7
Niger	2,5	2,8	68,6	3,0	12,1
Sénégal	22,9	25,0	72,6	23,3	38,5
Togo	4,9	5,7	67,7	5,9	33,8
UEMOA	100	100	79,4	100	29,5
UE des 15			123,0		280,0

* En pourcentage.

Source : SY, 2006.

Toutefois, dans l'UEMOA, les tendances récentes montrent une certaine amélioration, où le ratio prêts/dépôts a atteint 92% en 2008 (tableau 3). Deux pays, le Burkina Faso et le Niger ont un système bancaire qui octroie davantage de crédit qu'elle ne collecte de dépôt, ce qui montre une tendance à l'augmentation des prêts.

¹⁸⁵ Les chiffres mentionnés ici et les deux graphiques précédents ont été calculés et construits à partir des *Bulletins de statistiques monétaires et financières*, décembre 2005 et avril 2009.

¹⁸⁶ Voir aussi AVOM et EYEFFA EKOMO, (2007).

Tableau 3 : L'intermédiation bancaire dans l'UEMOA (2008)

	Prêts	Dépôts	Prêts/Dépôts	AB*	AB/PIB
Bénin	11%	12%	84%	12%	46%
Burkina Faso	12%	10%	104%	11%	33%
Côte d'Ivoire	30%	30%	90%	27%	29%
Guinée Bissau	0,3%	1%	51%	1%	35%
Mali	12%	11%	96%	12%	35%
Niger	5%	4%	105%	4%	20%
Sénégal	27%	25%	97%	27%	51%
Togo	4%	6%	61%	6%	48%
UEMOA	100%	100%	92%	100%	36%

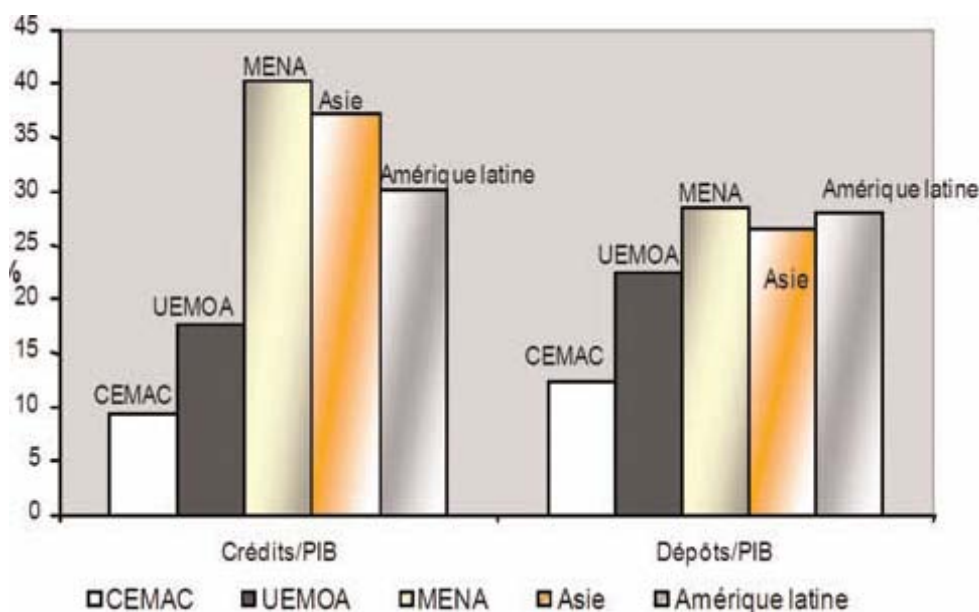
Source : Calcul effectué à partir des données du *Bulletin de statistiques monétaires et financières*, avril 2009.

* Actifs bancaires

Dans un contexte de surliquidité, au niveau agrégé, les potentialités d'octroi de crédit des banques ne sont pas totalement exploitées. En outre, leurs fonctions d'intermédiation ne sont pas pleinement remplies. Selon AVOM et EYEFFA EKOMO (2007), la surliquidité bancaire dans la CEMAC a entraîné une baisse des ressources de refinancement des banques de 60,6% à 0,44% du total de leur bilan entre 1993 et 2003. La faiblesse des prêts par rapport aux dépôts révèle la défaillance du financement accordé aux entreprises. Ce phénomène explique le niveau faible des crédits à l'économie, 17 % du PIB dans l'UEMOA contre 35 % pour le Brésil, 37 % en Inde, 65 % en Tunisie et 120 % en Chine (MEISEL & MVOGO, 2007). Toutefois, le niveau du crédit octroyé par les banques de l'UEMOA est plus élevé que celui de la CEMAC (graphique 4). Il faut même noter une baisse de la part du crédit à l'économie dans la CEMAC dans le total du bilan des banques de 78% à 58,9% entre 1993 et 2003¹⁸⁷.

¹⁸⁷ AVOM & EYEFFA EKOMO, op., cit., p. 195.

Graphique 4 : Ratios d'intermédiation dans différentes régions du monde



NB: MENA : *Middle East and North Africa* (en français : le Moyen Orient et l'Afrique du Nord)

Source : MEISEL & MVOGO, 2007, p.11.

La surliquidité des banques de la Zone CFA a donné lieu à plusieurs interprétations en ce qui concerne ses implications sur le développement du marché de la dette souveraine¹⁸⁸. En revanche, très peu d'études ont cherché à analyser ses causes et son mode de résorption en tenant compte du comportement du système bancaire. Or, une telle démarche s'avère nécessaire afin de mieux cerner le problème et de suggérer des pistes pour réduire son ampleur.

Section 2 : Les causes et le recyclage de la surliquidité bancaire

La détention d'un certain volume de liquidité est nécessaire à toute banque pour des raisons prudentielles. Cependant, l'excès de liquidité pourrait engendrer des coûts d'opportunité. L'enjeu de cette partie est de chercher les causes de la surliquidité des banques de l'UEMOA (A) et d'expliquer en quoi son recyclage ne profite pas aux entreprises (B).

A. Les causes de la surliquidité bancaire

Parmi les causes de la surliquidité bancaire, trois facteurs seront étudiés ici : (a) les contraintes liées à la défense de la parité du franc CFA, (b) l'afflux des capitaux et (c) la faiblesse du financement bancaire. Les deux premiers facteurs peuvent faire l'objet d'une

¹⁸⁸ BEAUGRAND & al., (2002), GUERINEAU (2006).

analyse macroéconomique. Le troisième facteur est sectoriel. Il peut faire l'objet d'une analyse en termes d'offre et de demande de fonds prêtables.

a. Les contraintes liées à la défense de la parité

La surliquidité bancaire a commencé après la dévaluation du franc CFA en 1994. Cette modification de parité a eu comme implication de rapprocher le fonctionnement de la Zone CFA de celui des caisses d'émission modernes. La stabilité interne et externe de la valeur de la monnaie y est la préoccupation majeure, ce qui fait de l'accumulation des réserves de change l'objectif principal de la politique monétaire. L'obtention de cet objectif nécessite l'imposition de fortes contraintes afin d'encourager les activités dirigées vers l'extérieur. Celles-ci permettent d'obtenir les devises nécessaires à la défense de la parité.

A cet effet, les Banques centrales ont exercé la pression sur les banques commerciales à travers leur politique de refinancement. En effet, elles peuvent exprimer une préférence tacite et/ou explicite pour les actifs étrangers (les devises) en contrepartie de la monnaie Banque centrale. Bien que leurs statuts prévoient la possibilité d'une création monétaire de crédit, dans la pratique, celles-ci ont privilégié les contreparties étrangères de la masse monétaire. *« En effet, la Banque centrale, à travers sa politique de refinancement ou par voie réglementaire, peut les [les banques] amener à accroître ou à réduire leurs positions extérieures nettes de manière à les établir au niveau qu'elle souhaite »* (BCEAO, 2000, p. 411). Cela explique, en partie, l'importance croissante des avoirs extérieurs nets parmi les contreparties de la masse monétaire. Avec la dévaluation de 1994, dans l'UEMOA, l'objectif de la politique monétaire est devenu le ciblage des réserves de change¹⁸⁹. VEYRUNE (2007) montre que le lien entre le crédit domestique et la masse monétaire s'est affaibli après la dévaluation et que les Banques centrales de la Zone CFA semblent avoir adopté une politique de ciblage des actifs étrangers dès 1994. D'autres dispositifs vont dans le même sens. Dans l'UEMOA, le « ratissage » permet à la BCEAO de demander, si nécessaire, aux banques de second rang et/ou aux Etats de lui céder les devises en leur possession contre la monnaie Banque centrale. Bien que ce dispositif soit réservé aux circonstances exceptionnelles, son existence montre l'importance des actifs étrangers dans la défense de la parité.

Dans le même ordre d'idées, les réglementations des changes en vigueur dans la Zone CFA sont favorables à la constitution des actifs étrangers. Dans l'UEMOA, elles cherchent à encourager le rapatriement des recettes d'exportation, à contrôler les opérations de change des

¹⁸⁹ Voir le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 1994, p. 73.

résidents à l'étranger et à encourager l'ouverture des comptes en devises par les non résidents, les retraits sur ces comptes devant être effectués en francs CFA. Dans la CEMAC, selon l'article 65 : « *Les recettes d'exportation en provenance de l'étranger doivent être recouvrées et rapatriées dans les 30 jours suivant l'échéance stipulée dans le contrat, à travers la banque domiciliataire par l'entremise de la Banque Centrale* ». Cet article est complété par l'article 66 : « *Les recettes d'exportation recouvrées en devises doivent être rétrocédées à la Banque Centrale dans les 30 jours qui suivent leur recouvrement* »¹⁹⁰. En outre, l'ouverture des comptes en devises par les personnes morales résidentes sont surveillées. Des dispositions identiques sont présentes dans l'UEMOA¹⁹¹.

Les banques commerciales, suite à la pression des Banques centrales, ont contribué à cette politique, car leur refinancement est plus aisé auprès des Banques centrales en contrepartie des actifs étrangers. Elles préfèrent donc financer à court et moyen termes le tertiaire, notamment le commerce au détriment des crédits à long terme nécessaires au développement de l'industrie.

Tableau 4 : Structure des crédits accordés par le système bancaire de l'UEMOA*

	2005		2006		2007		2008		2009**	
	En valeur	En %	En valeur	En %	En valeur	En %	En valeur	En %	En valeur	En %
Crédits à long terme	141,5	3,2	151,6	3,2	170,3	3,3	197	3,5	213	3,8
Crédits à moyen terme	1 181,8	27	1 364,9	28,7	1 552,8	29,8	1 766	31	1 756	31,2
Crédits à court terme	2 697,6	61,7	2 830	59,5	3 031,4	58,3	3 323	58,4	3 242	57,6
Crédit-bail et assimilés	35,9	0,8	37,5	0,8	49	0,9	-	-	-	-
Crédits en souffrance	313,5	7,2	373,6	7,8	399,5	7,7	408	7,2	419	7,4
Total	4370,3	100	4 757,6	100	5 203	100	5 693,4	100	5 631	100

Sources : *Rapports Annuels de la BCEAO* 2004, 2005 et 2006 et *Bulletin de statistiques monétaires et financières*, avril 2009.

* En % et en milliards de francs CFA.

** Février 2009.

Dans l'UEMOA comme dans la CEMAC, les crédits sont majoritairement accordés à court terme. Les tendances nouvelles montrent une baisse sensible de ces crédits au profit des crédits à moyen terme. Les crédits à long terme augmentent légèrement dans l'UEMOA tandis qu'ils accusent même une légère baisse dans la CEMAC.

¹⁹⁰ Règlement N°02/00/CEMAC/UMAC/CM du 29 avril 2000.

¹⁹¹ Règlement N° R09/98/CM/UEMOA du 20 décembre 1998.

Tableau 5 : Structure des crédits à l'économie dans la CEMAC*

	2005		2006		2007	
	En valeur	En %	En valeur	En %	En valeur	En %
Crédits à court terme	1238984	67,0	1233413	61,1	1371337	60,4
Crédits à moyen terme	553561	29,9	721613	35,7	834363	36,8
Crédits à long terme	57155	3,1	64397	3,2	62885	2,8
Total CEMAC	1849700	100	2019423	100	2268585	100

Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA BEAC*, 2007, p. 154.

* En millions de francs CFA.

Les crédits accordés aux PME et, d'une manière générale, à l'ensemble des activités productives tournées vers l'intérieur sont plus limités. HUGON (2007) étudie ce phénomène dans le cas de la CEMAC. Cependant, une grande partie des entreprises étrangères font exception. Ces entreprises sont souvent les filiales de firmes internationales et ont parfois une taille conséquente. Elles peuvent facilement faire face aux contraintes financières exigées par les banques. Ce phénomène, appelé « effet-taille », par MEISEL et MVOGO (2007), a été développé par la Banque mondiale dans ses rapports « *Investment Climate Assessment* » (ICA)¹⁹². Au Sénégal, 90% des très grandes entreprises du secteur manufacturier ont accès au crédit bancaire contre 20% des très petites entreprises¹⁹³. Au Mali, la proportion est de 93,33% pour les grandes entreprises contre 45,83% pour les petites entreprises (tableau 6).

¹⁹² La Banque mondiale réalise souvent des rapports dans différents pays. Parmi les plus récents, quatre pays étudiés sont membres de l'UEMOA : Bénin (en 2005), Mali (en 2005), Niger (en 2007) et Sénégal (en 2005).

¹⁹³ Sauf indication contraire, les chiffres mentionnés, ici, sont issus des enquêtes de la Banque mondiale dans le cadre de l'*Investment Climate Assessment*.

Tableau 6 : Accès aux financements bancaires en % (le cas du Mali)

Taille		
	Très petite	14,29
	Petite	45,83
	Moyenne	71,43
	Grande	93,33
Audit		
	Comptes audités	68,63
	Comptes non audités	28
Décade (décennie) de création		
	Avant 1960	100
	1960*	60
	1970	66,67
	1980	56,76
	1990	55,71
	2000	38,46
Exportation		
	Exportation	67,74
	Pas d'exportation	50,83
Nationalité		
	Malienne	51,56
	Etrangère	72

NB : Exclusivement pour les firmes du secteur manufacturier.

Source : *Enquête Climat des Investissements au Mali*, 2004, p.103.

* De 1960 à 1970 ou [1960 ; 1970[et ainsi de suite.

Selon les rapports de la Banque mondiale, à « l'effet-taille » s'ajoute un « effet sectoriel ». C'est le constat que les activités tournées vers l'exportation ont une perception moins aiguë de la contrainte financière. Au Sénégal, 83,53% des entreprises manufacturières exportatrices ont accès au financement du secteur bancaire contre 54,32% pour celles qui produisent pour le marché domestique. Au Mali, cette part est respectivement de 67,74% contre près de 50,83% (tableau 6). Au Niger, le même phénomène se produit : 61,5% du secteur hôtelier a accès au crédit bancaire, 53,5% pour les entreprises commerciales et 35,9% pour l'industrie manufacturière.

Un effet lié à la nationalité de l'entreprise est aussi identifié. Cet effet est considéré comme un facteur de discrimination dans l'accès aux services bancaires. Au Mali, 42,7% des demandes de crédit effectuées par les entreprises dirigées par les entrepreneurs d'origine africaine ont obtenu une réponse positive contre 80% dans le cas de celles détenues par les Européens (MEISEL & MVOGO, op. cit., p. 14). Le tableau 6 montre aussi que 51,56% des demandes de crédit effectuées par les entreprises manufacturières d'origine malienne ont obtenu une réponse positive contre 72% dans le cas de celles qui sont d'origine étrangère. Au Bénin, 19,2% des entreprises locales ont accès aux services bancaires contre 60% des entreprises étrangères (MEISEL & MVOGO, op. cit., p. 14). Au Sénégal, l'ampleur du phénomène est moindre avec respectivement un peu plus de 62% contre 77,5%. Le Niger fait

exception à cette règle. Dans ce pays, l'effet-nationalité ne semble pas être déterminant. Cependant, le rapport atténue l'ampleur de l'effet nationalité en soulignant le lien entre l'effet-taille et l'effet-nationalité puisque les grandes entreprises sont aussi d'origine étrangère.

Deux autres effets relatifs à l'âge de l'entreprise et à la certification des comptes par un auditeur externe sont enfin identifiés. Ces derniers effets sont moins surprenants compte tenu de la nature de l'activité bancaire.

Aussi, selon MEISEL et MVOGO : « *Au final, dans les PAZF¹⁹⁴, mieux vaut être une grande entreprise, extravertie et détenue par des capitaux étrangers qu'une PME à capitaux nationaux et produisant pour satisfaire la demande locale* »¹⁹⁵ (MEISEL & MVOGO, op. cit., p. 14).

b. Les entrées des capitaux

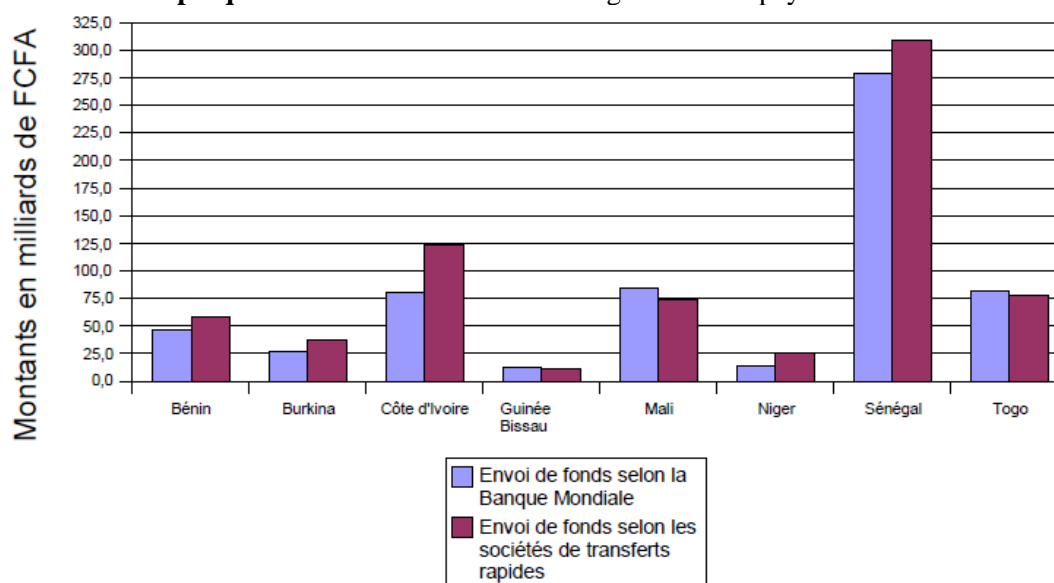
L'afflux des capitaux découle de plusieurs facteurs dont les mesures élaborées dans le domaine monétaire. Le système bancaire étant favorable au financement des entreprises tournées vers l'extérieur, celles-ci se sont développées et ont plus ou moins contribué à l'augmentation de la liquidité d'ensemble. Dans la CEMAC, le pétrole joue un rôle déterminant, surtout à partir du milieu des années 2000. A cela s'ajoutent les transferts des émigrés. Ces transferts, aussi importants soient-ils, sont difficiles à chiffrer en raison du grand nombre de réseaux informels de transfert d'argent. Ils occupent une place de plus en plus considérable dans la balance des paiements de certains pays et suscitent l'intérêt des autorités et des banques. Cependant, il convient de noter que si ces transferts constituent des entrées de capitaux pour les pays de l'UEMOA, qui sont essentiellement des pays d'émigration, ils représentent de plus en plus une source d'évasion de capitaux pour les pays de la CEMAC constitués globalement de pays d'immigration. Pour ces derniers, en 2005, les envois des immigrés vers l'étranger ont atteint 350 milliards de francs CFA contre une réception de fonds de 180 milliards de francs CFA¹⁹⁶.

¹⁹⁴ Pays Africains de la Zone Franc.

¹⁹⁵ Ces auteurs définissent les entreprises extraverties comme celles qui ont des activités liées au tourisme, aux exportations, etc.

¹⁹⁶ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2005, p. 104.

Graphique 5 : Envois des fonds des émigrés vers les pays de l'UEMOA



Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2005, p. 85.

A ces facteurs, il faut souligner le rôle joué par l'aide publique au développement et par l'annulation de la dette de certains pays consécutive à l'initiative pays pauvres très endettés.

Tableau 7 : Les recettes totales nettes d'APD des pays de la Zone CFA*

	2002	2003	2004	2005	2006
Bénin	216	295	386	346	375
Burkina Faso	471	507	624	681	871
Cameroun	656	895	773	417	1684
Centrafrique	60	51	110	96	134
Congo	57	69	115	1444	254
Côte d'Ivoire	1068	254	161	110	251
Gabon	72	-11	40	52	31
Guinée Equatoriale	20	21	30	38	27
Guinée Bissau	59	145	77	79	82
Mali	466	543	568	699	825
Niger	297	457	541	511	401
Sénégal	445	447	1037	672	825
Tchad	228	247	329	382	284
Togo	51	50	64	83	79
Zone CFA	4166	3970	4855	5610	6123
Afrique Sub-saharienne	18605	24166	25790	31867	39922

* En millions de dollars, aux prix et taux de change de 2005.

* APD : Aides Publiques au Développement.

Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2007, p. 107.

Une partie de l'aide publique au développement est constituée de l'annulation de la dette, soit 17,8% des flux d'aide en 2006 pour l'ensemble des pays en développement. Ces annulations ne sont pas des entrées de capitaux, mais permettent de conserver au niveau local

des ressources qui auraient dû servir au remboursement de la dette. L'évolution de la balance des paiements de l'UEMOA sur la période 2000-2008 conduit à faire un certain nombre de remarques (tableau 8). Le solde global est presque toujours excédentaire. Cela signifie que les entrées de capitaux sont supérieures aux sorties, ce qui se traduit par une augmentation systématique de la liquidité d'ensemble de cette Zone.

Tableau 8 : Evolution des principaux soldes de la balance des paiements de l'UEMOA*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Balance commerciale	310,7	301,7	1143,9	497,0	198,6	-355,0	30,3	-886,1	-1009,6
Balance des services	-950,3	-952,8	-1055,0	-989,3	-1153,4	-1235,9	-1264,1	-1376,7	-1555,5
Balance des transferts courants	284,5	430,1	359,8	476,9	520,1	706,2	841,3	1183,3	1317,6
Solde des opérations financières	930,1	979,3	607,4	357,5	253,0	869,0	-3029,6	1531,6	865,7
Solde Global	253,9	559,6	728,0	138,5	210,5	49,8	686,4	692,1	-29,8

Source : *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 2003, 2006, 2007, 2008.

* En milliards de francs CFA.

L'excédent du solde global en 2006 est essentiellement imputable à l'annulation de la dette qui a atteint un montant sans précédent, 4 439,3 milliards de francs CFA¹⁹⁷. Toutefois, en 2008, sous l'effet de la crise financière internationale, le solde global est devenu négatif, d'une part, à cause de la contraction de la demande mondiale des 4 premiers produits d'exportation (pétrole, cacao, or et coton) et, d'autre part, en raison de l'orientation de la spéculation vers les denrées alimentaires (blé et riz) dont l'UEMOA est importatrice. Cependant, en dehors des situations de crise, le solde global est généralement positif. Enfin, l'excédent du solde des transferts courants, dont la majeure partie résulte des envois des émigrés, augmente au fil des années et n'a pas été, pour l'instant, affecté par la crise. En revanche, c'est au niveau de la balance des services que l'UEMOA accuse un déficit chronique¹⁹⁸.

¹⁹⁷ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2006, p. 41.

¹⁹⁸ Compte tenu de l'instabilité des opérations financières, il est raisonnable de nuancer leur rôle dans les apports de capitaux au sein de l'UEMOA. Par exemple, en 2006, sans les annulations de dette, le solde global de la balance des paiements serait largement déficitaire à cause du déficit important du compte des opérations financières. En plus, le rapatriement des capitaux par les investisseurs étrangers est un facteur important à prendre en compte, puisqu'il a un impact négatif sur le solde global.

Tableau 9 : Evolution des principaux soldes de la balance des paiements de la CEMAC*

Solde	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Balance commerciale	3805,9	2700,1	2399,5	3200,1	4975,2	8283,4	9069,4	8883,2	11386,4
Balance des services	-3362,7	-2043,7	-2116,8	-2419	-2662,4	-2994,6	-3464,5	-3826,4	-4174,3
Balance des transactions courantes	656,3	-1185,3	-1666,8	-1454,1	-724,5	1438	891,5	-188,1	1034,9
Compte de capital	-575,3	96,3	86,3	213,9	148,1	125,6	2292,1	139	252,1
Solde global	-161,5**	-671,1	-500,1	-585,7	95,9	1022,2	1294	804,2	2084,6

Source : *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, 2000, 2004, 2008.

* En milliards de francs CFA.

** flux financiers.

Dans la CEMAC, le facteur le plus important dans les entrées des capitaux est le solde commercial. Cela reflète l'importance du pétrole dans cette Zone. Tout comme dans l'UEMOA, la balance des services est toujours négative. L'excédent du compte du capital explique aussi une partie substantielle des excédents du solde global. Cet excédent peut s'expliquer par les entrées de capitaux en vue de l'exploitation des gisements de pétrole.

c. La surliquidité bancaire selon une logique d'offre et de demande

L'excès de liquidité bancaire a pu être constaté, par moment, dans certains pays asiatiques et dans la Zone euro. La différence entre ces situations de surliquidité avec celle de la Zone CFA tient, semble-t-il, à la permanence du phénomène. Tandis que les incertitudes liées à la crise ou aux anticipations de faible croissance expliqueraient le cas de l'Asie du Sud-est et celui de la Zone euro, dans la Zone CFA, l'excédent de liquidité bancaire existe depuis 1994. Aussi, son ampleur en fait une situation particulière.

Les mécanismes qui sous-tendent ces différentes situations de surliquidité peuvent être mis en évidence à travers une analyse basée sur l'offre et la demande de crédit. En effet, l'excédent de liquidité peut être, d'une part, le résultat de la volonté des banques de restreindre l'offre de crédit : « surliquidité volontaire » (SAXEGAARD, 2006). Ce phénomène peut être illustré par le mécanisme suivant :

↗ incertitudes → ↓ l'offre de crédit → ↓ prêts/dépôts (toutes choses égales par ailleurs) → surliquidité bancaire.

Cette forme de surliquidité s'explique par la volonté des banques de constituer une liquidité supplémentaire pour motif de précaution. AGENOR & al. (2004) expliquent la surliquidité des banques asiatiques par ce phénomène. Pour eux, la crise en Thaïlande a

entraîné une augmentation des incertitudes, conduisant les banques à limiter l'offre de crédit, ce qui a entraîné l'excédent de liquidité bancaire. Les facteurs institutionnels, comme le faible développement du marché interbancaire et financier, les incertitudes quant à l'accès au refinancement de la Banque centrale ou au respect des exigences de liquidité, de même que le sous-développement du marché de la dette souveraine, peuvent également expliquer le comportement des banques à constituer des réserves excédentaires. A cela, il faut prendre en compte les asymétries d'information. Celles-ci peuvent augmenter la frilosité des banques à accroître les prêts à cause de la sélection adverse et le risque de dégradation de portefeuille qui peut en découler (STIGLITZ & WEISS, 1981).

D'autre part, la surliquidité bancaire pourrait être le résultat d'une insuffisance de la demande de crédit (« surliquidité involontaire ») :

↗ incertitudes (ou anticipations pessimistes) → ↘ demande de crédit → ↓ prêts/dépôts (toutes choses égales par ailleurs) → surliquidité bancaire.

WYPLOSZ (2005) fait une analyse de la surliquidité des banques européennes qui privilégie l'insuffisance de la demande. Pour lui, l'excès de liquidité de la Zone euro s'explique par une déficience de l'emprunt due aux faibles perspectives de croissance malgré des taux d'intérêt bas. DOLLAR et HALLWARD-DRIEMEIER (1999) expliquent la crise asiatique avec des arguments opposés à ceux de AGENOR et al. (2004). Selon eux, la crise asiatique s'est accompagnée d'une baisse de la demande globale qui, à son tour, a exercé un effet récessif sur la demande de crédit. L'excédent de liquidité bancaire constaté en Thaïlande s'expliquerait par ce phénomène. Dans cette optique, la surliquidité peut être considérée comme le résultat d'un « comportement d'optimisation » des banques, car les bénéfices résultant d'un prêt supplémentaire, ce qui est équivalent aux coûts d'opportunité de la surliquidité involontaire, peuvent être plus bas que le taux d'intérêt positif au point que les banques préfèrent constituer des réserves excédentaires (SAXEGAARD, op., cit., p. 14).

La surliquidité bancaire peut aussi s'expliquer par la combinaison de deux phénomènes : la restriction des prêts et l'augmentation des dépôts.

↗ incertitudes → (↘ offre de crédit + ↗ dépôts) → ↓ prêts/dépôts → surliquidité bancaire.

La surliquidité des banques de la Zone euro, qui a débuté avec la crise financière en 2007, résulte de la combinaison de ces deux phénomènes. D'un côté, les incertitudes ont conduit les banques à freiner l'expansion du crédit. De leur côté, les ménages ont réorienté leurs épargnes vers les actifs liquides et sans risque. Cette situation a conduit à l'excès de liquidité du système bancaire, après une tendance où les prêts étaient supérieurs aux dépôts.

Il est possible que la surliquidité résulte également de la combinaison d'une baisse de l'offre et de la demande de crédit en même temps. Dans une situation de fortes incertitudes, les banques peuvent restreindre l'offre de crédit et les emprunteurs peuvent, de leur côté, s'abstenir de formuler des demandes de crédit. Le système bancaire peut se retrouver, de ce fait, surliquide.

↗ incertitudes → (↘ l'offre de crédit + ↓ de la demande de crédit) → ↓ prêts/dépôts
(toutes choses égales par ailleurs) → surliquidité bancaire

L'excès de liquidité des banques de l'UEMOA s'explique, semble-t-il, du côté de l'offre, c'est-à-dire par les réticences d'une partie des banques commerciales à fournir davantage de crédit. Ces réticences se manifestent par le niveau élevé des taux d'intérêt, qui ne saurait se justifier par un taux de refinancement élevé auprès de la Banque centrale¹⁹⁹, et par l'importance des garanties exigées pour accéder à l'emprunt bancaire. A cela, dans le cas de la Zone CFA en général, il faut souligner l'impact psychologique de la crise bancaire des années 80 et du début des années 90. Cette crise a probablement conduit le système bancaire à une prudence exagérée, au-delà des contraintes contenues dans la réglementation prudentielle.

Soit le mécanisme suivant :

↗ conditions et coûts du crédit → exclusion et dissuasion d'une partie des emprunteurs du circuit de financement formel → ↓ prêts/dépôts (toutes choses égales par ailleurs) → surliquidité du système bancaire.

Les conditions imposées par les banques ont un double effet négatif sur la demande. D'abord, une proportion importante des entreprises éprouvent des difficultés à les satisfaire et sont, de ce fait, exclues. Cela tient au fait qu'en plus du haut niveau des taux d'intérêt, les

¹⁹⁹ Voir le *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC* (2006) pour une évolution de ces taux depuis 2000.

garanties requises pour accéder au financement bancaire sont souvent supérieures à la valeur du crédit demandé. Ensuite, une partie des emprunteurs s'abstiennent de formuler des demandes de crédit en estimant que les banques n'accorderaient pas de suite favorable. C'est le phénomène d' « auto-rationnement des entreprises ». Il a été constaté au Bénin, au Mali, au Niger et au Sénégal (Banque mondiale, ICA). Outre ces impacts négatifs sur les activités des entreprises, les coûts d'accès au crédit pourraient constituer un obstacle au développement des banques elles-mêmes. Ils peuvent engendrer une hausse de la proportion des créances en souffrance (*sélection adverse*). L'augmentation des risques de défaut qui en résulte pourrait engendrer des crises financières.

Tableau 10 : Conditions applicables par les banques et les établissements financiers en avril 2009

Bénin	Taux de base bancaire	Taux débiteur maximum
Moyenne mensuelle	8,96	14,54
Taux minimum	7,00	12,50
Taux maximum	12,00	18,00
Burkina		
Moyenne mensuelle	11,06	16,80
Taux minimum	8,50	12,00
Taux maximum	15,00	26,99
Côte d'Ivoire		
Moyenne mensuelle	10,71	16,63
Taux minimum	10,00	14,00
Taux maximum	11,00	18,00
Guinée Bissau		
Moyenne mensuelle	10,00	18,00
Taux minimum	9,00	14,00
Taux maximum	12,00	18,00
Mali		
Moyenne mensuelle	10,35	14,69
Taux minimum	7,50	10,00
Taux maximum	15,00	19,00
Niger		
Moyenne mensuelle	9,00	14,02
Taux minimum	4,00	10,75
Taux maximum	11,00	17,00
Sénégal		
Moyenne mensuelle	8,30	15,32
Taux minimum	7,00	10,00
Taux maximum	9,00	19,99
Togo		
Moyenne mensuelle	10,13	15,54
Taux minimum	7,15	11,00
Taux maximum	14,00	19,99
UMOA		
Moyenne mensuelle	11,11	
Taux minimum	4,00	10,00
Taux maximum	15,00	26,99

Source : BULLETIN DE STATISTIQUES MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES, avril 2009.

Les difficultés d'accès au crédit bancaire ont favorisé l'émergence des institutions de microfinance. Celles-ci ont mis en place des produits financiers et des procédures relativement mieux adaptées aux contextes locaux. Elles ont permis la bancarisation et le financement d'une partie des populations exclues du système bancaire classique. Toutefois, les organismes de microfinancement de par leur taille, leur nature et la cherté excessive des financements accordés, pourraient difficilement combler le besoin de financement global de ces économies. Ils ne représentent que 7 à 8% des prêts et des dépôts²⁰⁰. Aussi, ils dépendent des banques classiques, soit pour avoir accès elles-mêmes à la liquidité, soit dans le cadre de partenariats plus poussés (SECK, 2009), ce qui confère aux banques classiques une place centrale dans la question du financement de ces économies.

La surliquidité bancaire de la Zone CFA a été analysée sous des angles différents. AVOM et EYEFFA EKOMO (2007) ont étudié la surliquidité bancaire comme conséquence des mesures de restructuration entreprises au début des années 90. Ces mesures avaient pour but de contrôler davantage les activités de prêt des banques et ont durci les conditions d'accès aux services bancaires. Elles se sont traduites par une baisse de la proportion des créances en souffrance et par l'amélioration de la qualité du portefeuille des banques. Selon ces auteurs, la restructuration du secteur bancaire a entraîné trois paradoxes dans le cas de la CEMAC : 1) la surliquidité bancaire et le rationnement du crédit, 2) la concentration bancaire et le développement de la microfinance et 3) l'internationalisation et l'absence de l'innovation financière. Ils soulignent l'absence du boom du crédit décrit par MCKINNON et PILL (1998). Boom qui résulterait du passage d'une économie « réprimée » à une économie libéralisée. Dans la même logique, HUGON (2007) a analysé la rentabilité du système bancaire de la CEMAC sous l'angle de la libéralisation financière. Il constate que celle-ci ne s'est pas accompagnée d'une augmentation des financements accordés à l'économie. De son point de vue, cela tient au fait que l'essentiel de la rentabilité des banques est réalisée sur les services rémunérés. La défaillance du financement du développement qu'il souligne peut, dès lors, donner lieu à une analyse de la surliquidité comme conséquence de la restructuration du système bancaire.

A l'opposé de ces analyses, SAXEGAARD (2006) considère qu'un niveau élevé et persistant de surliquidité s'explique seulement par le manque de concurrence dans le secteur bancaire, les asymétries d'information et les sous-développements du marché financier, du

²⁰⁰ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2008.

marché interbancaire et du marché de la dette publique. Il montre que les excédents de liquidité bancaire sont plus importants dans les pays africains producteurs de pétrole que les pays non producteurs. De ce fait, l'importance de la surliquidité des pays de l'UEMOA constitue pour lui un phénomène surprenant. Dans la CEMAC, il souligne l'absence du marché des titres de la dette publique comme l'une des raisons explicatives de l'ampleur de la surliquidité bancaire. Pour la catégorie des pays dépendants de l'aide étrangère, il souligne l'importance des mesures de restructuration bancaire qui ont contribué au développement des marchés financiers. Cependant, cet argument est en contradiction avec son affirmation selon laquelle un niveau élevé et persistant de surliquidité proviendrait seulement du sous-développement des marchés financiers.

Certaines études ont insisté sur la faiblesse de la demande²⁰¹. Ces études évoquent généralement quatre raisons principales pour expliquer le niveau élevé des taux d'intérêt et les conditions difficiles d'accès au financement bancaire : (1) le risque important de défaut des emprunteurs, (2) le manque de projet bancable, (3) l'absence de normes comptables et (4) la faiblesse du système judiciaire. Ces études s'opposent à l'analyse menée ici, surtout dans le cas de l'UEMOA. Celle-ci insiste davantage sur les contraintes de financement qui pèsent sur les demandeurs de crédit. En effet, si une partie des emprunteurs éprouvent des difficultés à fournir des garanties suffisantes, il convient de relativiser la portée des études basées sur la faiblesse de la demande pour trois raisons.

1. La première est la participation différenciée des banques d'origine étrangère et des banques d'origine locale au financement des entreprises. En Afrique Subsaharienne, les banques à capitaux locaux, souvent avec moins de 30% du marché, contribuent davantage au financement des PME que les banques locales à capitaux étrangers (LEFILLEUR, 2007, op. cit., p. 69). Compte tenu de l'importance des banques à capitaux étrangers (70% du marché de l'UEMOA en 2004), il en résulte un sous-financement de l'activité qui conduit certaines entreprises à recourir à d'autres modes de financement. L'importance de la participation des banques d'origine locale aux financements des entreprises par rapport aux banques étrangères fragilise partiellement l'argument selon lequel la faiblesse du financement bancaire serait liée au risque important de défaut ou au manque de projet bancable. Cette considération est importante, car l'efficacité des banques locales, mesurées par plusieurs facteurs, semble être supérieure à celle des banques étrangères.
« Une analyse plus détaillée (par groupe de banques) montre que les banques locales à

²⁰¹ Voir les *RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC*, AVOM & EYEFFA EKOMO (2007), SAXEGAARD (2006), PRAO (2009).

capitaux privés sont les plus efficaces suivies par les banques étrangères, puis des banques étatiques qui présentent les degrés d'efficacité-coût et technique les plus faibles » (KABLAN, 2009).

2. Le développement du recours aux emprunts *off shore*, s'expliquant par les taux favorables à l'étranger, relativise aussi les deux premiers facteurs avancés pour expliquer la faiblesse du financement des entreprises par les banques. L'accroissement de ces emprunts signifie que les banques situées à l'étranger évaluent moins sévèrement une partie des entreprises locales que les banques locales, surtout celles à capitaux étrangers qui sont encore plus frileuses. Ces dernières surestiment, semble-t-il, le risque lié au financement des entreprises locales en leur appliquant, de ce fait, des taux élevés ou en durcissant les conditions d'accès au crédit. Il est donc possible de soutenir que le niveau élevé des taux d'intérêt réside en partie dans la surestimation du risque de financement des entreprises. Cette surestimation quasi-systématique dissuade une partie des emprunteurs qui se détournent du marché local au profit des emprunts à l'étranger. En tout cas, l'accessibilité aux emprunts *off shore* montre qu'il existe des entreprises avec des risques de défaut faibles ayant des projets bancables non financés. Certains pourraient affirmer que ce sont les grandes entreprises qui accèdent à ces emprunts. Mais, il faut noter que c'est justement ces grandes entreprises qui devraient bénéficier des conditions et des taux favorables et, d'une certaine manière, d'un lien privilégié avec le système bancaire. Si tel n'est pas le cas pour elles, comment en sera-t-il pour les PME/TPE ? Dans l'UEMOA, contrairement aux autres pays en développement, les emprunts *off shore* bénéficient moins aux banques. Il s'agit, en fait, d'emprunts contractés en vue du financement des activités économiques.

Tableau 11 : Evolution des emprunts *off shore* dans les pays de la Zone CFA*

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bénin	83	89	95	97	99	110	95	180
Burkina	85	211	270	428	561	590	795	836
Côte d'Ivoire	2904	3648	5279	4995	4808	5358	5996	6262
Guinée Bissau	27	13	17	13	9	5	4	19
Mali	204	247	300	242	355	325	418	374
Niger	38	48	47	117	37	26	61	88
Sénégal	759	1261	1356	1642	1671	1792	2320	2540
Togo	100	149	131	172	218	170	254	269
UEMOA	4 200	5 666	7 495	7 706	7 758	8 376	9 943	10 568
Cameroun	2183	3074	3373	3434	3201	3317	3153	2871
RCA	12	17	15	38	18	30	36	29
Congo	1060	1009	794	786	651	391	454	459
Gabon	832	1138	1210	1106	1137	1244	2151	1997
Guinée Equat.	47	53	18	13	22	23	500	406
Tchad	16	46	94	108	88	81	77	89
CEMAC	4 150	5 337	5 504	5 485	5 117	5 086	6 371	5 851
Zone CFA	8 350	11 003	12 999	13 191	12 875	13 462	16 314	16 419

Source : RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 2008.

* En millions de dollars.

3. Enfin, en ce qui concerne les normes comptables, deux points de vue s'opposent. Certains pensent que la faiblesse, ou le manque, de l'information comptable serait une des causes du sous-financement des entreprises²⁰². D'autres, au contraire, pensent que le niveau excessif de l'information comptable exigée dans le cadre de l'Organisation pour l'Harmonisation du Droit des Affaires (OHADA) serait responsable de l'informalité d'une grande partie des PME dans les pays de la Zone franc (LEFILLEUR, op. cit., p. 68). Ce dernier argument privilégie plutôt les progrès réalisés dans ces pays, le plus souvent dans le cadre de la construction régionale et/ou sous l'incitation des institutions financières régionales et internationales. Une prise en compte de ces progrès pourrait s'accompagner d'un assouplissement des contraintes financières et d'une baisse des taux d'intérêt.

La diminution des taux est nécessaire pour encourager les emprunts moins risqués et favorables au développement des entreprises et, par effet de ricochet, au système bancaire. Elle pourrait avoir 5 avantages importants :

- (1) d'abord, elle permettrait de réduire le phénomène de *sélection adverse* et, donc, de la proportion des créances en souffrance ;
- (2) ensuite, elle permettrait aux banques d'augmenter les prêts et de réaliser des marges supérieures résultant du différentiel entre les taux débiteurs et les taux de rémunération

²⁰² RAPPORT ANNUEL DE LA BCEAO, 2004, p. 71.

- des réserves excédentaires²⁰³ ; les pertes issues de la baisse des taux pourraient ainsi être compensées par l'augmentation du volume global du crédit ;
- (3) elle permettrait, en outre, de réduire la part du financement informel auquel ont recours souvent certains emprunteurs exclus du circuit formel de financement ;
 - (4) ce qui permet aux Etats, par le biais des impôts, de récolter une part des recettes qui, sinon, leur échappent autrement et, enfin,
 - (5) une telle situation pourrait être favorable à l'ensemble de l'activité économique, c'est-à-dire à la croissance, à l'emploi et au développement.

Au total, il est évident que la surliquidité du système bancaire de la Zone CFA, conjuguée avec le niveau élevé des taux d'intérêt, constitue un obstacle important à l'activité économique. Depuis 2003, le recyclage de la surliquidité est amorcé dans l'UEMOA, mais cela n'est pas le cas dans la CEMAC où les réserves excédentaires ont continué leur progression quasi-exponentielle. Il convient donc de voir les raisons qui peuvent expliquer cette hétérogénéité.

B. La réaffectation partielle de la surliquidité et la question de l'efficacité de la politique monétaire

Dans l'UEMOA, la baisse de la surliquidité est en partie imputable au recours des Etats à l'endettement interne tandis que les contraintes de financement pèsent toujours sur les entreprises. Les raisons qui expliquent le comportement des banques qui est à la base du paradoxe surliquidité/sous-financement et du recyclage partiel de la surliquidité dans cette zone seront explorées (a). Dans la CEMAC, la surliquidité continue sa progression, ce qui appelle à s'interroger sur les raisons de cette progression et son impact sur l'efficacité de la politique monétaire (b).

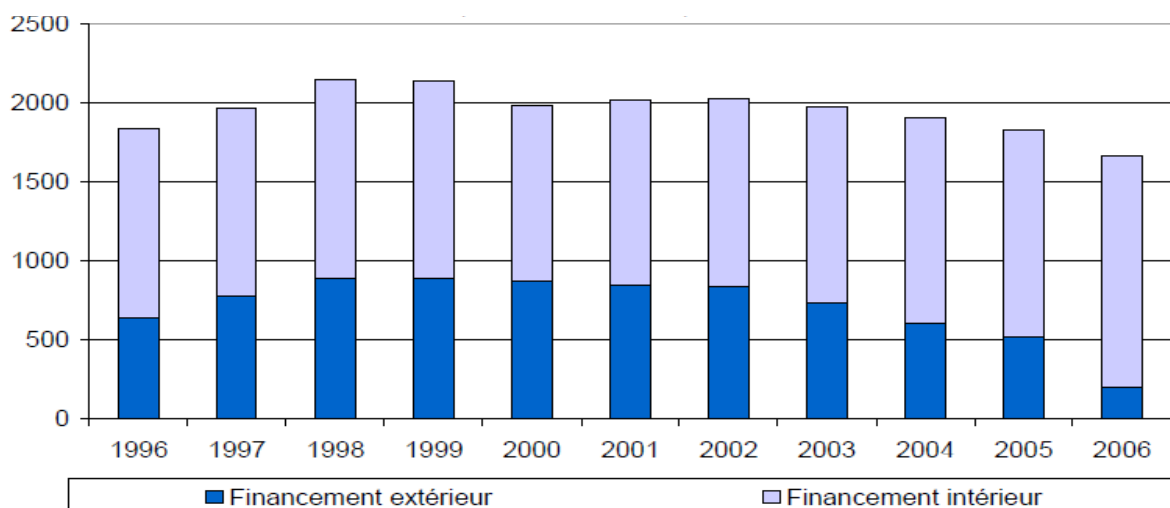
a. L'UEMOA : la réaffectation partielle de la surliquidité

Parmi les raisons qui expliquent la baisse de la surliquidité bancaire, la politique monétaire de la Banque centrale par le jeu des réserves obligatoires est la seule qui ne vise pas à réaffecter ces ressources aux agents économiques à besoin de financement. Elle cherche, avant tout, à atténuer ses tensions inflationnistes. En revanche, deux autres facteurs ont contribué à faciliter la réaffectation partielle de la surliquidité constituée par les banques :

²⁰³ Les réserves excédentaires ne sont pas rémunérées dans l'UEMOA et sont très faiblement rémunérées dans la CEMAC.

d'abord, la mise en place de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) en 1998 avec des infrastructures modernes, ensuite, le facteur le plus important est l'interdiction du financement des Trésors nationaux par la Banque centrale. Cette mesure, prise en 2002 et qui est entrée en vigueur en 2003, vise à supprimer les avances que les statuts de la Banque centrale lui permettaient d'accorder aux Trésors nationaux à hauteur de 20% de leurs recettes fiscales de l'exercice écoulé²⁰⁴. Les Etats, privés du financement de la Banque centrale, sont aussi dans l'incapacité de solliciter l'épargne mondiale en raison des scores médiocres, synonymes du « risque pays » élevé, que leur accordent les agences de notation²⁰⁵. Le haut niveau des taux d'intérêt qui en résulte rend coûteux le recours au marché international des capitaux. Ils se sont ainsi tournés vers l'endettement intérieur. Ce phénomène a entraîné le développement rapide du marché de la dette souveraine et la réaffectation partielle de la surliquidité bancaire (graphique 6).

Graphique 6 : Evolution des modes de financement des Etats dans l'UEMOA*



Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2006, p. 113.

* financement de la position nette des gouvernements ; financements extérieurs hors annulation de la dette (en milliards de francs CFA).

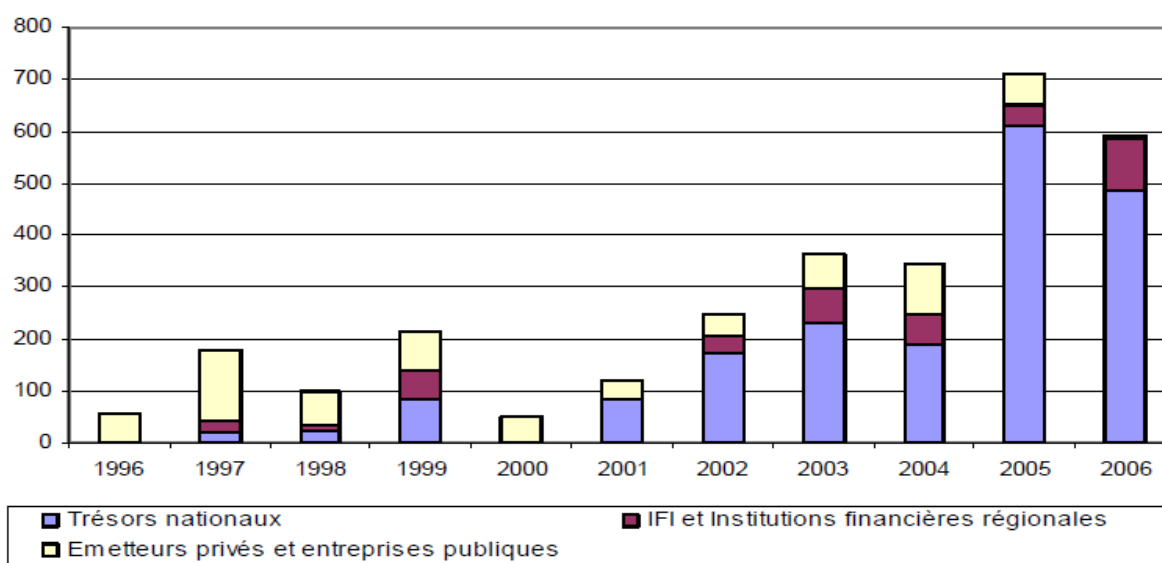
Le recours des gouvernements à l'endettement intérieur présente non seulement un avantage financier en raison du niveau faible des taux d'intérêt dont ils bénéficient par rapport aux marchés internationaux, mais aussi un avantage en terme de marge de manœuvre politique, car ces emprunts ne sont pas conditionnés à l'application de mesures prescrites

²⁰⁴ Cette mesure ne visait pas à résoudre un problème d'inflation, mais à proscrire la monétisation de la dette publique. Elle a aussi pour but d'inscrire la BCEAO dans une logique d'indépendance vis-à-vis des autorités politiques conformément à la littérature relative à la crédibilité des Banques centrales.

²⁰⁵ Des pays comme le Mali et le Sénégal bénéficient toutefois de bons scores en comparaison avec les pays de niveau de développement similaire.

comme c'est le cas lors des emprunts auprès des institutions financières internationales. De ce point de vue, le marché interne de la dette publique permet aux Etats de conserver leur souveraineté quant à l'utilisation des fonds empruntés. BEAUGRAND et al. (2002) estiment que la dette hautement concessionnelle présente des avantages par rapport à la dette interne au regard des coûts financiers et du risque. Toutefois, ils ne prennent pas en compte l'impact des conditionnalités que le recours à la dette concessionnelle implique. Or, ces conditionnalités font partie des craintes majeures des pays emprunteurs²⁰⁶.

Graphique 7 : Emissions de titres de dette dans l'UEMOA*



Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2006, p. 111.

* En millions d'euros.

L'augmentation de l'endettement interne des Etats a permis d'éponger une partie de la liquidité excédentaire constituée par les banques. En revanche, les entreprises privées peinent à accéder au crédit du système bancaire, même surliquide. Celles-ci ont été très actives depuis 1996, mais elles le sont de moins en moins depuis 2001. L'abondance de l'émission des titres publics, pour lesquels les banques ont une préférence, peut encourager cette tendance. La part des emprunteurs privés sur le marché baisse progressivement pour devenir nulle en 2006. Il est même à noter que leur part est confondue avec celle des entreprises publiques (graphique

²⁰⁶ De 1995 à 2000, chaque prêt du FMI s'accompagnait en moyenne de 41 conditions. Celles-ci ont concerné notamment la politique budgétaire, la politique de change, la fixation des prix et la mise en marché, les privatisations, la réglementation, les réformes du secteur financier et le système de couverture sociale. Les prêts accordés aux pays de l'Afrique Sub-saharienne en 1999 s'accompagnaient de 114 conditions en moyenne (STIGLITZ, 2002).

7), ce qui laisse à penser que la part qui appartient strictement au secteur privé pourrait encore être moindre.

Il se pose alors la question de savoir si la suppression du financement de la Banque centrale aux Trésors nationaux, en contraignant les Etats de l'UEMOA à recourir à l'endettement interne, n'a pas finalement accentué le comportement rentier des banques et exacerbé ce qui pourrait être qualifié de phénomène de « fuite permanente vers la qualité » c'est-à-dire le financement des Trésors nationaux en estimant que les entreprises privées sont trop risquées. La rente de situation dont les banques profitent dans l'UEMOA est réalisée sur les services rémunérés, sur les prêts à court terme et sur l'écart important qui existe entre le coût moyen de gestion des comptes (2%)²⁰⁷ et les hauts taux d'intérêt débiteurs qu'elles appliquent à la clientèle. Le développement du marché de la dette publique élargit davantage la gamme d'opportunités rentières des banques. A titre d'exemple, en 2008 dans l'UEMOA, les banques ont réalisé un résultat d'exploitation de 84%, un coefficient de rentabilité de 11% et un taux de provisionnement des créances en souffrance de 65%.

Tableau 12 : Situation simplifiée du système bancaire de l'UEMOA

Actif	2006	2007	2008	Passif	2006	2007	2008
Emploi de trésorerie et interb.	1 554,40	1 960,50	2 067,5	Ress. de trésorerie et interb.	714,6	988,3	1342,1
Emplois de clientèle	4 793,50	5 235,50	5 995,2	Ress. de clientèle	5 700,3	6 766,9	7 365,40
Opérations sur titres et divers	773,7	1 232,50	1375	Opérations sur titres et divers	320,3	366,1	418
Valeurs immobilisées	524,4	633,2	777,1	Prov. Fonds propres et ass.	910,9	940,4	1089,4
Total	7 646	9 061,1	10 214,90	Total	7 646	9 061,7	10 214,90
Hors bilan							
Engagements de financement	366,2	569,6	534,3	Coef. net d'exploitation	69,2	70,6	68
Engagements de garantie	1 112,9	1 210,5	1 483,30	Taux de marge net	16,7	12,3	14,9
Engagements douteux	36,7	19,2	120,3	Coef. de rentabilité	10,5	8,5	11
Autres engagements	27	42,4	71,7				
Total	1 542,9	1 841,70	2 209,60				

Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2006, 2007, 2008.

* En milliards de francs CFA.

L'aversion au risque des banques pourrait s'expliquer par leur solidité financière. Celle-ci est la conséquence de la structure oligopolistique du secteur bancaire. Cette situation est responsable de l'insuffisance des prêts et n'incite pas à l'innovation financière. Elle est, en outre, propice aux phénomènes de collusion et à la cherté des taux d'intérêt (BLOMMESTEIN & HORMAN, 2008). La frilosité des banques pourrait être exacerbée par

²⁰⁷ HERNANDEZ-CATA, E. & al., (1998).

la mesure récente du Conseil des ministres de l'UEMOA qui augmente le capital social exigible pour l'exercice d'une activité bancaire de 1 à 10 milliards de francs CFA. Cette mesure augmente davantage le niveau des barrières à l'entrée du marché bancaire. Elle pourrait entraîner un mouvement de fusion entre banques. Si, d'un côté, ce mouvement va donner naissance à des entités bancaires de plus grande taille, de l'autre, il va renforcer la situation oligopolistique qui règne déjà dans ce secteur et rendre les taux d'intérêt rigides à la baisse. La question centrale reste les contraintes de financement qui empêchent le développement des structures productives.

b. Surliquidité bancaire et efficacité de la politique monétaire, le cas de la CEMAC

Les implications de la surliquidité bancaire se posent dans des termes différents dans la CEMAC. Cela tient à trois facteurs propres à cette zone : l'importance des recettes pétrolières, le sous-développement du marché de la dette souveraine et le maintien du financement de la Banque centrale aux Trésors nationaux. Contrairement aux pays de l'UEMOA, les pays de la CEMAC sont exportateurs nets du pétrole. La hausse des cours du pétrole intervenue depuis le milieu des années 2000 a revigoré la surliquidité du système bancaire, bien qu'une partie de cette surliquidité soit la conséquence de l'insuffisance des prêts accordés. A cela, il faut noter le sous-développement du marché de la dette souveraine. Celui-ci s'explique par la concurrence entre deux projets de bourse : la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC) et la Douala Stock Exchange (DSE). Cette rivalité découle à son tour de la rivalité entre le Cameroun et le Gabon pour le leadership de la CEMAC, ce qui disperse les efforts et ralentit le processus d'intégration économique. Le projet pour la mise en place d'une Bourse en Afrique centrale, à Libreville au Gabon, a été lancé en 2003, mais sa mise en œuvre n'a progressé que très lentement. Le premier emprunt obligataire, d'un montant de 100 milliards de francs CFA, a été émis par le Gabon en décembre 2007, pour 6 ans au taux de 5,5%. Ces titres ont été achetés par les banques à hauteur de 73,9%, les compagnies d'assurance 12%, les autres sociétés non financières 9,1% et les particuliers 5%²⁰⁸. Toutefois, le démarrage effectif des émissions des titres publics par adjudication était prévu pour fin 2009. La DSE a été inaugurée en 2003. Le démarrage des opérations a pris du retard. Seule la Société des Eaux Minérales du Cameroun (SEMC) y est cotée. Le retard pris par ces projets peut expliquer en partie le moindre recours des Etats à la surliquidité bancaire dans la CEMAC. A cela, s'ajoute le maintien du seuil statutaire du financement des Trésors nationaux

²⁰⁸ *RAPPORT ANNUEL DE LA BEAC*, 2007, pp. 169-170 ; *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2008, pp. 113-114.

par la BEAC. La possibilité du recours au financement de la Banque centrale réduit les contraintes budgétaires qui pèsent sur les pays de la CEMAC. Cela peut expliquer la lenteur de la réaffectation d'une partie importante de la surliquidité bancaire. Dès lors, il se pose la question de la rentabilité des banques commerciales. En effet, dans la CEMAC, les banques sont dans une situation encore meilleure. Le produit net bancaire est de 20,6%, le coefficient d'exploitation 48,6% et le coefficient de rentabilité 23,3% en 2008. Ces résultats sont réalisés dans un contexte d'amélioration de la qualité du portefeuille des banques avec une baisse des créances en souffrance (9,7%) et un taux de provisionnement à hauteur de 85%²⁰⁹.

Tableau 13 : Situation simplifiée du système bancaire de la CEMAC*

Actif	2006	2007	2008	Passif	2006	2007	2008
Trésorerie et divers	2087	3052,4	2849	Trésorerie et divers	436,1	589,1	612,5
Crédits à l'Etat	79,4	78,7	74	Dépôts de l'Etat	425,8	1019,8	656,5
Crédits à l'économie	1718,3	1958,2	2673,9	Dépôts du secteur privé	2973,8	3398,4	4051
Créances en souffrance nettes	35,5	32,1	41,3	Fonds propres	474,8	532,4	754
Valeurs immobilisées	390,8	417,9	426,8	Total	4310,5	5539,7	6074
Total	4311	5539,3	6065	Taux de marge nette	23,3	24,8	21,8
Coefficient net d'exploitation en %	54,1	51,3	48,6	Coefficient de rentabilité en %	15,4	27,2	23,3

Source : RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 2008, p. 112.

* En milliards de francs CFA.

La rentabilité du système bancaire de la CEMAC est basée surtout sur les services rémunérés et les intérêts perçus sur les placements effectués auprès de la Banque centrale. Selon AVOM et EYEFFA EKOMO, (2007), « *la principale source de rentabilité des banques est devenue curieusement l'ensemble des placements effectués auprès de la Banque centrale* ». Contrairement à la BCEAO, la BEAC rémunère les réserves excédentaires des banques. Toutefois, le taux de rémunération de ces réserves ont connu une baisse progressive. Dans un contexte de surliquidité, le principe de rémunération des réserves excédentaires peut entraîner un certain nombre de problèmes. Il conduit les banques à placer leurs réserves excédentaires auprès de la Banque centrale, ce qui permet à cette dernière de surveiller plus facilement la liquidité du système bancaire et de mener une politique adéquate à leur égard. Si les réserves excédentaires déposées par le système bancaire sont trop importantes, la Banque centrale peut augmenter davantage le coefficient des réserves obligatoires, ce qui lui permet de réduire les effets pervers de la surliquidité bancaire. A l'opposé, l'assèchement de ces réserves peut être accompagné d'une baisse du coefficient des réserves obligatoires. Le taux de rémunération des réserves excédentaires peut aussi jouer le rôle d'un mécanisme incitatif

²⁰⁹ RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 2008, p. 113.

pour la Banque centrale. L'augmentation ou la baisse de ce taux peut conduire les banques à faire un arbitrage entre les prêts à la clientèle et les dépôts auprès de la Banque centrale. Cependant, dans un contexte de surliquidité volontaire, le fait de rémunérer les réserves excédentaires peut renforcer le comportement opportuniste des banques qui, au lieu d'augmenter les prêts, vont se contenter des rentes versées par la Banque centrale. Les canaux de transmission de la politique monétaire peuvent donc être entravés.

Les implications de la surliquidité sur l'efficacité de la politique monétaire ont attiré l'attention de plusieurs auteurs (AGENOR & al., 2004 ; PRAO, 2009 ; SAXEGAARD, 2006). Ces implications dépendent de la nature de la surliquidité constituée par les banques. La plupart des auteurs soulignent que les réserves excédentaires sont à même de générer des effets négatifs importants. Elles sont potentiellement inflationnistes et sont en outre susceptibles d'affecter la capacité de la politique monétaire à influencer la demande globale et, donc, à stabiliser l'économie. Pour mieux cerner ces questions, la distinction entre les différents motifs de détention de la surliquidité a une importance analytique non négligeable (SAXEGAARD, 2006). La surliquidité involontaire résulte de la faiblesse de la demande de crédit adressée au système bancaire. Elle est donc susceptible d'être prêtée si la demande augmentait. Cela pourrait entraîner un phénomène inflationniste. En plus, l'augmentation des prêts bancaires pourrait intervenir dans une situation globale qui appelle au contraire à un durcissement de la politique monétaire. Dans un contexte de surliquidité involontaire, la mise en œuvre d'une politique monétaire expansionniste par la Banque centrale pourrait simplement augmenter le niveau de surliquidité involontaire des banques commerciales et n'entraînera pas l'expansion du crédit recherchée. De la même manière, une politique monétaire restrictive pourrait simplement réduire le niveau des réserves involontaires. Toutefois, si celles-ci baissent considérablement, la politique monétaire pourrait s'avérer efficace.

En revanche, la surliquidité volontaire (constituée pour motif de précaution) est moins susceptible de générer un risque inflationniste. Selon SAXEGAARD, si les banques accumulent les réserves excédentaires pour des motifs de précaution, la politique monétaire pourrait devenir efficace. Celle-ci, dans une optique expansionniste, pourrait augmenter la surliquidité bancaire au-delà du niveau demandé par les banques pour le motif de précaution. Les banques pourraient ainsi augmenter les prêts accordés à la clientèle et réduire les coûts d'accès au crédit. De même, la politique monétaire restrictive pourrait conduire les banques à réduire, à leur tour, les prêts afin de maintenir leur niveau d'excès de liquidité désiré.

Il est aussi possible que la surliquidité constituée par les banques comprenne une composante volontaire et une composante involontaire. Cela a été le cas dans la Zone euro. Ce sont les incertitudes qui ont conduit les banques à restreindre l'offre de crédit (composante volontaire) et les ménages à conserver leurs épargnes sous forme d'actifs liquides (composante involontaire). Dans ce contexte, l'efficacité de la politique monétaire devrait être appréciée avec précaution. La composante involontaire de la surliquidité pourrait se volatiliser si les incertitudes se dissipaient. Il en va de même pour la composante volontaire. Dans ce cas, la politique monétaire pourrait avoir les mêmes effets que dans le cas de la surliquidité involontaire. Elle ne peut augmenter, ni réduire aisément l'expansion du crédit. Les multiples baisses des taux directeurs de la BCE consécutives à la crise financière, sans que ces baisses ne se traduisent par une expansion du crédit de la part des banques, pourraient s'expliquer par ce phénomène.

Les deux composantes de la surliquidité bancaire se retrouvent également dans la CEMAC. Dans ce cas, la surliquidité peut s'expliquer par la faiblesse des financements accordés par les banques à l'économie (composante volontaire) et par les recettes importantes provenant de l'exportation du pétrole (composante involontaire). Dans ce contexte, l'efficacité de la politique monétaire devrait être appréciée à l'aune de ces deux aspects. La composante volontaire de la surliquidité pourrait se volatiliser si les banques amélioraient leur perception sur les emprunteurs, mais dans le contexte actuel des pays de la CEMAC, cela pourrait prendre du temps. En revanche, la composante involontaire consécutive aux recettes pétrolières comporte un risque inflationniste important. Le recyclage d'une telle surliquidité pourrait dépasser la capacité d'absorption des économies considérées et générer le *syndrome hollandais*²¹⁰.

Les deux aspects de la surliquidité bancaire peuvent exister à des degrés différents. SAXEGAARD (2006) montre que la composante involontaire de la surliquidité bancaire de la CEMAC est prédominante. Il en découle que l'efficacité de la politique monétaire soit affaiblie. Cependant, la comparaison des prêts accordés par le système bancaire de la Zone CFA avec les autres pays en développement est défavorable au premier. En outre, bien avant le boom pétrolier des années 2000, le système bancaire de la CEMAC était déjà très liquide (tableau 1). Si une partie de la surliquidité bancaire de la CEMAC est le résultat des revenus pétroliers, une partie importante s'explique aussi par l'insuffisance des prêts. Dans l'UEMOA, il semble que la composante volontaire soit dominante au regard des contraintes

²¹⁰ RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC, 2008, p. 106.

de financement et les caractéristiques des économies de cette zone. La politique monétaire de ce point de vue peut avoir une efficacité sur la demande globale.

Conclusion

La surliquidité du système bancaire de la Zone CFA est bien un paradoxe, d'abord, parce qu'elle touche une zone composée quasi-exclusivement de pays pauvres et qui ont donc, *a priori*, un fort besoin de financement, mais ensuite parce que le mode de résorption de cette surliquidité laisse non résolue la question de financement des entreprises dont les PME constituent la couche vulnérable. La suppression du financement des Trésors nationaux par la BCEAO a favorisé le développement du marché interne de la dette publique dans l'UEMOA. Toutefois, les contraintes de financement qui pèsent sur les entreprises dans l'accès au crédit bancaire restent une question préoccupante.

Dans l'état actuel des choses, la surliquidité des banques n'est pas intégralement réaffectée. Il faut même souligner une augmentation progressive des réserves excédentaires dans la CEMAC. Les banques préfèrent conserver des encaisses oisives auprès de la Banque centrale plutôt que de prendre le risque de financer les entreprises. Il est donc souhaitable que les autorités publiques interviennent pour réguler le marché bancaire contre les phénomènes de collusion et pour inciter les banques à accorder davantage de financement aux entreprises. Pour cela, un certain nombre de pistes peuvent faire l'objet d'attention (KAUFFMANN, 2005). Elles concernent des réformes visant à développer beaucoup plus les institutions, comme les fonds de garantie ou les sociétés de caution mutuelle, permettant de réduire les risques de défaut et d'encourager les banques à accroître la proportion des prêts à moyen et long termes. Le développement de ces institutions devraient faire l'objet de prudence afin d'éviter le phénomène d'aléa de moralité de la part des banques, sur la qualité des projets à financer, et de la part des emprunteurs qui pourraient relâcher leurs efforts sur le remboursement des emprunts contractés. Les instruments financiers comme le crédit stockage, proche du mécanisme de prêt sur récoltes pendantes de l'époque coloniale, peuvent être expérimentés. Cet instrument est déjà en œuvre en Afrique du Sud, au Kenya et en Zambie. Il permet d'accorder des prêts sur la production agricole stockée. Les banques locales à capitaux étrangers, dont certaines sont présentes dans la Zone CFA depuis l'époque coloniale, devraient être invitées à mener un travail de fond pour tenir compte du changement intervenu dans ces pays, notamment en ce qui concerne la mise en place de nouveaux outils nécessaires à l'évaluation du risque lié au financement des PME et du secteur productif. Cela

permettra le financement de ceux d'entre eux qui sont solvables. Dans la CEMAC, en plus de ces mesures, il convient d'accélérer le développement du marché de la dette publique.

La crise mondiale du crédit immobilier commence à avoir des effets dans l'UEMOA. Ceux-ci sont de plus en plus visibles au niveau du solde global de la balance des paiements qui est devenu négatif en 2008. Si cette tendance se confirme, l'ampleur de la surliquidité bancaire pourrait baisser davantage dans les années à venir. Toutefois, cela dépendra partiellement de la politique monétaire que les Banques centrales mettront en œuvre.

Chapitre 6 : La fixité du franc CFA au défi de l'hétérogénéité structurelle

Le choc de la dévaluation a révélé de façon plus nette les différences structurelles qu'existent entre les pays de la Zone CFA. Cela soulève un certain nombre de problèmes. En effet, l'homogénéité des structures est nécessaire au choix du régime de change et à celui de la monnaie d'ancrage. Dans la mesure où ces choix exercent une influence sur la compétitivité et sur le mode d'ajustement macroéconomique d'un pays, leur cohérence est favorable à la croissance et au développement.

La littérature économique a accordé une place importante à la question de l'homogénéité des pays membres d'une union monétaire et aux questions relatives aux régimes de change. Elle a négligé le choix de la monnaie d'ancrage. La théorie des ZMO l'aborde brièvement, mais elle a été davantage utilisée pour étudier les unions monétaires²¹¹ plutôt que les zones monétaires [fixité du change entre deux pays (ou deux zones) distinct(e)s]. De ce fait, elle évoque moins, la cohérence du choix de la monnaie d'ancrage que l'opportunité de l'appartenance d'un pays à une zone (ou une union) monétaire. Si les unions monétaires et les zones monétaires sont deux exemples de fixité extrême, la nature de la fixité n'est cependant pas la même. Dans les unions monétaires, l'adoption d'une monnaie unique renvoie la question du change au niveau de l'ensemble de l'union. Ainsi, deux sortes d'unions monétaires existent : les unions monétaires avec flexibilité à l'extérieur (cas de la Zone euro) et les unions monétaires avec fixité à l'extérieur (cas de l'UEMOA et de la CEMAC)²¹². Dans le premier cas, la perte de la souveraineté monétaire pourrait être

²¹¹ Il existe deux types d'unions monétaires. Les unions monétaires asymétriques (dollarisation, euroisation, etc.) où un pays décide unilatéralement de conférer cours légal à une monnaie étrangère sur son territoire national. Ce phénomène est fréquent dans les pays de « petite taille » ou les pays confrontés à un problème d'hyperinflation. Cette forme d'union monétaire est asymétrique parce que le pays dollarisé ou euroisé ne prend pas part à la définition de la politique monétaire du pays émetteur de la monnaie de réserve. Ce dernier ne prend pas non plus en compte les préoccupations du pays dollarisé dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. Dans une union monétaire symétrique, la monnaie unique est confiée à une Banque centrale unique qui met en œuvre la politique monétaire commune pour l'ensemble des pays de l'union. La définition de la politique monétaire dans ce cas résulte théoriquement d'un consensus, même si souvent un pays leader a tendance à influencer considérablement les choix effectués. Les études tentent à ce niveau de vérifier un certain nombre de critères, le plus souvent la synchronisation des cycles de production, afin d'évaluer les bénéfices et les coûts de l'appartenance à l'union monétaire.

²¹² En fait, la fixité du taux de change des francs CFA doit être relativisée dans la mesure où cette fixité a lieu seulement avec la Zone euro. Puisque les cours de l'euro vis-à-vis des « grandes devises » ne sont pas fixes, il en résulte une flexibilité des francs CFA par rapport aux mêmes devises. Cela renvoie au concept des blocs monétaires flottants. Dans un monde régi par la flexibilité du taux de change des « grandes devises » et la fixité du change des « monnaies périphériques », il ne peut y avoir de fixité pure du taux de change.

partiellement ou totalement compensée par un autre mode d'ajustement, la flexibilité du change qui, par ailleurs, peut être plus ou moins adaptée selon les hétérogénéités nationales. Ce cas est plus conforme à l'esprit de la théorie des ZMO. Dans le second cas, l'union monétaire est un cas extrême de rigidité puisqu'elle se retrouve dans une zone monétaire. A l'abandon de la politique monétaire par les pays, s'ajoute la fixation du taux de change à une ancre extérieure, censée être plus crédible. Cette double contrainte peut compliquer l'ajustement économique. Elle suppose que l'union monétaire soit composée de pays homogènes pour que les coûts de l'abandon de la politique monétaire ne soient pas trop élevés. Elle suppose aussi que la monnaie d'ancrage choisie soit cohérente avec les structures économiques des pays membres de l'union. Une telle analyse débouche sur le triple choix effectué par la Zone CFA. (1) L'hétérogénéité des pays de la Zone CFA remet-elle en question l'existence des unions monétaires (choix de l'intégration monétaire) ? (2) Le choix du régime de change est d'autant plus adéquat que les structures économiques des pays sont plus proches. Or, cette dimension a été reléguée au second plan au profit de la crédibilité (choix de la fixité du change). (3) Une fois un régime de change fixe adopté, le choix de la monnaie (ou des monnaies) d'ancrage est une question tout aussi importante (choix de l'euro comme monnaie d'ancrage).

Les produits primaires exportés par les pays de la Zone CFA ne sont pas identiques. Il en va de même pour les monnaies de cotation de ces produits. Ainsi, la fixité du taux de change du franc CFA à l'euro n'est pas forcément gage de stabilité, car, *ceteris paribus*, une forte fluctuation de l'euro vis-à-vis des grandes devises peut se traduire par une forte instabilité des recettes d'exportations. Cela renvoie à la thèse des blocs monétaires flottants. La fluctuation de l'euro à l'égard des autres devises et la baisse de l'importance du commerce avec la Zone euro sont de nature à soulever des interrogations sur l'euro comme choix de la monnaie d'ancrage. Il convient aussi de prendre en compte les flux de capitaux dans la détermination de ce choix.

Diverses études ont analysé la question de l'optimalité de la Zone CFA. Ces études ont généralement conclu sur l'hétérogénéité des économies nationales, avec des sous-groupes de pays plus ou moins homogènes. Elles révèlent que la politique monétaire commune et les critères qui régissent la politique budgétaire peuvent ne pas être conformes aux structures hétérogènes. Il pourrait donc y avoir des « gagnants » et des « perdants » dans la Zone CFA. En revanche, la littérature économique n'est pas abondante sur la question du choix de la monnaie d'ancrage. Seule la « théorie de la monnaie d'ancrage optimale » (*optimal anchor*

currency area theory) a tenté d'y apporter des éléments de réponse²¹³. Selon cette théorie, les externalités de réseau liées au commerce constituent le facteur-clé dans la détermination du choix de la monnaie d'ancrage. Cette théorie s'apparente à la théorie des ZMO²¹⁴.

L'objet de ce chapitre est de saisir les implications de l'hétérogénéité de la Zone CFA en ce qui concerne non seulement le choix du régime de change, mais aussi le choix de la monnaie d'ancrage. A cet effet, les études les plus récentes ayant mis l'accent sur l'optimalité de la Zone CFA seront présentées (section 1). Ensuite, les questions de la pertinence du choix du régime de change fixe et de l'euro comme monnaie d'ancrage des francs CFA seront abordées (section 2).

Section 1 : Une monnaie unique pour des pays hétérogènes

Cette section tente de comprendre les motivations des pays à former les zones monétaires et les unions monétaires. Cette interrogation découle du fait que les pays de la Zone CFA peuvent être considérés comme faisant partie d'une union monétaire, soit de la CEMAC ou de l'UEMOA. En outre, celles-ci font partie de la Zone euro, après avoir connu la Zone franc. S'inspirant des critères de base de l'optimalité d'une zone monétaire, il s'agit d'étudier les principales conditions de réussite d'un processus d'intégration monétaire (A) et de mettre en évidence l'hétérogénéité de la Zone franc *via* quelques études récentes (B).

A. La théorie des ZMO : les critères préalables à l'unification monétaire

La théorie des Zones Monétaires Optimales (ZMO) analyse les effets et les contraintes d'un processus d'intégration monétaire pour un ensemble de pays ou de régions. Ses premiers fondements ont été établis par MUNDELL (1961)²¹⁵. Celui-ci définit un ensemble de critères préalables à l'intégration monétaire. Si ces critères sont satisfaits, une région américaine pourrait s'allier avec une région canadienne pour créer une nouvelle monnaie en lieu et place des dollars américain et canadien. Une ZMO peut se définir comme une zone comprenant une

²¹³ MEISSNER, C. M. & OOMES, N., (2009), « Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice », *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28 (3), pp. 522-547.

²¹⁴ « Our results are thus consistent with an « optimal currency area theory », i.e., the optimal currency area theory applied to anchor currency choice » (MEISSNER & OOMES, 2008, p. 31).

²¹⁵ MUNDELL, R., (1961), « A Theory of Optimum Currency », *American Economic Review*, Vol. 51, pp. 657-665. Traduction en français : MUNDELL, R. (2003), « Une théorie des zones monétaires optimales », *Revue Française d'Economie*, Vol. XVIII. (2), pp. 4-19.

ou plusieurs nations (ou régions) dans un environnement de stabilité des changes (ou d'union monétaire) où les forces économiques tendent à amortir les chocs asymétriques²¹⁶.

De façon générale, deux critères permettent d'évaluer la faisabilité d'une union monétaire.

(1) Le premier est la nature des chocs affectant les pays membres de l'union monétaire. Quand un pays rejoint une union monétaire, il abandonne sa propre monnaie, sa politique monétaire et l'autonomie de son taux de change. Si tous les pays de l'union monétaire sont frappés par un choc symétrique négatif, les effets défavorables de ce choc peuvent être atténués par une dépréciation de la monnaie commune ou par l'adoption d'une politique monétaire expansive commune. En revanche, si tous les pays sont touchés par des chocs asymétriques, la dépréciation ou l'expansion monétaire ne sont pas faisables, car cela pourrait engendrer la croissance de la production dans les pays touchés négativement par le choc, mais risque de provoquer une surchauffe et l'inflation dans les pays avec chocs positifs. Par conséquent, les coûts de la formation d'une union monétaire sont bas si les chocs sont symétriques et élevés s'ils sont asymétriques.

(2) La rapidité avec laquelle l'économie s'ajuste après les chocs est tout aussi importante. Si après les chocs, les mécanismes du marché permettent de restaurer l'équilibre, l'ampleur des chocs asymétriques n'entraînera pas d'importants coûts, même si elle est fort violente. Deux mécanismes assurent la rapidité de pareils ajustements : la mobilité du travail et les transferts budgétaires. En cas de chocs asymétriques affectant la demande de produits de l'union, dans laquelle les prix et les salaires sont rigides à la baisse, un ajustement pourra se faire par le biais du facteur travail, si celui-ci est mobile. Par exemple, si le travail est mobile à l'intérieur de l'union, les chômeurs d'un pays touché par un choc négatif pourraient migrer et trouver des emplois dans les autres pays de l'union monétaire qui ont connu des chocs positifs, ce qui pourrait atténuer l'impact de la récession. De la même manière, si l'union monétaire a un bon système de transfert budgétaire, les ressources pourraient être transférées des pays avec chocs positifs vers les pays avec chocs négatifs. Les ajustements de salaires relatifs, les changements dans la participation de la main-d'œuvre induits par les changements de salaires et la mobilité du capital sont d'autres mécanismes pour répondre aux chocs asymétriques (BLANCHARD & KATZ, 1992).

Au-delà de la viabilité économique, MUNDELL tient compte également des obstacles politiques. En effet, les frontières d'une ZMO, définies par les paramètres économiques, ne

²¹⁶ « Les chocs sont asymétriques quand la nature de l'impact affecte différemment les pays » (SIRÖEN, 2004).

correspondent pas forcément aux frontières réelles d'un pays, définies par les paramètres politiques. Puisque toute question relative à la monnaie fait intervenir la question de la souveraineté nationale, la constitution d'une ZMO se heurterait à l'attachement des pays à leur souveraineté. De ce fait, la théorie des ZMO est souvent étudiée sous forme de comparaison entre les coûts et avantages de l'appartenance à une union monétaire. Les avantages incluent la baisse des coûts de transaction liés à l'utilisation de plusieurs monnaies, la stabilisation des prix, l'augmentation de l'efficacité de l'allocation des ressources et l'amélioration de l'accès aux produits, aux facteurs et aux marchés financiers. L'ensemble de ces éléments sont censés encourager l'investissement et stimuler la croissance. Le principal coût est la perte de la souveraineté monétaire et de change. Cette perte est d'autant plus préjudiciable que l'économie considérée fait souvent face aux perturbations importantes et fréquentes.

Dans le sillage de MUNDELL, d'autres auteurs ont approfondi cette théorie. Ainsi, MCKINNON (1963) prend en compte le degré d'ouverture des pays les uns vis-à-vis des autres. Si plusieurs pays sont ouverts entre eux, ils ont intérêt à évoluer dans un environnement de fixité de change ou dans une union monétaire, car la variation des changes pourrait être préjudiciable en terme de bien-être collectif. En plus, MCKINNON (2000) soutient que la monnaie unique permettrait l'instauration d'un marché financier unique qui, à son tour, favoriserait la diversification des portefeuilles qui contribuerait à atténuer l'impact des chocs asymétriques. Selon cet auteur, la mise en place d'une monnaie unique permettrait également de stopper les attaques spéculatives qui empêchent l'élaboration des politiques de long terme. KENEN (1969) met l'accent sur la diversification de l'économie. Selon lui, dans une économie diversifiée, la diminution de la demande d'un produit n'affectera qu'un faible pourcentage de ses exportations et l'impact sur l'emploi et la croissance sera faible. En conséquence, un groupe de pays très diversifié aurait intérêt à évoluer dans un environnement de stabilité des changes.

FRANKEL et ROSE (1998) mettent l'accent sur le caractère endogène des critères des ZMO. S'appuyant sur un panel de pays développés, ils trouvent que les pays qui ont des liens commerciaux étroits ont tendance à avoir une importante corrélation de leur cycle des affaires. L'intégration économique est donc susceptible d'accroître le commerce bilatéral entre les pays. Quand l'union monétaire est formée, l'intégration commerciale entre ses pays membres augmente, ce qui rend leur cycle des affaires plus synchrone. Autrement dit, des pays, *a priori* hétérogènes, deviendraient homogènes suite à la formation d'une union

monétaire. De ce point de vue, les critères des ZMO pourraient être considérés comme *ex post* et non *ex ante*. Cela semble ôter la réflexion de MUNDELL de sa logique de base.

La nouvelle économie géographique avance des arguments contraires et souligne l'exogénéité des critères des ZMO (KRUGMAN, 1993). L'augmentation de l'intégration économique tend à spécialiser davantage les pays. Ceux-ci exploiteront leurs dotations factorielles. La production sera diversifiée à travers un processus de spécialisation. Les firmes auront tendance à se concentrer géographiquement selon leur secteur d'activité afin d'augmenter les effets de synergie, source d'efficacité économique. Il en résultera une baisse de la corrélation des revenus, ce qui rend difficile l'adoption d'une monnaie unique puisque les évolutions sectorielles distinctes impliquent des politiques monétaire et de change différentes. Selon ce point de vue, des pays, respectant *ex ante* les critères d'optimalité, peuvent ne plus les respecter *ex post*.

B. Des études convergentes sur la non optimalité de la Zone CFA

Ici, il s'agit, d'abord, de voir certaines études choisies sur l'optimalité de la Zone CFA (a). Ensuite, deux études ayant adopté la méthode par regroupements seront présentées (b).

a. L'optimalité de la Zone CFA, un état des lieux

Selon BENASSY-QUERE et COUPET (2005), la théorie des ZMO est un outil d'analyse pratique pour étudier l'optimalité des regroupements monétaires en Afrique. Cela s'expliquerait par le fait que les pays africains sont de « petite taille », ouverts et exportateurs de produits primaires. En plus, la faible diversification de ces pays les rendrait très vulnérables aux chocs asymétriques. Si certains produits primaires sont communs à un nombre important de pays (café, cacao, coton, bois et arachides), d'autres se trouvent seulement dans très peu de pays. Souvent, un seul produit leur procure près de 50% (voire plus) de leurs recettes d'exportation. De ce fait, les chocs ne sont pas corrélés sur les termes de l'échange à cause des différences de spécialisation dans les produits primaires dont les prix n'évoluent pas nécessairement dans le même sens sur les marchés mondiaux.

Dans la Zone CFA, le commerce intra-régional des pays de l'UEMOA est relativement important en comparaison avec les pays de niveau de développement similaire. En revanche, pour la CEMAC, ce commerce est faible. Au niveau de la mobilité du facteur travail, les données migratoires des pays de la Zone CFA sont rares. Cependant, une migration traditionnelle des populations existe en Afrique de l'Ouest, ce qui pourrait profiter à

l'UEMOA. Dans la CEMAC, la migration des populations est limitée. Enfin, il n'existe pas de mécanisme de transfert budgétaire dans les Unions monétaires de la Zone CFA. Au regard de ces caractéristiques, les gains attendus de l'intégration monétaire entre les pays de l'UEMOA et de la CEMAC pourraient être limités.

La théorie des ZMO peut fournir des éléments de réflexion sur les pays de la Zone CFA compte tenu de leurs caractéristiques structurelles. Elle y a été appliquée par certains auteurs. HOFFMAISTER et al. (1998) trouvent que les chocs extérieurs sont une source importante de fluctuations macroéconomiques en Afrique Sub-saharienne et sont plus déterminants pour les pays de la Zone CFA que pour les pays non membres de la Zone CFA à cause de la fixité du change. FIELDING et SHIELDS (2001) ont mis en évidence une forte corrélation entre les chocs d'inflation des pays de la Zone CFA. En ce qui concerne les chocs sur la croissance du PIB, ces auteurs concluent sur l'existence de deux sous-groupes. Puisque les deux sous-groupes ne coïncident pas avec les Unions monétaires existantes, ils ont suggéré qu'il faudrait redessiner les frontières internes de la Zone CFA si les autorités politiques s'intéressent plutôt aux chocs sur la production.

BEN HAMMOUDA et al. (2009) s'interrogent sur l'impact limité de l'intégration régionale sur la convergence des revenus en Afrique (SADC, COMESA, CEDEAO, CEMAC et UEMOA). Selon ces auteurs, le progrès limité de la convergence des revenus est le résultat de la faible performance en matière de croissance. Ils estiment aussi que la convergence des revenus sera atteinte à un équilibre plus faible, car les économies les plus riches parmi les communautés économiques sont aussi les moins performantes et les plus petites. Pour les pays de la CEDEAO, ils montrent qu'il y a une tendance à la convergence des revenus. Cependant, celle-ci résulterait de la contreperformance des pays les plus riches (Côte d'Ivoire, Liberia et Sierra Leone). Dans la CEMAC, s'il y a convergence, le Tchad et le Gabon semblent être le moteur de cette convergence, le premier devenant plus riche et le second plus pauvre. Les auteurs trouvent que la dispersion du revenu par tête des pays de la CEMAC est la plus élevée de tous les regroupements étudiés. En revanche, les pays de l'UEMOA seraient plus compacts en termes de leur taux de croissance et de revenu. Ils estiment qu'il y a une convergence des revenus dans cette région où les pays avec un PIB par tête initial plus faible croissent plus vite que ceux qui avaient un revenu par tête initial plus élevé. Enfin, ces pays connaissent la plus faible dispersion du revenu par tête de tous les regroupements étudiés.

CARMIGNANI (2010) s'interroge sur l'hypothèse d'endogénéité des critères des ZMO dans la CEMAC. Selon lui, s'il y a endogénéité, le degré de synchronisation du cycle des affaires devrait être significativement plus élevé aujourd'hui qu'il y a 40 ans. Ses résultats

montrent que la synchronisation est demeurée faible de 1960 à 2007, mais elle a faiblement augmenté à travers le temps. Selon lui, l'augmentation timide en termes économique et statistique de la synchronisation du cycle des affaires résulte de la faiblesse du commerce intra-régional et de la faible harmonisation macroéconomique. Il estime que le commerce intra-régional a augmenté de 11% de 1980 à 2007 tandis que le commerce international a augmenté de 17% sur la même période. La part du commerce intra-régional dans le commerce international total de la CEMAC a légèrement baissé de 2 à 1,4%. Selon lui, depuis 1997, il n'y a pas eu d'harmonisation rigoureuse des politiques macroéconomiques. Le taux de croissance de la masse monétaire a également connu une dispersion importante selon les pays. Enfin, il considère que les structures de production des pays de la CEMAC ont joué un rôle. Si tous ces pays dépendent des matières premières (5 d'entre eux sont exportateurs de pétrole), la période et l'intensité de l'exploitation pétrolière diffèrent selon les pays. En terme absolu, la structure de production est la même, mais cette homogénéité n'a pas été constante au fil du temps.

La plupart des études sur l'optimalité de la Zone CFA ont privilégié la synchronisation des cycles de production ou la volatilité du taux de change réel bilatéral. Ces démarches présentaient deux problèmes (BENASSY-QUERE & COUPET, 2005).

(1) Elles n'évaluent pas le degré de symétrie des chocs, mais plutôt le degré de leur asymétrie. Une corrélation positive du cycle des affaires entre deux pays pourrait résulter des politiques monétaires contracycliques pour faire face aux chocs asymétriques. De la même manière, une volatilité faible du taux de change réel peut être le résultat d'un accord sur le taux de change plutôt que des chocs symétriques. Pour résoudre ce problème, BAYOUMI et EICHENGREEN (1993) ont proposé une méthodologie VAR basée sur la décomposition des chocs entre chocs d'offre et chocs de demande.

(2) Le second problème est comment agréger les différentes sources d'information (ou variables) relatives à l'optimalité d'une union monétaire. Pour résoudre ce second problème, ARTIS et ZHANG (1997) ont proposé le *cluster analysis* (analyse par regroupements) qui permet de dessiner des groupes de pays par une mesure agrégée de « la distance économique ». Autrement dit, il s'agit d'une méthodologie qui permet de dégager des groupes de pays relativement homogènes compte tenu de la proximité des variables retenues. Le *cluster analysis* a l'avantage de tenir compte des variables qui ne sont pas prises en compte dans les analyses traditionnelles des ZMO. Cette méthodologie a été appliquée à l'Afrique Sub-saharienne par BENASSY-QUERE & COUPET (2005) et par TSANGARIDES & QURESHI (2006).

b. Les résultats obtenus dans le cadre du *cluster analysis*

BENASSY-QUERE et COUPET (2005) ont étudié la « proximité » économique des pays de l'Afrique Sub-saharienne à travers le *cluster analysis* (méthodologie par regroupements). L'échantillon de l'étude comprend 5 pays de la CEMAC²¹⁷, tous les pays de l'UEMOA et 4 pays de la CEDEAO non membres de l'UEMOA (la Gambie, le Ghana, le Nigeria et la Sierra Leone)²¹⁸. Au total, 17 pays africains figurent dans leur échantillon dont la majorité fait partie de la Zone CFA. Les variables retenues sont au nombre de 7 : (1) la corrélation du cycle de la production, (2) le ratio d'ouverture (exportations sur le PIB), (3) la part de l'Union européenne dans les exportations, (4) la part du secteur primaire dans le PIB, (5) la part du principal produit primaire et celle des trois premiers produits primaires exportés dans le total des exportations, (6) la part du pétrole dans les exportations pour affiner la mesure de la spécialisation, (7) le service de la dette dans les exportations.

Les résultats obtenus font apparaître des sous-groupes de pays homogènes.

Groupe 1 : Bénin, Burkina Faso, Mali et Togo : ces pays sont tous membres de l'UEMOA. Ils se caractérisent par une faible dépendance au marché européen et un ratio du service de la dette sur les exportations faible.

Groupe 2 : Côte d'Ivoire, Gambie et Sénégal : ce groupe se caractérise par une relative diversification de la production, une faible part du secteur primaire et du premier produit de base exporté dans les exportations.

Mis à côté le problème de crédibilité, les principales caractéristiques de ces deux groupes, selon les auteurs, font d'eux des bons candidats pour une union monétaire indépendante.

Groupe 3 : Cameroun, Centrafrique et Tchad : ces pays sont tous membres de la CEMAC et sont très dépendants du marché européen.

Groupe 4 : Ghana, Guinée Bissau, Niger et Sierra Leone : ce groupe dépend lourdement des produits primaires et souffre du niveau élevé du service de la dette.

Groupe 5 : Congo, Gabon et Nigeria : ces pays sont exportateurs de pétrole, ils sont très ouverts et dépendent beaucoup d'un seul produit exporté.

Les groupes 3, 4 et 5 ont les caractéristiques des pays qui ont une « peur du flottement ». Ces pays auraient donc une forte incitation à la fixité du taux de change vis-à-vis

²¹⁷ Seule la Guinée Equatoriale n'est pas retenue.

²¹⁸ Un projet d'intégration monétaire (Zone Monétaire de l'Afrique de l'Ouest) est en cours pour les pays non membres de l'UEMOA, exception faite du Cap-Vert, et a pour ambition de mettre en place une monnaie unique.

de l'euro ou du dollar. Ces auteurs arrivent à la conclusion qu'il n'y a pas de coïncidence entre les résultats obtenus dans cette analyse et les Unions monétaires existantes ou en projet. La CEMAC, l'UEMOA et la CEDEAO sont disséminées en 5 groupes différents. Plus frappant, les pays de l'UEMOA et de la CEMAC, qui forment la Zone CFA, n'ont jamais formé de groupe. Les pays de la CEMAC ont une faible diversification (pays exportateurs de pétrole) ou sont très dépendants du marché européen. Les caractéristiques du groupe 4 sont compatibles avec l'arrangement CFA. En revanche, le groupe 5 semble pencher vers une fixité avec le dollar.

TSANGARIDES et QURESHI (2006) ont étudié la faisabilité d'une union monétaire en Afrique de l'Ouest *via* une analyse par regroupements (*cluster analysis*). La période d'étude et les critères retenus diffèrent de ceux de BENASSY-QUERE et COUPET (2005). En revanche, les résultats obtenus y sont proches. Les variables retenues par ces auteurs tiennent compte des critères de convergence. Elles sont au nombre de 7 : (1) la volatilité de la production, (2) la synchronisation des termes de l'échange, (3) la volatilité du taux de change réel (utilisée uniquement pour les pays de la ZMAO), (4) l'intensité du commerce intra-régional, (5) l'inflation, (6) le solde budgétaire, (7) le service de la dette.

Ces auteurs étudient ainsi la faisabilité du projet d'Union monétaire en Afrique de l'Ouest en examinant l'homogénéité des structures économiques des candidats. Trois périodes imbriquées sont retenues (1990-2004, 1995-2004 et 2000-2004). Les résultats obtenus dans l'analyse hiérarchique (*crisp clustering*) sur la période 1995-2004 sont les suivants pour la ZMAO :

Groupe 1 : Gambie, Guinée et Cap Vert.

Groupe 2 : Ghana, Nigeria et Sierra Leone sont des singletons.

Tableau 1 : Résultats pour la CEDEAO

Sur la période 1995-2004 : 6 groupes	Pour la période 2000-2004 : 5 groupes
1. Bénin, Burkina Faso, Mali, Niger et Togo ;	1. Sénégal, Bénin, Burkina Faso, Mali, Niger, Togo ;
2. Côte d'Ivoire, Sénégal, Gambie et Guinée ;	2. Cap vert, Côte d'Ivoire, Gambie, et Guinée ;
3. Ghana, Sierra Leone ;	3. Guinée Bissau et Sierra Leone ;
4. Cap vert, le Nigeria et la Guinée Bissau sont des singletons.	4. le Ghana et le Nigeria sont des singletons.

D'après le résultat obtenu dans la CEDEAO, sauf la Guinée Bissau, tous les pays de l'UEMOA forment un groupe ensemble avec des « distances relativement courtes »²¹⁹. Par contre, les pays de la ZMAO sont non seulement hétérogènes entre eux, mais aussi avec ceux de l'UEMOA (tableau 1).

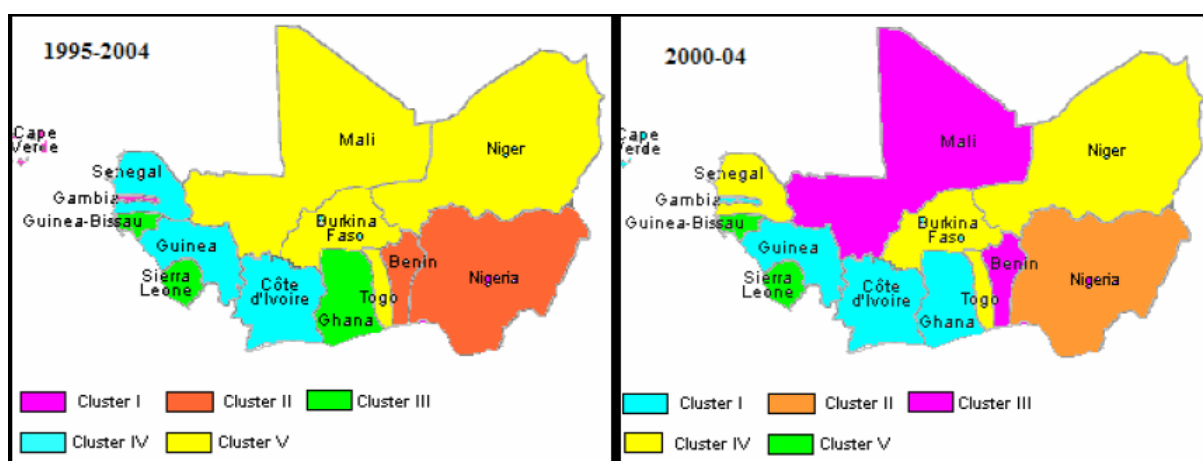
Les résultats obtenus dans l'analyse souple (*fuzzy clustering*) sont plus proches de ceux obtenus dans le regroupement hiérarchique. De ce fait, les auteurs concluent que des hétérogénéités importantes demeurent dans les caractéristiques des pays de la ZMAO. Ces pays diffèrent non seulement en ce qui concerne la production, les chocs sur les termes de l'échange, mais aussi en ce qui concerne les progrès réalisés dans le respect des critères de convergence.

Tableau 2 : Résultats de l'analyse souple pour la ZMAO

Pour la période 1995 et 2004 : 3 groupes	Pour la période 2000 et 2004 : 4 groupes
Groupe 1 : Cap Vert, la Gambie, et la Guinée.	Groupe1 : Cap Vert, la Gambie et la Guinée.
Groupe 2 : le Nigeria.	Groupe 2 : Le Nigeria, le Ghana, la Sierra Leone sont des singletons.
Groupe 3 : le Ghana et la Sierra Leone.	

Pour la CDEAO, de 1995 à 2004 et de 2000 à 2004, les études concluent sur l'existence de 5 groupes.

Graphique 1 : Résultats de l'analyse souple pour la CEDEAO



Source : TSANGARIDES & QURESHI, 2006, p. 24.

²¹⁹ Cette expression est synonyme d'homogénéité puisqu'il s'agit de distance économique entre les pays. Plus la distance est longue, plus significative est l'hétérogénéité entre les pays.

Sur la période 1995-2004, les pays modèles font partie du groupe Burkina Faso, Mali, Niger et Togo. Ces pays ont une bonne corrélation de leur cycle des affaires, un commerce intra-régional relativement élevé, un taux d'inflation et un déficit budgétaire faibles.

TSANGARIDES et QURESHI ont étendu leur analyse à l'Afrique centrale, puis à la Zone euro sur la période 1995-2004. La méthode utilisée est le regroupement souple (*fuzzy clustering*). Les résultats sont les suivants :

Groupe 1 : Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Niger et Sénégal.

Groupe 2 : Le Bénin, le Tchad, le Mali et le Togo.

Groupe 3 : Cameroun et Congo.

Groupe 4 : Cap Vert, Centrafricaine, Gambie et Guinée.

Groupe 5 : Guinée équatoriale, Gabon et Nigeria.

Groupe 6 : Ghana, Guinée Bissau et Sierra Leone.

Au regard de ces résultats, deux observations intéressantes peuvent être faites. Premièrement, les pays de la CEMAC et de l'UEMOA, malgré leur appartenance à la Zone CFA, ne forment pas de groupe ensemble. Les pays de l'UEMOA forment leur propre groupe et semblent avoir des homogénéités importantes. Deuxièmement, la majorité des pays de la ZMAO forment des groupes avec les pays de la CEMAC, y compris le Nigeria. Ces résultats sont proches de ceux de BENASSY-QUERE et COUPET (2005).

Pour les pays de la Zone euro, les résultats obtenus font apparaître deux groupes.

Groupe 1 : L'Autriche, la Belgique, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Portugal et l'Espagne ;

Groupe 2 : la Finlande, la Grèce, l'Irlande et les Pays Bas.

D'après ces résultats, la Zone euro se subdivise en un noyau dur (groupe 1) et une périphérie (groupe 2). Le noyau dur est composé de pays qui sont plus homogènes par rapport à la périphérie. Contrairement aux résultats obtenus dans la ZMAO et dans la CEDEAO, les résultats de la Zone euro font apparaître un petit nombre de groupes et une grande similarité entre les pays.

Au final, cette étude souligne les hétérogénéités importantes qui caractérisent les Unions monétaires de la Zone CFA et le projet de ZMAO. Dans l'état actuel des choses, la formation d'une union monétaire au niveau de la CEDEAO pourrait engendrer plus de coûts que de bénéfices. De tous les groupes étudiés, les pays de la ZMAO sont les plus hétérogènes et ont peu de choses en commun avec les pays de l'UEMOA qui sont relativement plus homogènes. Quand l'Afrique de l'Ouest et l'Afrique Centrale sont examinées ensemble, des hétérogénéités non négligeables apparaissent, y compris à l'intérieur de la Zone CFA, et une homogénéité entre les pays de la CEMAC et ceux de la ZMAO. Cependant, l'étude montre

l'existence des sous-groupes homogènes. L'idéal serait d'envisager des unions monétaires entre les pays qui constituent ces sous-groupes.

L'interprétation des résultats obtenus dans ces études doit être faite avec beaucoup de précautions. En fait, il est difficile d'évaluer l'ensemble des coûts et des bénéfices associés à une union monétaire, car cela concerne aussi l'engagement politique (l'homogénéité des préférences), la crédibilité et surtout l'endogénéité. Une telle analyse a le mérite de prévenir sur les éventuels coûts d'une union monétaire compte tenu des hétérogénéités structurelles. Celles-ci impliquent que la Banque centrale tienne compte des effets différenciés de sa politique monétaire sur les pays appartenant à l'union monétaire. Les hétérogénéités supposent aussi qu'une attention particulière soit accordée au choix du régime de change et de la monnaie d'ancrage. Ces aspects sont tout aussi importants puisque les pays de la Zone CFA évoluent non seulement dans des unions monétaires, mais également dans un environnement de fixité du change. En effet, au-delà de la difficulté d'adaptation de la politique monétaire, l'hétérogénéité des pays d'une union monétaire génère des coûts découlant de la politique de change et du choix de la monnaie d'ancrage. Les caractéristiques révélées par ces différentes études mettent en évidence des sous-groupes de pays relativement homogènes et susceptibles d'évoluer dans des unions monétaires avec des coûts limités. Ceux-ci seront aussi appelés à choisir un régime de change. S'ils optent pour la fixité, ils doivent enfin se mettre d'accord sur une monnaie d'ancrage plus cohérente avec leur structure économique.

Ces études insistent davantage sur la question de l'optimalité nécessaire à la viabilité des regroupements monétaires. Elles évoquent moins les choix du régime de change et de la monnaie d'ancrage. Ceux-ci apparaissent, de ce fait, comme une résultante de l'homogénéité des structures qui permettrait à un certain nombre de sous-groupes de pays de fixer leur taux de change sur une devise étrangère (BENASSY-QUERE & COUPET, 2005). La question de l'optimalité du régime de change et de la monnaie d'ancrage de la Zone CFA n'est pas systématiquement évoquée. En plus, certains des critères qui sous-tendent ces choix ne sont pas pris en compte dans ces études. La section suivante vise à mettre en évidence les enjeux liés à cette question. Il s'agit d'abord de comprendre le choix de la fixité du régime de change et, ensuite, le choix cohérent de la monnaie d'ancrage compte tenu des caractéristiques structurelles.

Section 2 : Le choix du régime de change et de la monnaie d'ancrage

Les travaux effectués sur les régimes de change s'intéressent à leurs avantages et inconvénients en fonction des caractéristiques des économies. Un quasi-consensus s'est dégagé en faveur des régimes extrêmes, en raison de leur « résistance » face aux crises financières. Il s'agit ici de revenir sur les arguments qui justifient le choix de la fixité du franc CFA à l'euro et de voir si ce choix n'est pas de nature à engendrer des coûts pour la Zone CFA (A). Il convient aussi de voir si, au-delà de la fixité du change, le choix de la monnaie d'ancrage n'est pas la question la plus pertinente (B). Enfin, l'accent sera mis sur l'euro en tant que monnaie d'ancrage du franc CFA (C).

A. La recherche de la crédibilité justifie-t-elle *a posteriori* la fixité du change du franc CFA ?

La création de la Zone CFA et le lien fixe qui lie le franc CFA au franc français (aujourd'hui l'euro) datent d'une période qui a précédé le débat sur la crédibilité de la politique monétaire. La recherche de la crédibilité n'est *a priori* pas la première raison du choix de la fixité. Cependant, elle a souvent été mise en avant pour justifier le lien fixe entre le franc CFA et l'euro. Le développement de la littérature sur la crédibilité s'est fait dans le sillage des confrontations théoriques concernant le rôle et la nature de la monnaie²²⁰. L'incohérence temporelle de la politique monétaire remet en cause la crédibilité des autorités publiques. Tout l'objet de la politique monétaire est de construire cette crédibilité afin de stabiliser les anticipations inflationnistes. L'une des manières de parvenir à cet objectif est de fixer le taux de change sur la monnaie d'un pays dont la politique monétaire est considérée comme crédible par les agents économiques. Cela permet « d'importer » la crédibilité de la politique monétaire du pays de la monnaie de réserve. Le ciblage du taux de change a, en outre, l'avantage d'être une règle simple et facilement identifiable par les agents économiques.

Pour illustrer ce phénomène, soient deux Zones : la Zone CFA et la Zone euro. Il est supposé que la politique monétaire est moins inflationniste et, donc, plus crédible dans la Zone euro que dans la Zone CFA. D'après la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, sous l'hypothèse de la nullité des coûts des transports, la variation du taux de change compense

²²⁰ Voir le chapitre 3.

l'écart d'inflation entre les deux Zones. Le niveau des prix dans les deux Zones devrait donc obéir à la loi du prix unique.

Au départ, le niveau de l'inflation est supérieur dans la Zone CFA que dans la Zone euro. Cela devrait se traduire par une dépréciation du franc CFA vis-à-vis de l'euro jusqu'à ce que le prix des biens obéisse à la loi du prix unique, c'est-à-dire que le niveau du taux de change reflète uniquement l'écart d'inflation entre les deux Zones. Or, ce mécanisme dépend aussi de la nature des politiques économiques en œuvre dans la Zone CFA. Puisque les politiques économiques dans la Zone CFA sont supposées être plus inflationnistes, il en résultera des anticipations d'inflation élevées. Les autorités de la Zone CFA pourraient atteindre un équilibre d'inflation plus faible si elles parvenaient à convaincre les agents privés sur leur détermination à combattre l'inflation.

L'une des possibilités est de fixer le taux de change du franc CFA à l'euro (cas d'une zone monétaire). Dans ce cas, la Zone CFA annonce la fixation de son taux de change à l'euro, ce qui revient, compte tenu de la théorie de la PPA, à aligner le taux d'inflation de la Zone CFA sur celui de la Zone euro. Il apparaît un gain en bien-être. En dépit de cette amélioration, la question se pose sur la crédibilité d'une telle stratégie. En fait, les autorités de la Zone CFA peuvent être incitées à générer de l'inflation surprise (une dévaluation). Si les agents anticipent cette incitation à tricher, il apparaît que la seule fixation du taux de change ne résout pas complètement le problème de l'incohérence temporelle. Une autre possibilité consiste pour la Zone CFA à former une union monétaire avec la Zone euro (symétrique ou asymétrique). Dans tous les cas, la Zone CFA renoncera à la souveraineté de sa politique monétaire.

Cette démonstration privilégie les vertus de la fixité du change des pays en développement vis-à-vis des principales devises. Le débat sur les solutions en coin va quasiment dans le même sens. Ce débat souligne avec force la fragilité des régimes de change intermédiaires qui ne seraient pas crédibles aux yeux des agents économiques. Dans le contexte de globalisation financière (triangle des incompatibilités de MUNDELL), il serait difficile de maintenir tout autre régime que les régimes de change extrêmes (fixes ou flexibles). A ce propos, MASSON et PATILLO (2005) soulignent que la question majeure concerne le choix entre une ancre nominale domestique et une forme de ciblage du taux de change. Selon ces auteurs, le ciblage du taux de change est transparent (surtout la fixation du taux de change à une monnaie unique) et sa mise en œuvre ne requiert pas un système financier sophistiqué, la Banque centrale faisant l'essentiel du marché des changes dans les pays africains. Ces auteurs s'intéressent aussi au choix de la monnaie d'ancrage. L'euro

constitue pour eux une option attirante, compte tenu de son importance dans les transactions internationales et la portée du commerce de l'Afrique avec la Zone euro. L'élargissement de la Zone euro pourrait aussi encourager ce choix.

Cependant, une telle démonstration présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la nécessité de stabilisation conjoncturelle. Les fluctuations des termes de l'échange sont sources de chocs pour des pays dépendants des exportations des matières premières. En fait, le coût de l'union monétaire est élevé si les chocs sur les termes de l'échange ne sont pas corrélés, les pays n'ayant plus la possibilité d'utiliser le taux de change comme instrument d'ajustement. Symétriquement, l'abandon de la politique monétaire est moins coûteux pour un pays qui a une variation faible du taux de change par rapport aux autres pays de l'union monétaire et plus coûteux dans le cas contraire.

En plus, une telle démonstration n'évoque pas la question de l'adaptation de la politique monétaire du pays de la monnaie de réserve au pays de la monnaie ancrée. La viabilité d'un ancrage à une devise étrangère dépend aussi de l'ampleur de la baisse des coûts de transaction d'un tel choix. La fixité à une seule monnaie permet de stabiliser le taux de change avec la monnaie de réserve et les autres monnaies ayant une parité fixe avec celle-ci. Cependant, le taux de change est instable vis-à-vis de toutes les monnaies qui fluctuent autour de la monnaie de réserve. En revanche, l'indexation d'une monnaie à un panier de devises vise à stabiliser le taux de change effectif nominal (la moyenne des taux de change bilatéraux). Dans ce cas, il subsiste une variabilité des cours bilatéraux. La Banque mondiale a souligné les effets négatifs de la surévaluation du taux de change de plusieurs monnaies africaines (BANQUE MONDIALE, 1981).

Au final, si, d'un côté, la fixité du change permettrait de stabiliser les anticipations inflationnistes, de l'autre, elle pourrait se traduire par une rigidité susceptible de compromettre l'ajustement macroéconomique en cas de chocs asymétriques. Les différences structurelles conditionnent aussi le choix optimal de la monnaie d'ancrage. D'où la nécessité de revenir sur la théorie de la monnaie d'ancrage optimale. Celle-ci tente de cerner les motivations des pays à choisir une monnaie d'ancrage plutôt qu'une autre. Il s'agit de présenter cette théorie et de la confronter à la situation de la Zone CFA.

B. Le choix de la monnaie d'ancrage en question

Ce point se propose de décrire les enjeux liés au choix de la monnaie d'ancrage pour un pays donné. Ces enjeux semblent être tout aussi importants que la décision d'intégrer une

union monétaire, car il s'agit des questions qui renvoient à la problématique de l'ajustement macroéconomique.

a. Les coûts d'un ancrage inapproprié

Soient deux pays A et B appartenant à une union monétaire qui a opté pour la fixité du change de la monnaie unique. L'hypothèse est faite que cette union monétaire comprend, à son tour, un « noyau dur », c'est-à-dire un ensemble de pays ayant des structures économiques homogènes et respectant les critères de la théorie des ZMO. Si le pays A (le pays hétérogène) a des caractéristiques différentes des pays du noyau dur (pour simplifier, le pays B), les autorités monétaires pourraient se retrouver dans un dilemme important, consistant à adapter la politique monétaire et la politique de change aux réalités fort divergentes des deux pays. Elles auront tendance à privilégier les pays membres du noyau dur. Dans ce cas, les pays non membres du noyau dur pourraient payer les tributs d'une politique monétaire (ou d'une politique de change) inadéquate. En l'absence d'un système de transfert fiscal, les pays hétérogènes pourraient tout simplement payer cher leur appartenance à l'union monétaire ou sortir de l'union monétaire. Il s'agit là de la thèse de la théorie des ZMO.

Dans l'hypothèse où l'union monétaire adopte un système de change fixe et que le choix de la monnaie d'ancrage soit cohérent avec la structure économique des pays du noyau dur (pays B). Dans ce cas, la situation du pays A est exacerbé par ce choix. En plus du coût de son exposition défavorable à la politique monétaire, le pays A sera amené à payer le coût du choix incohérent de la monnaie d'ancrage vis-à-vis de sa structure économique. Dans ce cas, il y a une double contrainte d'ajustement pour le pays A. Une première contrainte est liée à l'hétérogénéité de sa structure économique et une deuxième contrainte s'explique par le choix incohérent de la monnaie d'ancrage. A moins qu'il existe d'autres variables d'ajustement, par exemple un système de transfert budgétaire, ce pays n'a aucune raison de rester dans cette union dans la mesure où les coûts potentiels de son appartenance pourraient être plus élevés que les bénéfices correspondants. Dans l'optique où une telle situation est appelée à perdurer, c'est la question même du développement économique qui est compromise. Cela correspond au Cas 1.

Cas 1 :

Pays A (hétérogène)	Pays B (homogène)
Pays A (incohérent)	Pays B (cohérent)

Dans le tableau, l'hétérogénéité du pays fait référence à l'inadaptation de la politique monétaire de la Banque centrale à sa structure économique. Cette politique monétaire convient parfaitement au pays homogène. La cohérence fait référence au choix de la monnaie d'ancrage par rapport aux caractéristiques du pays. Il est possible de faire la même expérience avec une union monétaire avec flexibilité à l'extérieur, car la politique monétaire peut avoir les mêmes difficultés d'adaptation aux situations différentes. Le niveau du taux de change vis-à-vis des devises étrangères peut être plus ou moins adapté à la structure économique des pays membres d'une union monétaire. La lecture par ligne du tableau fait ressortir la situation globale de l'union monétaire en terme d'optimalité au sens de la théorie des ZMO (1^{ère} ligne) ou en terme d'optimalité au sens de la théorie du choix de la monnaie d'ancrage optimale (2^{ème} ligne). La lecture par colonne du tableau fait référence aux caractéristiques intrinsèques de chaque pays eu égard aux deux théories par rapport à l'ensemble de l'union monétaire

Dans l'hypothèse où la politique monétaire reste toujours favorable au noyau dur (pays B) et que le choix de la monnaie d'ancrage soit plutôt adapté au pays hétérogène (pays A), il pourrait y avoir une sorte de compensation entre les effets défavorables des premières et les effets favorables des seconds. L'effet final pour le pays A et le pays B dépendra de l'ampleur de la confrontation des effets positifs et des effets négatifs de chaque situation. Le cas 2 correspond à cette situation.

Cas 2 :

Pays A (hétérogène)	Pays B (homogène)
Pays A (cohérent)	Pays B (incohérent)

Dans le meilleur des mondes, un troisième cas peut être mis en évidence où des pays homogènes évoluent avec un choix cohérent de monnaie d'ancrage, puis un 4^{ème} cas qui correspond à la pire des situations où des pays hétérogènes choisiront une monnaie d'ancrage incohérente. Une telle union monétaire est appelée à disparaître. Pour approfondir l'analyse du choix de la monnaie d'ancrage, il convient de mettre en évidence les critères pouvant justifier ce choix.

b. Comment faire le choix approprié d'une monnaie d'ancrage ?

Une pléthore d'études a été faite sur les déterminants du choix entre les régimes de change fixe et les régimes de change flexible et sur l'optimalité des unions monétaires. En

revanche, les études réalisées sur les motivations des pays à choisir une monnaie d'ancrage parmi d'autres sont rares. MEISSNER et OOMES (2009) abordent cette question en s'interrogeant sur les déterminants de ce choix. L'idée sous-jacente de ce modèle sera présentée (1), puis le corpus théorique (2).

1. L'idée sous-jacente

L'évolution des choix de la monnaie d'ancrage ces 50 dernières années laissent entrevoir une certaine convergence vers une demi-douzaine de monnaies avec une préférence plus marquée pour le mark (aujourd'hui l'euro). Selon MEISSNER et OOMES, la popularité de l'euro comme monnaie d'ancrage pourrait augmenter tandis que celle du dollar pourrait baisser. Le facteur clé qui explique ces faits, à leurs yeux, est l'existence des « externalités de réseau liées au commerce » (*trade network externalities*), autrement dit le choix d'ancrage, pas seulement du plus grand partenaire commercial, mais de l'ensemble des partenaires commerciaux sont au cœur de ce choix. Ces externalités de réseau augmentent, car les bénéfices issus de l'utilisation d'une monnaie d'ancrage particulière augmentent avec l'ampleur du commerce avec les pays utilisant la même monnaie d'ancrage. Si une monnaie d'ancrage devient populaire, l'utilisation des autres monnaies devient moins avantageuse. Ce phénomène entraîne un « effet boule de neige ». Puisque les externalités de réseau sont déterminantes dans le choix de la monnaie d'ancrage, le choix d'ancrage d'un pays donné dépend de celui de ses partenaires commerciaux. Dans ce contexte, le choix d'un petit nombre de pays peut avoir des effets importants sur le système monétaire international. Les conditions idiosyncratiques prévalant dans un pays peuvent donc parfois être ignorées dans le choix de la monnaie d'ancrage. De ce fait, un groupe de pays pourrait s'enfermer dans l'utilisation d'une monnaie d'ancrage et rester avec cette monnaie jusqu'à ce qu'il devient optimal pour une partie du groupe d'utiliser collectivement une autre monnaie d'ancrage à la place (ou opter pour un régime de change flexible). A travers cette idée, ces auteurs démontrent, d'abord, comment les externalités de réseau entraînent une multiplicité d'équilibres (états stables), ensuite, comment la multiplicité d'équilibres conduit à une dépendance de sentier et, enfin, comment la dépendance de sentier se traduit par la possibilité de défaut de coordination. A côté des externalités de réseau, d'autres facteurs (la synchronisation des cycles de production, la monnaie de facturation de la dette, la détention des dépôts en devises étrangères, les liens juridiques et coloniaux) jouent un rôle important.

Cette idée est formalisée dans un modèle appelé la théorie de la monnaie d’ancrage optimale. De même que la théorie des ZMO, celle-ci met en avant la réduction potentielle des coûts de transaction comme un critère qui détermine le choix de la monnaie d’ancrage. Il serait optimal pour un pays d’adopter une monnaie donnée comme monnaie d’ancrage si, toutes choses égales par ailleurs, les coûts de transaction résultant de l’utilisation de cette monnaie sont moins importants que ceux résultant de l’utilisation d’autres monnaies. Ces coûts de transaction incluent les coûts générés par l’échange des monnaies (l’écart entre cours acheteur et cours vendeur), les coûts associés à la perte du commerce résultant des incertitudes liées au taux de change et les coûts associés à la couverture du risque de change. Dans la mesure où les coûts de transaction sont supposés augmenter avec la volatilité du taux de change, il est donc optimal pour un pays de fixer son taux de change sur une monnaie d’ancrage qui devrait permettre de minimiser la somme des volatilités du taux de change bilatéral, pondérée par l’importance de chaque partenaire commercial²²¹. Les coûts de transaction associés à l’échange des monnaies (*bid-ask spread*) sont nuls seulement dans le cas des unions monétaires où la monnaie d’ancrage est la monnaie libératoire. Pour toutes les autres formes de fixité, les coûts liés à l’échange des monnaies sont croissants avec la volatilité du taux de change.

2. Le corpus théorique²²²

L’analyse de MEISSNER et OOMES peut être illustrée par un modèle à deux ou à plusieurs monnaies. Soit un monde à deux pays : i et j . Chaque pays a le choix de fixer sa monnaie sur deux monnaies : le dollar et l’euro. L’issue du jeu (U_i, U_j) associée au choix de chaque monnaie d’ancrage est donnée dans le tableau suivant. Les gains sont une fonction négative des coûts de transaction.

²²¹ “Extending that OCA theory to the « optimum anchor choice » (OAC), we argue that a country chooses to peg to a given anchor currency (conditional on the choice to peg) so as to minimize the transaction costs associated with pegging to this currency. Moreover, since transaction costs increase with exchange rate volatility, an equivalent way of putting this is that it is “optimal” for a country to adopt the anchor currency that minimizes the sum of bilateral exchange rate volatilities, weighted by the importance of each trade partner” (MEISSNER & OOMES, 2006, p.6).

²²² Il s’agit d’une présentation simplifiée à partir de différentes versions de l’article de MEISSNER & OOMES (2006 ; 2008 ; 2009).

Matrice des gains N°1

	Ai = \$	Aj = €
Ai = \$	1,1	0,0
Aj = €	0,0	1,1

Si les deux pays choisissent une monnaie différente, ils feront face à des coûts de transaction qui dépendent de la volatilité du taux de change bilatéral entre l'euro et le dollar. Le gain associé à cette volatilité est égale à zéro. S'ils choisissent d'adopter la même monnaie d'ancrage, ils seront en mesure de réduire cette volatilité du taux de change bilatéral et, donc, les coûts de transaction. La stratégie optimale, ou la meilleure réponse pour le pays i est donc $A_i = A_j$ et la meilleure réponse pour le pays j est $A_j = A_i$. Cela implique deux équilibres de Nash en stratégies pures : le premier équilibre consiste à l'utilisation du dollar par les deux pays comme monnaie d'ancrage et le second équilibre est l'utilisation de l'euro par les deux pays comme monnaie d'ancrage.

Si chaque pays fait face à plusieurs partenaires commerciaux, la part de chaque partenaire dans le total du commerce est donnée par : $t_{ij} = T_{ij}/T_i$, avec T_{ij} le montant total du commerce entre le pays i et le pays j et T_i le montant total du commerce entre le pays i et le reste du monde. Pour simplifier, MEISSNER et OOMES supposent que toute volatilité positive du taux de change donne un gain nul et que toute volatilité nulle du taux de change procure un gain égal à $1/J$ où J est le nombre de partenaires commerciaux. Cela implique que le gain du pays i en adoptant une monnaie d'ancrage donnée augmente avec le nombre de pays qui adopte la même monnaie d'ancrage. Par conséquent, le gain de i est maximisé (égal à 1) si tous ses partenaires commerciaux adoptent la même monnaie d'ancrage que lui.

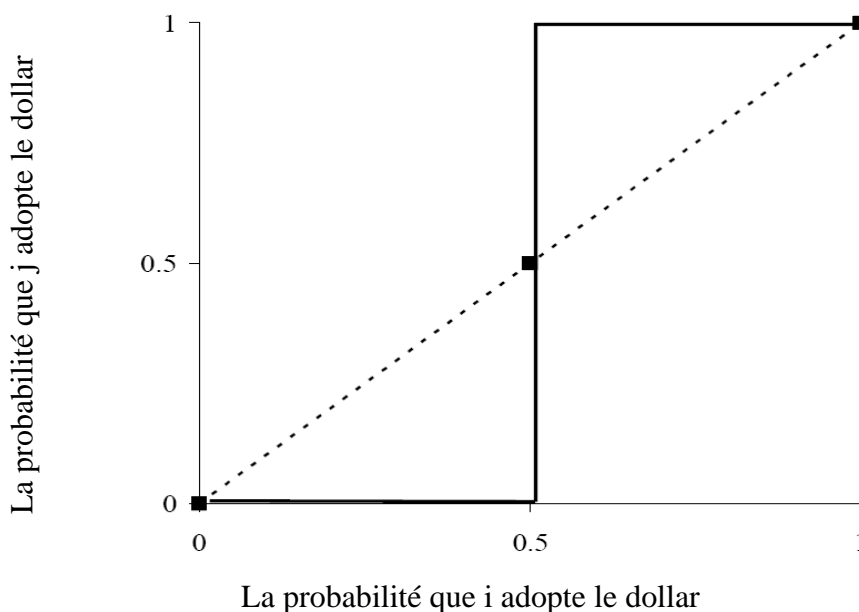
Au final, l'issue du jeu pour le pays i, associée à l'utilisation de la monnaie A, est simplement la moyenne pondérée (pondérée par les parts du commerce) du nombre des partenaires commerciaux qui utilise la même monnaie d'ancrage.

Les résultats du modèle sont de deux ordres selon que les facteurs idiosyncratiques soient ou non pris en compte. Dans le modèle « déterministe », c'est-à-dire sans aucun choc idiosyncratique, la meilleure réponse pour le pays i pourrait être écrite de la façon suivante :

$$\begin{cases} = 0 & \text{si } P_j(\$) < 0,5 \\ \in [0,1] & \text{si } P_j(\$) = 0,5 \\ = 1 & \text{si } P_j(\$) > 0,5 \end{cases}$$

Si tous les pays, sauf i , ont fixé sur le dollar, la meilleure réponse de i est de fixer sur le dollar, c'est-à-dire que $p(\$) = 1$ est un équilibre de Nash. De la même manière, si tous les partenaires commerciaux de i ont fixé sur l'euro, la meilleure réponse de i est de fixer sur l'euro de sorte que $p(\$) = 0$ est un équilibre de Nash. Enfin, si tous les pays choisissent au hasard de fixer sur le dollar ou sur l'euro, la part attendue du bloc dollar est de 50% indépendamment du choix des partenaires commerciaux. Idem pour le bloc euro. Par conséquent, la meilleure réponse de i est de fixer aléatoirement sur le dollar ou sur l'euro. Dans ce cas, $p(\$) = 0,5$ est un équilibre de Nash.

Graphique 2 : Représentation graphique des équilibres



Le second cas prend en compte les préférences idiosyncratiques ϵ_i (A_i) :

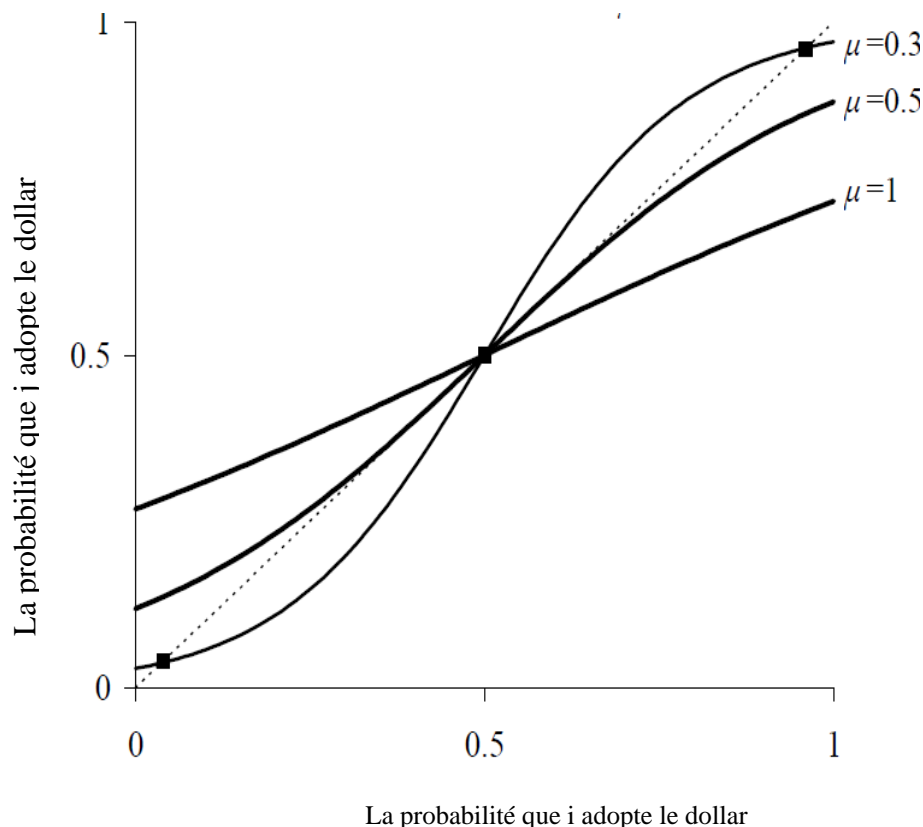
$$U_i(\$) = p_j(\$) + \mu \epsilon_i(\$)$$

$$U_i(\text{€}) = p_j(\text{€}) + \mu \epsilon_i(\text{€}),$$

Les meilleures réponses, fonctions et équilibres du modèle stochastique sont représentées dans le graphique suivant pour différentes valeurs de μ . Quand μ est relativement petit, les facteurs idiosyncratiques ne sont pas importants et donc le modèle se rapproche du modèle déterministe où les externalités de réseau sont les seuls déterminants du choix de la monnaie d'ancrage et génère trois équilibres symétriques. Cependant, quand μ est grand, les

facteurs idiosyncratiques commencent à jouer un rôle important, c'est-à-dire que les externalités de réseau et donc les équilibres multiples disparaissent.

Graphique 3 : L'impact des facteurs idiosyncratiques



En outre, l'existence des externalités de réseau dans le choix de la monnaie d'ancrage implique la possibilité de défaut du marché (ou de défaut de coordination).

Soient les tableaux suivants :

Matrice des gains N°2

	A _j = \$	A _j = €
A _i = \$	3,1	2,0.5
A _i = €	0,0	1,1.5

Source : MEISSNER & OOMES, 2006.

La matrice des gains N°2 suppose que choisir le dollar pour le pays i est indépendant du choix de l'ancrage du partenaire commercial et ses gains sont assez importants au point que le pays i préférera toujours fixer sur le dollar. Fixer sur le dollar est une stratégie dominante pour le pays i. En revanche, le pays j profite d'une fixité spécifique à l'euro. Mais

les gains de cette spécificité ne sont pas si importants pour contrebalancer les externalités de réseau du bloc dollar. L'unique équilibre de Nash pour les deux pays est de fixer sur le dollar, même si le pays j a intérêt à ce que les deux pays fixent sur l'euro.

Matrice des gains N°3

	Aj = \$	Aj = €
Ai = \$	1,1	0,0.5
Ai = €	0.5,0	1.5,1.5

Source : MEISSNER & OOMES (2006).

Dans cette dernière matrice, les gains issus du choix du dollar pour le pays i ont disparu. Les deux pays pourraient maximiser leurs gains en adoptant l'euro comme monnaie d'ancrage. Cependant, en absence de toute coordination et de toute communication entre les deux pays, le pays i pourra continuer à fixer sur le dollar parce que le pays j fait ainsi et le pays j adopte également la même stratégie parce que le pays i agit ainsi. Il y a donc deux équilibres de Nash, mais l'équilibre associé au choix du dollar relève de la *dépendance de sentier*. La dépendance de sentier procède d'un défaut de coordination dans le sens où les deux pays pourraient être mieux s'ils décidaient simultanément de changer de choix en adoptant l'euro à la place du dollar.

C. Analyse de l'euro comme monnaie d'ancrage du franc CFA

Durant la période coloniale, la France occupait une place dominante dans le commerce des pays membres de la Zone franc. A la différence d'aujourd'hui, le commerce au sein de l'empire était régi selon des règles spécifiques. Les pays colonisés devaient privilégier les échanges avec la métropole. Dans ce contexte, le commerce avec la France avoisinait les 2/3 ou les 3/4 du commerce extérieur des colonies. Cette tendance a été plus ou moins contrariée surtout pendant les périodes de turbulence, lors des deux guerres mondiales.

La question du choix de la monnaie d'ancrage ne se posait pas, car l'intégration économique et monétaire des colonies était un objectif explicitement recherché par les colonisateurs. Ainsi, de 1939 à 1949, les importations françaises, hormis la période de la guerre, ont représenté largement plus de la moitié des importations des pays de l'AOF (de 16,3 à 69,2% pour le Togo) et entre 45% et 64,2% pour les pays de l'AEF (de 30,6 à 72,7% pour le Cameroun).

Tableau 3 : Part de la France dans les importations des pays d’Outre-mer (en valeur)

	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947	1948	1949
AOF	64,4	63,2	45,6	73,7	13,0	0,4	22,9	34,6	51,2	59,9	68,7
Togo	16,3	18,9	42,4	50,0	13,0	0,4	18,0	28,6	53,7	60,5	69,2
Cameroun	30,6	26,2	2,7	1,2	11,1		5,5	16,2	47,4	67,0	72,7
AEF	44,8	32,7	1,5	1,1	1,1	0,3	4,2	16,5	53,1	57,6	64,2
Madagascar	75,0	69,9	40,0	22,8	0,1	-	10,8	30,6	59,2	66,0	74,4
Réunion	50,6	39,0	18,7	1,5	2,3	-	3,6	18,2	38,8	45,2	60,2
Somalie	53,8	28,6	4,6	-	-	-	6,4	13,0	20,6	21,3	19,5
Nouvelle-Calédonie	36,6	26,8	1,4	-	-	-	-	7,7	19,1	31,5	38,3
Océanie	34,6	24,5						11,0	15,5	21,6	32,1
Indochine	55,6	37,7	14,7	1,0	-	-	-	37,4	56,9	62,7	72,6

Source : BLOCH-LAINE, 1956.

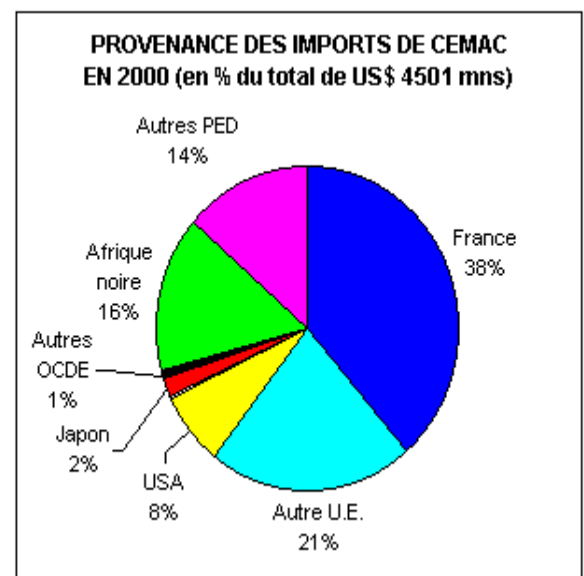
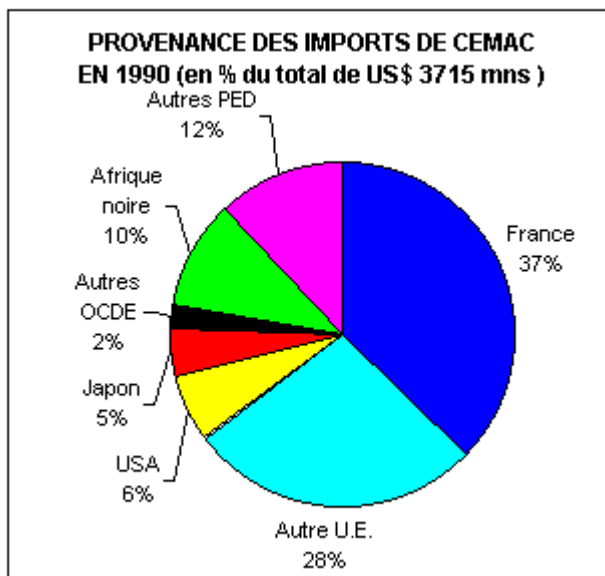
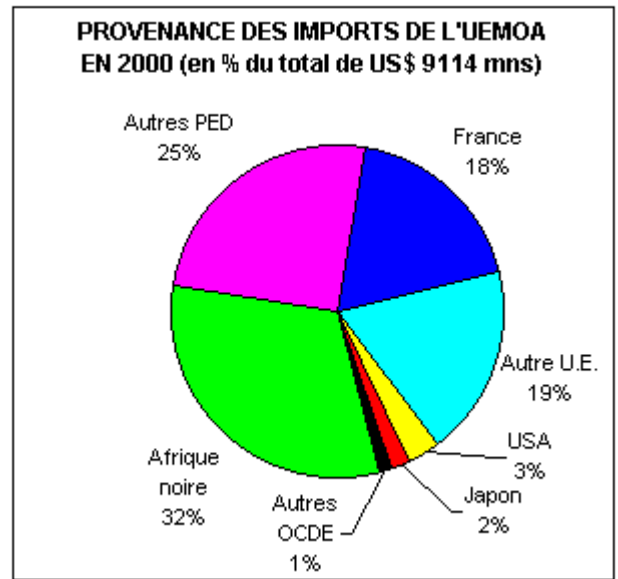
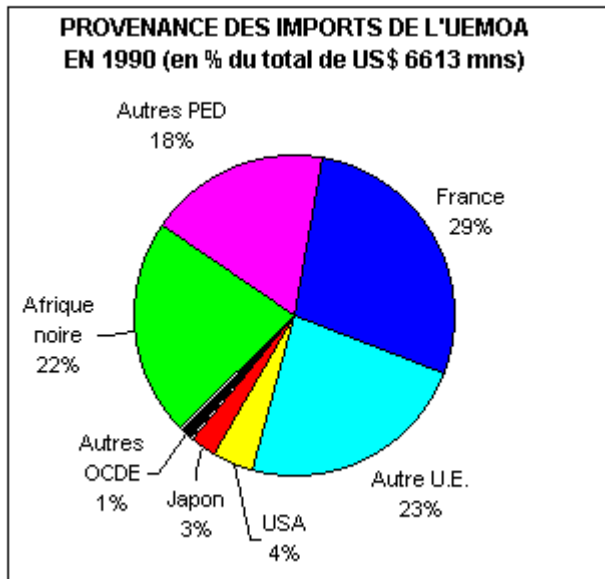
Tableau 4 : Part de la France dans les exportations des pays d’Outre-mer (en valeur)

	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947	1948	1949
AOF	85,3	84,3	78,8	74,5	-	5,3	56,0	62,9	73,2	74,8	78,5
Togo	73,0	87,5	84,8	82,7	-		63,2	67,3	62,6	82,8	79,0
Cameroun	63,4	66,8	-	-	-	15,3	66,1	54,1	67,8	75,2	77,2
AEF	74,3	55,0	-	-	-	9,6	47,2	82,5	71,8	84,2	76,0
Madagascar	76,2	76,6	71,8	28,0	-	1	52,6	58,0	72,0	70,4	80,1
Réunion	89,8	88,9	76,2	20,0	-	-	49,7	66,5	35,6	32,1	58,8
Somalie	12,7	8,5	-	-	-	-	-	3	5,2	6,8	2,9
Nouvelle-Calédonie	58,3	39,1	-	-	-	-	18,4	74,5	69,0	60,6	65,5
Océanie	62,5	25,0	-	-	-	-	-	40,5	48,6	70,5	54,7
Indochine	32,3	17,0	5,6	-	-	-	-	51,0	46,1	43,7	49,2

Source : BLOCH-LAINE, 1956.

Au niveau des exportations, les proportions sont encore plus importantes. Le choix de la monnaie d’ancrage découlait donc des choix de la puissance coloniale. Dans les pays appartenant à la Zone CFA d’aujourd’hui, circulaient selon les périodes soit le franc français, soit les francs coloniaux. Dans le premier cas, la monnaie d’ancrage est la monnaie libératoire. L’intégration monétaire des colonies est un fait politique et économique voulu par la puissance coloniale. Dans le second cas, la différence des signes monétaires impliquait une monnaie d’ancrage, mais l’intégration internationale des colonies se faisant par l’intermédiaire de la convertibilité entre leur monnaie et celle des puissances coloniales. Cependant, même avec des signes monétaires différents, la monnaie de la colonie était considérée comme identique à celle du colonisateur, mais représentée par des « vignettes différentes » (BLOCH-LAINE, 1956). Les questions posées se limitaient au niveau du taux de change entre les francs coloniaux et le franc métropolitain. La domination de la France dans le commerce extérieur des pays de la Zone franc a perduré jusqu’à la période des indépendances. Après les indépendances, la part de la France dans le commerce de ces pays a progressivement baissé.

Graphique 4 : Structure du commerce des pays de la Zone CFA



Source : www.izf.fr

En ce qui concerne l'UEMOA, cette baisse a commencé plutôt. En 1990, la France reste le premier exportateur vers les pays de l'UEMOA avec 29%, suivie de l'Union européenne, soit 23% et de l'Afrique noire avec 22%. En 2000, la part de la France ne représente plus que 18% dans les importations de l'UEMOA, derrière l'Afrique noire, 32%, et les autres pays en développement qui représentent désormais 25% des importations de l'UEMOA. Pour la CEMAC, l'érosion de la part de la France est relativement plus lente. En 1990, celle-ci était

encore son premier partenaire commercial avec 37% des importations, devant l'Union européenne (28%) et les autres pays en développement (12%). En 2000, la part de la France a augmenté légèrement (38%), 21% pour l'Union européenne, 16% pour l'Afrique noire. La part de l'Union européenne, y compris celle de la France, passe de 65% à 59% entre 1990 et 2000. La CEMAC reste donc dépendante des importations vis-à-vis de l'Europe. Du point de vue du commerce extérieur, compte tenu de l'importance de la France et de l'Union européenne, le choix de l'euro pour la CEMAC était justifié.

La question de l'importance de la France dans le commerce extérieur des pays de la Zone CFA est devenue caduque avec le passage à l'euro à partir de 1999. La prise en compte de la part de la Zone euro dans le commerce extérieur de la Zone CFA est mieux à même de donner une indication sur la pertinence du choix de l'euro comme monnaie d'ancrage du franc CFA. Les statistiques disponibles mettent souvent ensemble la totalité du commerce entre l'Union européenne et la Zone CFA ou avec chacune des deux entités de la Zone CFA (UEMOA ou CEMAC). Cette méthode permet d'avoir une idée des liens commerciaux, mais peut être trompeuse. En effet, l'Union européenne comprend non seulement les pays candidats à la monnaie unique, mais aussi des pays qui sont demeurés sceptiques quant à l'adoption de l'euro comme monnaie nationale, autrement dit, des pays non membres de la Zone euro. De ce fait, la prise en compte du commerce d'un pays comme le Royaume-Uni dans le commerce total de l'Union européenne peut fausser le raisonnement dans la mesure où il n'existe pas de lien fixe entre l'euro et la livre sterling. Il en va de même pour d'autres monnaies comme la couronne suédoise. L'idéal serait d'avoir des statistiques qui prennent en compte les pays membres de la Zone euro, les pays participant au mécanisme de change européen bis (Danemark, l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie) et les pays ou territoires en dehors de l'Union européenne, mais dans lesquels l'euro a cours légal suite aux accords signés avec l'Union européenne (Monaco, San Marin, Vatican, Andorre, Monténégro, Kosovo)²²³ afin de prendre en compte les externalités de réseau au sens strict du terme. A ces pays s'ajoutent tous les autres pays qui ont fixé leur taux de change sur l'euro. Ces pays comprennent un nombre important de pays d'Europe de l'Est, de l'Afrique du Nord, les îles Comores et Cap Vert. En ce qui concerne le franc CFP, il circule dans les TOM. Il conserve un lien fixe avec l'euro et, donc, avec le franc CFA.

Une partie des pays dont la monnaie est liée à l'euro ont des liens commerciaux négligeables avec la Zone CFA. La prise en compte du commerce de l'Union européenne

²²³ Il y a aussi Saint-Pierre-et-Miquelon et Mayotte qui sont des territoires français.

dans l'analyse du choix de la monnaie d'ancrage permet d'avoir une vue approximative. D'un côté, une partie des pays qui devraient figurer dans l'analyse ne sont pas pris en compte et, de l'autre côté, des pays, comme le Royaume-Uni, qui ne sont pas dans la Zone euro, sont membres de l'Union européenne.

Sur la période 1990-2000, le poids de l'Union européenne dans le commerce extérieur des pays de l'UEMOA reste important avec 50,4% des importations et 45,6% des exportations. Avec de telles proportions, la fixité du franc CFA à l'euro relevait partiellement d'une logique économique dans la mesure où cette fixité ne prenait pas en compte une proportion importante du commerce extérieur de ces pays. Celle-ci pouvait avoir lieu avec des pays qui ont eux aussi indexé sur l'euro, ou sur le dollar, ou encore sur le yen. C'est cette dimension que la théorie de la monnaie d'ancrage optimale tente de prendre en compte. Autrement dit, il s'agit de tenir compte de l'importance du commerce entre la Zone CFA et la Zone euro d'un côté, mais aussi de tous les pays qui ont fixé sur l'euro.

Tableau 5 : Provenance des importations destination des exportations*

	Union Européenne	Zone CFA	Union Européenne	Zone CFA
Bénin	46,3	10,5	23,8	5,2
Burkina	39,4	23,3	28,6	13,7
Cameroun	58,4	3,5	74,5	6,1
Centrafrique	54,2	15,7	68,2	1,0
Congo	60,3	2,8	36,5	0,2
Côte d'Ivoire	51,3	1,7	53	14,7
Gabon	68,1	8,6	26,5	0,5
Guinée Bissau	49,7	8,2	36,6	4,0
Guinée éq.	47,9	13,5	49,5	5,3
Mali	32,9	24,1	34,8	3,2
Niger	41,2	12,7	63,4	4,1
Sénégal	54,3	6,5	39,6	18,4
Togo	32,0	-	20,1	7,8
Moyenne pour la Zone	50,4	7,5	45,6	6,8

Source : www.banque-france.fr, *Rapport du comité monétaire de la Zone franc.*

* Les données sont de 1990 à 2000.

Si les partenaires commerciaux de la Zone CFA non membres de l'Union européenne sont majoritairement indexés sur l'euro, alors la Zone CFA a tout intérêt à indexer sur l'euro. En revanche, si cette moitié est indexée sur le dollar, alors la Zone CFA a intérêt à choisir au hasard entre l'euro et le dollar comme monnaie d'ancrage. Enfin, si ces pays sont plus ou moins répartis entre la Zone euro et les USA, dans ce cas, l'euro est la monnaie d'ancrage optimal des pays de la Zone CFA. Plusieurs auteurs estiment que l'euro est le meilleur choix

pour les pays africains²²⁴. D'autres prennent en compte les hétérogénéités des pays africains et estiment que certains sous-groupes de pays, y compris dans la Zone CFA, auraient intérêt à fixer sur le dollar (BENASSY-QUERE & COUPET, 2005).

La question du choix de la monnaie d'ancrage est devenue plus importante à partir de la fin des années 90. De 2000 à 2005, le poids de l'Union européenne dans le commerce des pays de la Zone CFA s'est considérablement réduit. Pour la CEMAC, la baisse est encore plus spectaculaire de 43,7 à 31,8% tandis que le poids de l'Amérique du Nord est passé de 24 à 42,2%, essentiellement en raison de l'augmentation du commerce avec les USA.

Tableau 6 : Structure géographique des échanges commerciaux de la CEMAC

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total Afrique	8,7	7,3	6,7	8,9	7,9	7,7	7,4	8,2	8,6	7,4	8
Intra CEMAC	3,2	3,1	3,2	4,2	3,5	3	2,4	3	3,5	2,3	2,3
UEMOA	2,8	0,7	0,9	1,2	0,8	0,6	1	1	0,7	0,8	0,9
Autres	2,8	3,5	2,6	3,5	3,6	4,1	4,1	4,2	4,4	4,3	4,7
UE	69,2	61,5	64	60	53	43,7	44,6	36,8	39,2	35,6	31,8
France	47	36,2	39,5	35,3	33,3	22,6	21,8	16,1	17,5	16,8	12,5
Allemagne	2	2,1	1,8	2,2	1,7	1,2	2,2	2,2	1	0,8	0,7
Belgique	1,2	1,1	1,1	1,4	1,1	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,1
Espagne	2,7	4,5	3,5	3,8	2,6	1,3	2,8	2,5	3,9	2,8	3,6
Italie	4,5	6,3	6,6	6,1	4	4,9	5,7	4,2	2,8	2,5	2,3
RU	5,8	5,9	8,2	6,2	7,3	9,5	7,8	8	8,3	8,6	8,9
Pays Bas	3,9	4,4	2	2,7	1,8	1,6	1,6	1,5	2,1	1,6	1,3
Amérique Nord	3,9	9,1	11,2	15,9	14,1	24	30,5	35,8	31,7	34,5	42,2
USA	3,6	9	11,1	15,7	13,9	23,7	30,2	35,6	31,6	34,2	42
Canada	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2
Amérique Sud	0,3	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,7	0,5	0,7
Asie	6,7	8,9	7,1	6,6	10,2	14,2	11,8	14	13,6	16,8	12,3
Japon et NPI	4,7	6,2	4,9	4,9	7,8	9,9	8,6	9,3	6,8	6,5	5,8
Taiwan	2,4	2	2,1	2,9	6,1	7	5,5	3,7	3	3,6	4
Autres Asie	2	2,7	2,2	1,7	2,5	4,3	3,2	4,7	6,9	10,3	6,6
Hong Kong	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	1,1	1	0,5	0,3
Chine	1,2	2,2	1,6	1	1,7	3,5	2,5	3,2	5,3	7,7	5,2
Moyen et Proche Orient	0,3	0,4	0,1	0,6	0,6	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2

Source : *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2006, p. 99.

* En % de la valeur des échanges.

La tendance à la baisse du commerce avec l'Union européenne s'est poursuivie également pour les pays de l'UEMOA. Les exportations vers l'Union européenne ont baissé de 50,3 à 33,7% entre 1995 et 2005²²⁵. Sur la même période, les importations en provenance de l'Union européenne ont baissé de près de 20% pour se situer à 38,7% (ibid., p. 80). La baisse progressive de la part de l'Union européenne dans le commerce extérieur des pays de la

²²⁴ COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN (2001), MASSON & PATILLO (2005), MEISSNER & OOMES (2009).

²²⁵ *RAPPORT ANNUEL DE LA ZONE FRANC*, 2006, p. 80.

Zone CFA remet partiellement en cause les arguments basés sur l'importance du commerce et de la baisse des coûts de transaction pour justifier le choix de l'euro.

L'analyse de l'importance des partenaires commerciaux devrait être complétée par celle de la monnaie de facturation de la dette, la symétrie des chocs, la monnaie de facturation des dépôts domestiques, les variables politiques et les liens juridiques et historiques. Il est possible de voir l'importance d'un certain nombre de ces facteurs pour les pays de la Zone CFA.

En ce qui concerne la monnaie de facturation de la dette à long terme, le dollar occupe la première place, suivie du franc français. L'importance de l'euro sur ce plan reste encore limitée jusqu'en 2003. Toutefois, la part du franc français ajoutée à celle du mark dépasse légèrement celle du dollar. Puisque l'euro remplace un ensemble de monnaies européennes, l'argument portant sur l'importance de la monnaie de facturation de la dette n'exclut pas l'euro comme monnaie d'ancrage du franc CFA. Par ailleurs, avec l'annulation de la dette dans une partie des pays de la Zone franc, le contexte actuel semble être favorable à une remise en question du choix de la monnaie d'ancrage et même du régime de change si les autorités s'intéressent plutôt aux déterminants économiques de ces choix.

Tableau 7 : Composition de la dette à long terme des pays de la Zone CFA en différentes monnaies

	Deutsche mark	euro	Franc français	Yen	livre	franc suisse	DTS	Dollar
Bénin	1,4	0,8	21,9	0,5	0,6	0,2	1,1	34,6
Burkina	4,9	0,4	24	0	2,7	0	1,1	36
Cameroun	10,9	5,3	25,2	0,2	2	0,5	0,1	21,2
Centrafrique	4,6	0,5	20,5	0,3	0,4	3,1	3,9	39,1
Congo	2,4	4,3	31,9	0,1	3,7	0,6	0,4	20
Côte d'Ivoire	4,6	2,8	29	0,7	0,7	2,5	0,3	33,1
Gabon	5,6	4,9	40,2	0,9	3,3	0,6	0	23,9
Niger	3,7	2,1	43,2	1,1	0,8	0,1	1,5	26
Sénégal	6,4	1,8	24,8	1,3	0,2	0,4	0,4	31,7
Tchad	2,8	0,4	12,2	0	0,2	0	0	34,6
Togo	13,8	1,5	14,2	2,1	3,7	7,2	0,5	33,2

Source : NDIAYE, 2007.

Au niveau de la symétrie de l'évolution du cycle des affaires entre la Zone CFA et la Zone euro, les études précédentes ont montré l'existence de plusieurs sous-groupes homogènes dont certains dépendent du marché européen. Aucune des deux grandes devises (l'euro comme le dollar) n'apparaît dans cette optique comme une monnaie d'ancrage cohérente pour l'ensemble des pays de la Zone CFA, mais pour quelques sous-groupes homogènes. Les pays qui ont un cycle des affaires synchrone avec celui de la Zone euro ont

intérêt à la fixité à l'euro tandis que d'autres pays ont intérêt à fixer sur le dollar ou à adopter un régime de change alternatif. Parmi les régimes de ce genre, il serait préférable d'opter pour un panier de devises (dollar, euro et yen) dans un système de pondération pour tenir compte de la part de chaque partenaire dans le commerce extérieur. Les critiques face à un tel mode d'ancrage concernent sa gestion compliquée, son manque de transparence et la difficulté de prendre en compte les pondérations des différents partenaires commerciaux en temps réel. La solution la plus simple consiste à fixer sur les DTS du FMI qui intègrent une pondération de l'importance économique des principaux pays émetteurs des grandes devises. L'avantage d'un tel choix tient au fait que la pondération est déjà effectuée par le FMI, ce qui permettrait de faciliter la gestion du taux de change avec une plus grande transparence. Mais là, apparaît également un problème lié à la composition du panier et à la pondération affectée à chaque devise. Celles-ci ne tiennent pas compte des fondamentaux de l'économie qui cherche à ancrer sa monnaie et sont révisées seulement sur une base quinquennale. Il peut donc subsister une variabilité des taux de change bilatéraux. Il faut tout de même noter qu'il est difficile, voire impossible, de trouver un régime de change et une monnaie d'ancrage qui puissent tenir compte de toutes les caractéristiques d'un pays ou d'une Zone à un moment donné. Il existe souvent des conflits entre les différents secteurs économiques ou entre différentes régions d'un pays ou d'une zone de sorte que le régime de change et la monnaie d'ancrage choisis pénalisent souvent un secteur ou une région particulière. Cependant, il est possible d'envisager un système qui combine les deux de sorte à préserver la compétitivité du pays.

Les liens juridiques et historiques ainsi que les liens politiques jouent un rôle dans le choix de la monnaie d'ancrage de la Zone CFA, qui est le résultat d'une construction historique complexe. Elle a résisté aux instabilités qui ont marqué le lendemain des indépendances, aux différentes crises qui ont affecté un certain nombre de pays membres et surtout à la dévaluation de 1994. Ces aspects sont importants dans le choix du franc français comme monnaie d'ancrage, surtout après la dévaluation et la modification de la structure du commerce extérieur de ces pays. Le lien historique relève du fait que la France est le colonisateur de la quasi-totalité de ces pays dont les partenariats complexes subsistent encore dans les relations franco-africaines. Le lien juridique fait référence aux conventions de *comptes d'opérations* qui institutionnalisent la fixité du taux de change et le franc français, puis l'euro comme monnaie d'ancrage. Enfin, le lien politique (et dans une certaine mesure historique et culturel) est matérialisé par la francophonie et la « françafrique ». La France a joué un rôle de premier plan dans la vie politique et économique de ces pays. La combinaison

de ces trois facteurs semble avoir été la plus importante. Ceci confirme le raisonnement de LELART (2003) qui considère le franc CFA comme une histoire surtout politique.

Cependant, si la tendance à la baisse de l'importance de l'Union européenne dans le commerce de ces pays persiste, la question du choix de la monnaie d'ancrage pourrait se poser davantage. Dans une telle perspective, quelles options se présenteraient aux pays de la Zone CFA ? Plusieurs possibilités sont envisageables : l'adoption d'un régime de change intermédiaire (par exemple une bande horizontale à l'instar du serpent monétaire européen), l'instauration d'un panier de devises et, enfin, un régime de change flexible. Le *currency board* et l'euroisation sont des solutions extrêmes qu'il convient d'écarter. Dans le premier cas, la discipline monétaire et l'indépendance de la Banque centrale pourraient être maintenues. L'Institut d'émission pourrait cibler une ancre domestique crédible. Toutefois, ce cas soulève un vrai problème de crédibilité relative à sa capacité à maintenir le taux de change dans la bande annoncée. La crise du système monétaire européen en est une illustration. L'adoption d'un panier de devises (ou du DTS) est une voie intéressante. Les problèmes associés à cette option ont déjà été soulignés. La flexibilité pure du taux de change est une option qui pourrait être très compliquée à mettre en œuvre, comme en témoigne la peur du flottement que manifestent certains pays qui ont voulu l'adopter. Le système actuel ressemble déjà à un *currency board*. La rigidité d'un tel système induit une appréciation réelle du change et empêche la mise en œuvre d'une politique de stabilisation conjoncturelle. A la différence de l'euroisation complète, dans le système des caisses d'émission la monnaie nationale subsiste et la Banque centrale conserve les revenus du seignuriage.

Le développement financier devrait conduire au ciblage des variables relatives aux économies nationales. Une telle option est suivie par un certain nombre de pays développés et émergents. Il est aussi pratiqué en Afrique du Sud où il y a le ciblage de l'inflation, le rand flottant librement sur les marchés de change étrangers. Le développement des institutions et des marchés financiers pourrait en faire un choix à étudier pour certains pays africains²²⁶. La réforme adoptée dans l'UEMOA semble s'inscrire dans cette logique, à la différence près de la fixité du change.

L'analyse de la théorie du choix de la monnaie d'ancrage est un premier pas vers la prise en compte de l'importance de la monnaie d'ancrage pour une économie. Elle permet de donner une idée sur ce que pourrait être un choix optimal de monnaie d'ancrage. Cependant, cette théorie comporte des limites. En effet, elle ne prend pas en compte l'ensemble des flux

²²⁶ Le Ghana a adopté une politique de ciblage de l'inflation en 2007.

des échanges entre les pays, notamment les flux de capitaux. En effet, un pays A peut avoir comme principal partenaire commercial un pays B, puis un pays C peut avoir la monnaie qui facture la dette du pays A et enfin un pays D qui joue un rôle de premier plan dans l'apport de capitaux au pays A. Dans une telle situation, une analyse qui permet de prendre en compte différents soldes bilatéraux de la balance des paiements et de l'importance des principales devises s'avère opportune. Avec la fixité à l'euro, le taux de change effectif nominal du franc CFA vis-à-vis des partenaires commerciaux de la Zone CFA, en l'absence de dévaluation, dépend de la valeur moyenne de l'euro vis-à-vis de la monnaie des partenaires commerciaux de la Zone CFA. Or, les conditions d'équilibre de la balance des paiements de la Zone euro qui déterminent elles mêmes la valeur de l'euro ne sont pas les mêmes que celles des pays de la Zone CFA. De ce fait, le taux de change de l'euro vis-à-vis du franc CFA ne reflète pas forcément le taux de change d'équilibre. Cela nécessite des réajustements ponctuels du taux de change du franc CFA, ce à quoi la recherche de la crédibilité s'oppose. Une étude qui ne prend pas en compte ces dimensions devrait être interprétée avec précaution, car la complexité des relations économiques entre pays ne permet plus de privilégier les seuls flux commerciaux.

Conclusion

Ce chapitre visait à mettre en évidence les effets du triple choix de la Zone CFA : le choix de l'intégration monétaire, le choix de la fixité du change et le choix de l'euro comme monnaie d'ancrage. Chacun de ces choix comporte des avantages et des coûts. D'abord, il ressort que les pays appartenant à la Zone CFA ne sont pas homogènes. L'hétérogénéité des pays de la Zone CFA, l'UEMOA et la CEMAC n'ayant pas formé de groupe, et la relative homogénéité des pays de la ZMAO avec ceux de la CEMAC jettent un doute sur les avantages économiques d'une union monétaire en Afrique de l'Ouest, d'une part, et le traitement identique de l'UEMOA et de la CEMAC avec les mêmes politiques économiques, d'autre part. Ainsi, certains pays pourraient payer cher les effets de la politique monétaire ou de change sur leur économie. Ensuite, le choix de la fixité, puis celui de la monnaie d'ancrage ne sont pas non plus exempts de critiques. Sur ces aspects, les études montrent que certains pays auraient pu être mieux avec un ancrage sur le dollar. En plus, compte tenu de la tendance à l'appréciation réelle du franc, la question même de la fixité du change se pose avec force.

Il est possible d'approfondir l'analyse en effectuant une étude sur l'ensemble des postes de la balance des paiements afin de mettre en évidence si effectivement le choix de l'euro comme monnaie d'ancrage est un choix cohérent ou pas au niveau global. Cela suppose la disponibilité d'informations sur les soldes bilatéraux avec les principaux pays émetteurs des grandes devises, de même que ceux des principaux partenaires économiques. Cependant, compte tenu des éléments disponibles, il semble que le choix actuel de l'euro comme monnaie d'ancrage, en tous cas comme seule monnaie d'ancrage, peut être plus ou moins favorable selon les pays.

CONCLUSION GENERALE

Cette thèse avait pour objectif d'étudier les effets de la dévaluation et les nouvelles orientations qui ont été assignées à la politique économique. Elle a montré que le contexte africain est riche en ce qui concerne les questions d'intégration monétaire. L'UEMOA, la CEMAC et la CMA ont une longue expérience de coopération monétaire qui peut, sans doute, servir d'exemple dans d'autres contextes. Chacune de ces coopérations implique un pays dominant, ce qui explique probablement leur stabilité. Ces différents accords monétaires ont connu des évolutions et se sont progressivement adaptés au contexte de leurs pays membres. Les difficultés qu'ont connues les pays de la Zone CFA, dans un contexte international difficile, constituent les causes profondes de la dévaluation de 1994. Ces difficultés ont révélé les limites du régime des accords monétaires.

La dévaluation, comme mesure visant à stimuler la compétitivité des pays de la Zone CFA, n'a pas été couronnée de succès à la hauteur des attentes. La complexité de la situation, les hétérogénéités nationales et l'ampleur du sous-développement économique font appel à des politiques économiques mieux adaptées. Le contexte socioéconomique marqué par l'analphabétisme, la faiblesse de l'industrialisation, la marginalisation et la faible mécanisation de l'agriculture ne relèvent, sans doute, pas des problèmes monétaires. Les mesures qui ont accompagné la dévaluation ne pouvaient répondre à toutes ces préoccupations.

La dévaluation doit être comprise sous plusieurs angles (politique, économique, financier, monétaire, etc.) interconnectés. La rigueur de la politique monétaire mise en place depuis 1994 doit aussi être comprise comme l'une des conséquences du traumatisme issu de la dévaluation. De ce point de vue, le rapprochement des structures monétaires de la Zone CFA à celles des pays évoluant sous le régime des caisses d'émission est probablement un effet collatéral de la dévaluation. Toutefois, l'occurrence de la dévaluation dans les années 90, dans un contexte de foisonnement des travaux sur les solutions en coin, pose la question si une telle évolution ne découle pas finalement d'une décision délibérée. Quelle que soit la nature de cette décision, l'adoption d'une caisse d'émission a des implications importantes.

La thèse a également montré que l'une de ces implications est la surliquidité bancaire. Celle-ci, contrairement dans les autres pays, est un phénomène permanent et d'une ampleur considérable dans la Zone CFA. Ce contexte de surliquidité, conjugué avec la défaillance du

financement du développement, constitue un paradoxe dans un ensemble de pays globalement pauvres. Les différentes facettes de la surliquidité bancaire ont été étudiées, de même que leurs implications éventuelles sur la politique monétaire, en tenant compte de la différence de contexte entre l'UEMOA et la CEMAC. Les difficultés d'accès au crédit bancaire ont aussi été analysées eu égard à l'effet-taille, l'effet-nationalité et l'orientation sectorielle des entreprises.

Enfin, l'adoption d'une politique monétaire rigoureuse et l'affaiblissement de la marge de manœuvre de la politique budgétaire *via* les mesures de convergence ont généré un fonctionnement procyclique des économies de la Zone CFA. La procyclicité du cycle des affaires provoque des difficultés dans un contexte de marasme économique. En effet, il est difficile de mener une politique de régulation conjoncturelle convenable à un ensemble de pays hétérogènes. Cette difficulté soulève la question de leur appartenance à une même zone monétaire et la question du choix d'une même monnaie d'ancrage. Qu'ils soient endogènes ou exogènes, la Zone CFA ne semble pas respecter les critères des ZMO. Plusieurs études effectuées sur cette question montrent que, compte tenu de l'hétérogénéité des structures, il est optimal de mettre en place des zones monétaires de taille relativement modeste. Néanmoins, la Zone CFA existe et fonctionne telle qu'elle est. Elle a traversé diverses épreuves (la décolonisation, la chute du régime de Bretton Woods, la guerre froide, la crise de la dette, la dévaluation et aujourd'hui la crise des *subprime*). Sa résistance aux chocs a été analysée à l'aune de l'aide française (YEHOUE, 2007), mais il semble que les *comptes d'opérations* (un mécanisme d'assurance contre les attaques spéculatives) aient joué un rôle important. Dans une logique différente, l'Europe envisage, suite à la crise grecque, de mettre en place un mécanisme de stabilisation visant à défendre l'euro contre les attaques spéculatives.

La littérature économique n'est pas abondante sur la théorie du choix de la monnaie d'ancrage. Or, cette question se pose davantage aux yeux des populations que celle de l'appartenance aux unions monétaires. Les fluctuations des cours des devises de référence affectent la compétitivité-change des pays de la Zone CFA de façon différenciée. Les pays exportateurs du pétrole sont dans une situation très opposée, voire contradictoire, de celle des pays importateurs. Le choix d'un régime de change identique et d'une même monnaie d'ancrage ne constitue pas, de ce point de vue, un choix optimal. Toutefois, la prise en compte de l'ensemble des échanges bilatéraux, pas seulement commerciaux, avec les partenaires de référence afin de déterminer ce choix est un travail d'ampleur considérable qui dépasse le cadre de cette thèse.

Un autre aspect qui peut être mis en avant à partir de cette étude est la dimension politique de la monnaie. Cet aspect est une question d'actualité qui revient souvent au devant de la scène. L'indépendance totale vis-à-vis de la France implique nécessairement la disparition des *comptes d'opérations*. Or, ces comptes jouent un rôle psychologique, une sorte de mécanisme d'assurance en cas d'attaques spéculatives. La dépendance d'un ensemble de pays indépendants à une ancienne puissance coloniale est vue, sans doute, pour les populations comme une forme de néocolonialisme que les dirigeants craignent de remettre en cause. Les défenseurs de la Zone CFA brandissent parfois les échecs, cas du Mali et de la Guinée, comme la preuve que ces pays ne peuvent s'assumer monétairement, en amplifiant, par là, le sentiment désagréable de cette dépendance. Or, il faut noter que le *compte d'opérations* a eu probablement deux mérites : l'implication d'un pays du centre dans la coopération monétaire (crédibilité) et l'assurance du maintien de la fixité (stabilité). La remise en cause du système CFA devrait prendre en compte ces dimensions. Autrement dit, il faudrait s'assurer de la mise en place d'un système tout aussi stable et crédible avant de mettre fin à la coopération monétaire. Le nouveau système devrait, en outre, avoir une valeur ajoutée par rapport à l'ancien, par exemple la performance macroéconomique. Cela implique d'avoir une certaine maturité monétaire. La Zone CFA a-t-elle acquis cette maturité ? MUNDELL (2002) donne une réponse négative à cette question, notamment en comparaison avec les pays anglophones. Mais, il semble que cela ne soit pas propre aux pays de la Zone, car il affirme aussi que l'Homme est l'animal qui utilise la monnaie, mais qui l'utilise mal²²⁷. Si la BCEAO semble avoir atteint une certaine maturité tant au niveau de sa gouvernance, qu'au niveau de la gestion monétaire, les événements récents intervenus au sein de la BEAC appellent sans doute à davantage de prudence dans la CEMAC.

²²⁷ « Man is the animal that uses money but also the animal that misuses it » (MUNDELL, 2002, p. 56).

ANNEXES

Annexe 1 : Indice des prix à la consommation

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bénin	1,2	53,9	3,1	6,8	3,7	5,8	0,3	4,2	4	2,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	7,9
Burkina Faso	2,5	24,7	7,8	6,9	3	4,9	-1,1	-0,3	4,9	2,3	1,8	-0,4	6,4	2,4	-0,3	10,7
RCI	1,9	32,5	7,1	3,5	4,1	4,6	0,7	2,5	4,3	3,1	3,3	1,4	3,9	2,5	1,9	6,3
Guinée Bissau	30,7	19,3	49,7	65,6	49,1	8	-1,4	8,6	3,3	3,9	-3,5	0,9	3,4	2,0	4,6	10,4
Mali	-0,2	31,9	8,7	2,8	-0,7	4	-1,2	-0,7	5,2	5	-1,3	-3,1	6,4	1,5	1,4	9,2
Niger	-0,3	40,6	5,5	3,6	3,5	4,6	-2,3	2,9	4	2,6	-1,6	0,2	7,8	0,0	0,1	11,3
Sénégal	-0,7	36,1	6	2,4	1,6	1,2	0,8	0,7	3	2,3	0	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8
Togo	-3,6	5,4	6,4	5,5	5,3	1	-0,1	1,9	3,9	3,1	-0,9	0,4	6,8	2,2	0,9	8,7
UEMOA	3,9	36,6	11,8	12,1	8,7	4,3	-0,5	2,5	4,1	3,1	-0,1	0,1	5,2	2,1	2,0	8,8
Cameroun	-3,7	17,65	10,35	5,3	4,8	3,5	2,6	1	4,6	2,8	0,6	0,3	1,9	5,1	1,1	5,3
RCA	-2,9	24,6	19,2	3,7	1,6	-1,9	-1,5	3,3	3,8	2,3	4,2	-2,1	2,9	6,6	1,0	9,3
Congo	4,9	42,4	9,4	7,5	16,6	-1,6	3,6	-0,3	0,4	3,8	-1,2	3,6	2,5	4,7	2,5	5,3
Gabon	-8,9	36,2	9,5	1,8	4,1	2,3	-0,7	0,5	2,1	0,2	2	0,4	-0,2	4,0	4,8	5,3
Guinée éq.	3,9	38,8	11,7	6,7	8,4	7,8	1,1	4,6	8,8	7,6	7,3	4,2	5,0	5,0	5,5	6,0
Tchad	-6,9	43,7	9,3	11,3	5,6	4,3	-8	3,8	12,4	5,2	-1,5	-5,3	7,9	8,1	-7,4	8,3
CEMAC	-2,3	33,9	11,6	6,1	6,9	2,4	-0,5	2,2	5,4	3,7	1,9	0,2	3,3	5,6	1,2	6,6

Annexe 2 : Balance Commerciale (en milliards de FCFA)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bénin	-43,3	-73,9	-50,3	-33,5	-104,2	-16,4	-89,2	-93,4	-131,6	-88,0	-131,5	-161,0	-161,5	-144,5	-151,6	-162,2	-266,1	-284,8
Burkina Faso	-90,5	-58,7	-68,8	-71,5	-104,7	-168,8	-164,1	-183,8	-201,2	-222,2	-209,5	-210,9	-212,0	-244,7	-293,4	-254,5	-286,5	-333,1
Côte d'Ivoire	308,5	291,9	211,9	679,4	681,0	933,0	1046,4	1014,7	1167,0	1058,2	1120,2	1964,9	1485,8	1388,3	1290,3	1625,7	1229,0	1491,3
Guinée-Bissau	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-13,7	-14,9	5,2	9,2	0,8	-2,8	-0,1	-3,8	-8,6	-27,6	-29,2	-31,9
Mali	-80,2	-43,0	-34,1	-63,5	-57,4	-60,7	9,2	-1,2	-21,2	-33,4	-7,0	113,4	-35,1	-61,5	-76,2	39,2	-138,8	-216,3
Niger	-19,5	-13,1	-3,6	-21,0	-5,5	90,2	-16,5	-41,3	-29,9	-28,9	-43,1	-63,9	-79,4	-80,8	-154,0	-125,7	-120,5	-202,8
Sénégal	-81,7	-96,4	-107,5	-128,3	-136,9	-141,2	-158,4	-184,7	-212,9	-296,7	-311,8	-374,5	-469,9	-521,1	-691,3	-836,5	-1193,3	-1234,3
Togo	-16,8	-33,8	-31,5	-20,6	2,5	-65,0	-63,0	-78,5	-60,3	-87,4	-116,4	-105,6	-91,1	-133,3	-270,2	-166,6	-189,4	-197,7
UEMOA	-23,5	-27,0	-83,9	341,0	274,8	571,1	550,7	416,9	515,1	310,8	301,7	1159,6	436,6	198,7	-354,9	91,8	-994,8	-1009,6
Cameroun	233,2	208,1	170,6	236,4	265,5	310,0	380,5	205,8	252,6	n.d.	-44,1	-20,1	100,8	86,0	146,1	304,5	266,6	239,7
RCA	-15,8	-19,3	-7,3	6,0	0,1	-3,1	12,8	2,9	9,4	31,0	23,2	18,6	6,1	-9,2	-24,8	-23,5	-33,9	-68,2
Congo	173,0	196,0	175,4	192,1	243,4	574,2	588,0	477,6	638,7	1460,6	990,2	1008,4	1049,3	1301,9	1817,2	2125,4	1487,3	2288,7
Gabon	397,3	373,0	411,2	903,0	850,3	1149,5	1160,9	439,2	977,9	1796,0	1294,8	1124,8	1241,0	1508,2	2152,1	2350,7	2575,3	3207,1
Guinée Équatoriale	-8,5	-1,5	2,8	13,9	-1,3	-16,3	78,0	-5,5	167,5	530,2	675,4	1122,0	908,9	1910,7	3035,1	3235,2	3570,6	4699,0
Tchad	-15,9	-16,0	-18,0	-41,1	-16,8	-3,2	-5,7	-11,5	-22,1	-40,2	-239,5	-904,6	-132,9	657,3	1157,7	1077,2	1017,2	1020,1
CEMAC	763,3	740,3	734,7	1310,3	1341,2	2011,1	2214,5	1108,5	2024,0	3777,6	2700,0	2349,1	3173,1	5454,9	8283,4	9069,5	8883,1	11386,4
Zone CFA	1613,3	1559,2	1420,7	3407,6	3440,9	5349,5	5783,7	3328,0	5411,0	8487,0	6344,4	7389,3	7593,1	11696,4	16301,9	18739,2	16329,1	21371,5

Annexe 3 : Solde du compte courant extérieur (en milliards de FCFA)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bénin	-3,0	-12,6	5,4	48,1	-38,8	-20,9	-89,9	-78,1	-95,8	-57,2	-54,9	-108,8	-192,5	-152,4	-119,3	-113,1	-237,0	-250,5
Burkina Faso	-26,2	-20,0	-20,1	8,2	4,3	-128,7	-141,4	-152,7	-194,6	-227,1	-213,3	-208,0	-213,4	-280,6	-334,5	-289,3	-268,4	-341,9
Côte d'Ivoire	-385,7	-239,6	-252,5	283,5	-289,0	-82,8	-90,2	-171,3	-73,6	-171,6	-44,1	535,1	171,1	127,2	21,0	250,4	-66,6	218,6
Guinée-Bissau	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-13,9	-17,7	-1,9	13,9	-6,6	-0,7	-0,1	7,3	-5,6	-20,9	-14,6	-10,6
Mali	-11,5	-25,6	-21,7	-35,3	-78,7	-133,4	-104,2	-122,8	-155,7	-181,2	-227,3	-103,8	-160,8	-216,0	-230,9	-114,3	-278,5	-313,1
Niger	-4,3	-13,3	3,4	-21,2	-44,2	-55,5	-77,9	-90,0	-84,5	-74,2	-67,7	-114,9	-127,1	-122,0	-164,3	-164,0	-168,3	-326,0
Sénégal	-57,8	-57,8	-79,1	1,8	-24,9	-102,1	-107,9	-146,1	-197,2	-236,6	-180,0	-220,8	-253,7	-271,1	-357,2	-450,7	-628,8	-692,3
Togo	-19,9	-27,2	-23,3	-31,2	-4,9	-78,7	-68,1	-82,5	-78,3	-99,4	-123,9	-97,5	-94,1	-108,7	-242,9	-92,2	-103,4	-108,4
UEMOA	-508,4	-396,1	-387,9	253,9	-476,2	-602,1	-693,5	-861,2	-881,6	-1033,4	-917,8	-319,4	-870,6	-1016,2	-1433,7	-994,0	-1765,6	-1824,2
Cameroun	-87,8	-143,4	-139,1	-12,3	-42,4	-79,0	-72,2	-163,5	n.d.	n.d.	-462,7	-489,2	-616,6	-540,3	-347,7	-125,3	-122,5	-151,7
RCA	-18,3	-21,3	-4,0	16,6	-4,6	-2,4	19,8	-41,7	-16,8	-7,7	-14,6	-11,1	-14,6	-11,8	-48,1	-25,0	-52,3	-89,2
Congo	-130,2	-84,0	-156,4	-440,6	-314,7	-291,0	-43,7	-142,8	-142,1	471,7	-33,1	131,9	301,8	356,1	370,1	65,8	-681,7	-76,2
Gabon	-183,6	-147,9	-155,4	-129,9	-87,8	-65,4	-102,8	-142,7	-38,3	26,0	-16,2	-171,1	7,4	103,6	564,0	684,8	339,6	1238,4
Gabon	54,5	-92,7	3,3	206,9	46,8	320,1	305,7	-348,5	240,7	712,7	358,5	236,3	334,9	489,0	667,9	867,8	979,0	1379,7
Guinée Équatoriale	-11,5	-2,7	0,8	-0,2	-23,8	-122,5	-79,6	-232,4	-153,2	-123,7	-611,6	-195,8	-691,5	236,9	722,1	405,1	57,5	265,6
Tchad	-18,5	-22,6	-33,1	-19,4	-25,4	-45,1	-53,7	-84,2	-106,5	-151,7	-421,9	-1306,3	-784,7	-399,7	73,8	-296,9	-368,1	-393,5
CEMAC	-395,4	-514,6	-483,9	-378,9	-451,9	-285,3	-26,5	-1155,8	-216,2	927,3	-1201,6	-1805,3	-1463,3	233,7	2002,1	1576,4	151,5	2173,1
Zone CFA	-1778,3	-1788,8	-1728,9	-306,3	-1821,7	-1625,2	-1208,6	-3803,1	-1905,2	72,1	-3970,6	-3932,6	-4261,9	-1132,0	1590,6	1567,0	-2722,7	1290,2

Annexe 4 : Taux de croissance du PIB réel selon les pays

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
B é n i n	4,7	4,1	3,2	4,4	4,6	5,6	5,7	4,6	4,7	4,9	6,2	4,5	3,9	3,1	2,9	3,8	4,6	5,0
Burkina Faso	6,0	2,8	0,5	1,2	4,0	6,0	5,5	6,4	6,3	2,2	6,8	4,6	8,0	4,6	7,1	5,5	3,6	5,0
Côte d'Ivoire	0,7	0,1	-0,6	1,8	7,1	6,9	6,2	5,8	1,6	-2,3	0,1	-1,6	-1,7	1,5	1,7	1,2	1,5	2,3
Guinée-Bissau	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6,3	-28,2	7,6	7,5	0,2	-7,2	0,6	3,2	3,8	1,8	2,7	3,3
M a l i	2,1	8,4	-4,5	2,3	6,6	4,3	6,7	5,0	5,7	-3,3	11,9	4,3	7,6	2,3	6,1	5,3	4,3	5,1
N i g e r	2,5	-6,7	0,2	4,0	2,6	3,4	3,4	6,7	-0,6	-0,2	5,8	5,8	3,8	-0,8	7,4	5,8	3,3	9,5
S é n é g a l	1,4	0,9	-0,7	2,9	4,8	5,1	5,0	5,7	5,1	5,6	5,6	1,2	6,7	5,8	5,7	2,3	4,7	2,5
T o g o	0,9	-10,5	-13,7	16,2	6,8	9,7	4,3	-2,2	3,0	-0,8	0,6	4,1	2,0	2,5	1,3	3,9	2,1	1,6
Cameroun	n.d.	-3,1	-2,9	0,4	4,2	5,1	4,9	4,7	4,3	5,2	4,7	4,0	4,2	3,7	2,3	3,2	3,9	3,5
R C A	0,8	-2,6	-2,6	4,9	6,4	-3,1	4,3	5,3	2,7	0,7	0,5	0,3	-4,6	3,5	3,0	4,3	3,6	2,0
C o n g o	1,5	1,7	-1,0	-4,8	2,6	6,4	-2,4	3,7	-3,2	7,6	3,8	4,6	0,7	3,7	7,1	7,0	-2,5	5,2
G a b o n	6,7	-3,0	4,0	3,7	5,0	3,6	5,5	3,5	-11,3	n.d.	2,0	-0,3	2,7	1,4	3,0	1,3	5,1	1,9
G u i n é e Équatoriale	0,0	13,8	11,4	15,6	16,1	37,4	93,8	17,7	23,2	13,1	68,3	20,2	14,4	32,6	8,9	5,3	23,2	16,8
T c h a d	8,3	8,0	15,7	5,9	0,9	3,1	4,4	4,6	0,2	-0,7	10,6	8,5	14,3	33,7	8,6	0,3	1,8	-0,8

Annexe 5 : Dette totale en % du PIB

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cameroun	117,7	124,0	128,8	131,6	121,7	113,7	115,3	114,7	105,7	103,8	95,8	87,9	79,7	65,6	44,3	18,7	15,3
RCA	113,0	118,0	142,2	104,4	84,8	90,8	90,5	88,1	87,3	88,7	83,4	104,1	89,1	81,5	70,4	63,4	54,2
Congo	353,9	324,2	377,4	303,6	282,8	205,4	217,4	261,3	212,8	150,7	159,8	169,1	152,3	150,8	97,4	80,6	67,7
Gabon	155,9	138,4	143,0	97,3	87,9	75,7	80,3	98,7	86,3	77,9	74,5	72,7	61,3	56,5	43,6	43,8	49,5
Guinée Équatoriale	345,3	281,3	295,8	270,1	183,5	108,9	51,2	71,1	37,4	20,3	14,1	12,4	11,2	6,8	3,4	1,8	1,3
Tchad	96,0	109,8	150,2	71,0	63,4	62,2	66,7	63,3	77,5	81,6	66,8	66,3	56,0	50,0	27,0	26,1	25,3
Bénin	140,6	127,2	136,3	106,2	80,3	72,1	76,0	70,7	70,6	67,3	66,4	65,1	51,3	47,3	42,1	17,2	15,5
Burkina Faso	66,9	66,8	79,4	61,0	54,0	51,1	55,1	58,6	64,2	57,9	52,3	47,6	39,8	39,2	36,9	19,4	21,6
Côte d'Ivoire	346,7	337,8	366,8	233,5	189,2	180,0	146,2	129,3	104,8	114,2	108,1	102,1	88,5	85,3	69,9	70,6	70,3
Guinée-Bissau							330,6	467,4	415,8	372,4	335,7	341,9	311,2	264,8	225,7	226,6	204,0
Mali	214,1	215,0	232,6	145,4	120,0	116,6	129,3	118,6	109,1	112,0	96,4	88,2	73,6	66,5	58,8	26,9	28,2
Niger	128,5	121,8	134,2	100,1	83,6	76,6	95,3	79,6	82,8	101,4	90,4	88,2	82,0	68,1	59,6	23,5	22,8
Sénégal	130,3	120,5	135,4	102,1	88,8	82,0	83,6	88,7	84,0	82,3	80,2	82,1	64,3	49,1	44,5	20,6	22,9
Togo	167,5	169,2	208,1	148,3	112,7	101,6	89,8	103,9	106,7	107,3	106,9	106,3	96,2	94,3	79,5	80,5	77,7

Annexe 6 : Solde budgétaire base engagements dons compris (%) (en pourcentage du PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bénin	-5,6	-3,1	0,4	-0,7	-3,1	-0,4	0,3	2,1	1,9	-2,1	-0,6	-2,3	-2,6	-1,0	-2,5	-0,9	1,9	-1,7
Burkina Faso	-2,3	-3,0	-3,4	-3,7	-1,6	-0,6	-3,2	-3,1	-3,6	-3,8	-3,2	-4,8	-2,9	-4,3	-4,5	-5,4	-6,8	-4,4
Côte d'Ivoire	-13,0	-10,2	-12,0	-6,9	-3,7	-2,0	-2,0	-1,7	-2,4	-1,2	0,9	-1,4	-2,6	-1,8	-1,6	-1,3	-0,8	-0,4
Guinée-Bissau							-17,4	-16,3	-9,7	0,6	-9,5	-11,1	-15,5	-14,0	-11,7	-7,0	-10,4	-7,5
Mali	-3,9	-4,4	-4,3	-4,2	-3,2	-0,9	-2,1	-2,4	-3,4	-3,7	-5,1	-3,8	-0,7	-2,9	-3,2	-3,5	-3,3	-2,5
Niger	-3,6	-4,4	-3,7	-7,0	-3,5	0,4	-3,0	-2,8	-5,2	-3,8	-3,6	-3,0	-3,7	-2,5	-2,0	-1,9	-0,9	2,0
Sénégal	2,0	-2,7	-3,0	-2,0	-0,2	2,3	0,3	-0,3	-1,4	-0,2	-2,1	-0,1	-2,0	-3,4	-3,0	-6,0	-4,6	-4,8
Togo	-6,0	-4,3	-15,0	-10,9	-6,4	-3,2	-1,9	-5,7	-3,1	-4,6	-2,1	-0,7	2,4	1,3	-2,9	-2,9	-0,7	-0,2
Cameroun	-14,0	-7,2	-7,9	-6,0	-2,5	-1,4	-0,9	-1,3	0,9	3,5	2,8	3,6	3,9	2,2	4,7	28,8	5,3	4,6
RCA	-10,2	-8,4	-6,8	-7,6	-4,9	-1,1	-1,6	0,0	-0,5	-0,5	-0,6	-1,2	-3,2	-2,3	-7,3	6,8	0,9	-0,4
Congo	-23,9	-19,1	-20,4	-13,2	-8,3	-5,0	-7,6	-12,4	-2,6	1,1	-0,8	-8,1	0,4	4,5	17,9	17,6	9,3	27,4
Gabon	1,3	-7,2	-5,8	-1,6	3,2	3,7	1,6	-14,0	-0,2	11,8	4,0	2,1	7,2	7,5	9,3	9,0	8,5	11,6
Guinée Équatoriale	-13,0	-10,0	-12,5	-6,8	-5,7	-6,2	-0,5	-1,5	2,0	6,8	15,5	12,9	13,0	11,4	20,9	25,7	20,9	19,9
Tchad	-8,7	-11,8	-9,5	-4,8	-4,4	-5,0	-3,8	-3,1	-5,7	-6,7	-4,9	-6,0	-4,4	-3,1	-0,4	2,4	2,6	4,5

Annexe 7 : Taux d'investissement (en pourcentage du PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
B é n i n	14,5	14,7	15,3	18,5	23,5	17,9	18,4	18,8	19,7	18,7	19,7	18,5	20,3	20,7	18,2	20,6	20,7	20,8
Burkina Faso	23,1	20,8	25,4	19,3	22,5	25,4	31,4	30,6	27,1	26,1	20,0	18,8	20,9	15,3	16,3	14,2	15,3	23,2
Côte d'Ivoire	7,5	7,2	8,3	12,1	15,0	12,8	14,8	19,5	13,2	10,5	10,9	9,1	10,2	10,6	11,3	9,7	10,9	11,1
Guinée-Bissau	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	20,8	38,9	10,8	15,2	15,8	13,0	15,6	13,3	17,6	13,4	16,3	16,3
M a l i	17,3	20,2	19,2	26,0	26,4	20,9	22,8	21,1	18,7	19,8	24,4	16,0	26,0	22,0	22,0	20,4	21,6	22,6
N i g e r	7,8	11,3	10,6	12,6	7,5	9,7	18,0	16,2	10,2	19,1	16,6	14,5	16,9	14,6	22,7	23,6	23,6	26,8
S é n é g a l	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
T o g o	19,6	25,0	9,1	14,8	15,2	14,7	14,6	15,3	13,6	15,4	16,6	17,0	17,1	15,4	16,9	17,3	14,3	15,2
Cameroun	14,7	15,5	16,2	15,0	15,4	17,1	18,4	19,3	19,7	23,2	28,8	30,2	27,3	26,0	26,3	25,4	26,5	26,5
R C A	12,9	14,2	11,8	14,8	17,7	5,1	9,2	14,3	14,6	11,0	9,0	9,6	6,1	6,3	9,6	8,8	8,1	9,8
C o n g o	18,7	21,6	19,1	56,0	41,5	27,0	30,0	49,7	38,9	23,4	35,8	26,1	26,5	28,7	27,5	40,1	53,7	43,8
G a b o n	27,3	22,8	22,1	21,1	22,7	19,6	31,5	39,0	25,2	21,6	28,8	30,4	25,6	25,0	22,3	23,0	22,6	21,7
Guinée Équatoriale	29,6	26,9	27,5	96,8	81,3	102,2	59,7	110,6	77,4	61,3	72,9	31,8	60,8	26,2	21,7	27,0	31,1	33,3
T c h a d	7,3	8,3	8,2	16,7	13,5	20,2	17,8	18,0	15,8	23,2	45,7	69,1	56,4	44,1	24,0	25,2	26,2	26,5

Annexe 8 : Avoirs extérieurs nets (en milliards de FCFA)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cameroun	-137,8	-170,2	-223,7	-320,7	-321,1	-280,3	-184,0	-172,6	-154,8	48,4	126,1	298,3	257,7	355,0	497,6	1031,9	1513,2	1747,2
R C A	15,7	16,2	24,0	92,0	98,6	106,0	96,6	72,5	76,5	79,5	63,7	55,8	47,4	49,5	56,2	43,0	31,6	31,2
C o n g o	-17,6	-14,9	0,4	13,1	23,2	33,4	22,3	-23,8	5,0	151,8	26,9	38,0	6,0	58,3	460,6	1042,6	1109,5	1877,5
G a b o n	37,9	-23,3	-26,9	62,5	21,1	98,9	97,4	-48,7	-46,6	173,7	-11,5	31,8	75,5	285,5	536,5	709,3	1108,9	982,1
Guinée Équatoriale	-4,6	-5,8	-7,4	-13,5	-9,9	-7,3	-7,3	1,9	10,1	21,1	64,8	108,8	157,8	503,6	1245,3	1578,0	1804,3	2241,7
T c h a d	20,3	12,5	0,0	14,0	48,8	55,1	57,1	44,4	35,4	33,6	25,9	79,2	46,1	55,8	78,9	265,7	417,8	622,2
CEMAC	-86,1	-185,5	-233,6	-152,6	-139,3	5,8	82,1	-126,3	-74,4	508,1	295,9	611,9	590,5	1307,7	2875,1	4670,5	5985,3	7501,9
B é n i n	29,9	60,8	73,8	147,1	135,7	165,4	206,8	196,5	291,4	341,5	467,1	416,5	390,0	329,0	375,7	520,2	656,8	690,2
Burkina Faso	65,6	80,3	97,2	145,4	217,6	217,0	193,5	172,7	163,6	125,7	128,2	140,6	330,8	274,1	170,2	221,0	409,3	369,0
Côte d'Ivoire	-556,5	-571,3	-572,8	-159,5	-20,3	0,2	53,8	39,9	-27,9	-6,1	279,7	844,6	434,7	641,9	704,0	821,8	1036,6	1021,1
Guinée-Bissau	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	20,8	20,4	13,6	28,5	31,6	48,4	13,8	32,6	36,7	43,2	51,5	66,6
M a l i	50,7	55,5	65,0	84,4	98,8	190,5	183,4	150,1	113,3	167,7	198,2	284,9	423,1	367,5	425,9	524,0	526,4	496,2
N i g e r	-3,0	0,4	14,4	10,4	9,6	2,1	-6,7	-18,1	-21,6	-10,3	24,1	15,4	61,4	60,5	71,6	155,5	225,1	283,5
S é n é g a l	-195,7	-184,6	-220,6	-170,9	-112,4	-76,2	13,2	51,5	103,9	88,7	169,5	296,8	550,8	670,4	657,8	779,5	851,2	761,9
T o g o	65,7	47,6	18,1	30,6	17,6	2,2	5,7	-4,1	15,2	45,8	54,8	69,3	72,0	145,0	135,8	204,1	199,1	237,7
UEMOA	-543,3	-511,3	-524,9	87,5	346,6	501,2	670,5	608,9	651,5	781,5	1353,2	2116,5	2276,6	2521,0	2577,7	3269,3	3956,0	3926,2
Zone CFA	-629,4	-696,8	-758,5	-65,1	207,3	507,0	752,6	482,6	577,1	1289,6	1649,1	2728,4	2867,1	3828,7	5452,8	7939,8	9941,3	11428,1

Annexe 9 : Evolution de la surliquidité bancaire de l'UEMOA*

Années	RR	RC	Solde	M2	Solde/M2
1993	16,9	83,4	66,5	1992	3%
1994	20,5	428	407,5	2775	15%
1995	26,2	424,2	398	3168	13%
1996	32,6	458,2	425,6	3401,2	13%
1997	39	420,2	381,2	3654,1	10%
1998					
1999	59	352	293	3988,3	7%
2000	59,3	374,4	315,1	4251,7	7%
2001	216	402,1	186,1	4737,8	4%
2002	275	623,2	348,2	5494,5	6%
2003	306	676,7	370,7	5652,6	7%
2004	347,6	777,6	430	5979,8	7%
2005	420,2	624	203,8	6434,6	3%
2006	442,6	572,4	129,8	7170,8	2%
2007	515,1	672	156,9	8511,5	2%
2008	573,4	732,5	159,1	9368	2%
m	33,9289941	8,78297362	2,3924812	4,70281124	

Source : Bulletin de statistiques monétaires et financières, décembre 2005 et avril 2009.

BIBLIOGRAPHIE

- AFRICAPRACTICE, (2005), « Access to Finance: Profiles of African SMEs », Jetro London, <http://www.africappractice.com/uploads/JETRO.pdf>.
- AGENOR, P-R., AIZENMAN, J. & HOFFMAISTER, A., (2004), « The Credit Crunch in East Asia: What Can Bank Excess Liquid Assets Tell Us? », *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23 (1), pp. 27–49.
- AGLIETTA, M. & ORLEAN, A., (1984), *La violence de la monnaie*, PUF, Paris.
- ALEXANDER, S., (1951), « Devaluation Versus Import Restriction as an Instrument for Improving Foreign Trade Balance », *IFM Staff papers*, Vol. 1, pp. 379-396.
- ALIBERT, J., (1983), *De la vie coloniale au défi international, la Banque du Sénégal*, BAO, BIAO, 130 ans de banque en Afrique, Chotard et associés, Paris.
- ARTIS M. & TAYLOR, M., (1993), « DEER Hunting: Misalignment, Debt Accumulation, and Desired Equilibrium Exchange Rates », *IMF Working Paper*, WP/93/98.
- ARTIS, M. & ZHANG, W., (1997), « On Identifying the Core of EMU: An Exploration of Some Empirical Criteria », CEPR Discussion Paper, N° 1689.
- ARYEETEEY, E., (1998), « Informal Finance for Private Sector Development in Africa », BAD, *Economic Research Papers*, N° 41.
- AVOM, D. & EYEFFA EKOMO, S. M-L., (2007), « Quinze ans de restructuration bancaire dans la CEMAC : Qu'avons-nous appris ? », *Revue d'économie financière*, N° 89, pp. 183-205
- BABULA, A. & OKTER-ROBE, I., (2004), « Une bipolarisation persistante », *Finances et développement*, pp. 32-35.
- BALDWIN, R. & KRUGMAN, P., (1989), « Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, (4), pp. 635-655.
- BALDWIN, R., (1986), « Hysteresis in Trade », mimeo, NBER Summer Institute, International Studies.
- BALDWIN, R., (1988) « Hysteresis in Import Prices: The Beachhead Effect », *American Economic Review*, Vol. 78 (4), pp. 773-785.
- BANQUE MONDIALE, (2005), *Bénin : une évaluation du climat des investissements*, rapport N° xxxx - BENIN, région Afrique, département secteur privé et infrastructures, programme régional sur le développement des entreprises, Washington D.C.

BANQUE MONDIALE, (2005), *Mali : une évaluation du climat des investissements*, rapport N° xxxx - MALI, région Afrique, département secteur privé et infrastructures, programme régional sur le développement des entreprises, Washington D.C.

BANQUE MONDIALE, (2005), *Sénégal : Une évaluation du climat des investissements*, Rapport N° xx - SEN, région Afrique, département secteur privé et infrastructures, programme régional sur le développement des entreprises, Washington D.C.

BANQUE MONDIALE, (2007), *Niger : une évaluation du climat des investissements*, région Afrique, département secteur privé et infrastructures, programme régional sur le développement des entreprises, Washington DC.

BANQUE MONDIALE, (1981), *Le développement accéléré en Afrique au sud du Sahara, programme indicatif d'action*, Washington DC.

BANNY, C-K., (2004), « L'avenir de l'Union Monétaire ouest-Africaine (UMOA) » *Revue d'économie financière*, N° 75, pp. 237-247.

BARRO, R., (1995), « Inflation and Economic Growth », *Bank of England Quarterly Bulletin*, May, pp. 166-176.

BARRO, R. & GORDON, D., (1983), « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12 (1), pp. 101-121.

BAYOUMI, T. & EICHENGREEN, B., (1993), « Shocking Aspects of European Monetary Unification », in GIAVAZZI, F. & TORRES, R., *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press.

BCEAO, *Bulletin de statistiques monétaires et financières*, décembre 2005 et avril 2009.

BCEAO, (2000), *L'Union Monétaire Ouest Africaine*, 3 tomes, Georges Israël Editeur, Paris.

BEAC, (2009), *Rapport d'enquête, Mission d'appui aux travaux du comité d'audit sur les malversations au Bureau Extérieur de Paris*, 24 octobre 2009 : <http://www.beac.int/communiqués/rapportBEPParis09.pdf>.

BEAUGRAND, P., LOKO, B. & MLACHILA, M., (2002), « The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The Case of Central and West African Countries », *IMF Working Paper*, WP/02/79.

BEN HAMMOUDA, H., & al., (2009), « Why doesn't Regional Integration Improve Income Convergence in Africa », *African Development Review*, Vol. 21 (2), pp. 291-330.

BENASSY-QUERE, A. & COEURE, B., (2000), « L'avenir des "petites" monnaies, solutions régionales contre solutions en coin », *Revue d'économie politique*, Vol. 110 (3), pp. 345-376.

BENASSY-QUERE, A. & COUPET, M., (2005), « On the Adequacy of Monetary Arrangements in Sub-Sahara Africa », *The World Economy*, Vol. 28 (3), pp. 349-373.

BERVAS, A., (2006), « La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, N° 8, pp. 67-84.

BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, G. & MAURO, P., (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *IMF Staff Position*, SPN/10/03.

BLANCHARD, O. & KATZ, L., (1992), « Regional Evolutions », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1992-1, pp. 1-75.

BLINDER, A., (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Presse, Cambridge.

BLOCH-LAINE, F., (1956), *La Zone franc*, PUF, Paris.

BLOMMESTEIN, H. J., & HORMAN, G., (2008), « Gestion de la dette publique et marchés obligataires en Afrique », *Revue d'économie financière*, N° 91, pp. 255-269.

BOGETIC, Z., (2000), « Official Dollarisation: Current Experiences and Issues », *Cato Journal*, Vol. 20 (2), pp. 179-213.

BOHN, H., (1995), « The Sustainability of Budgets Deficits in a Stochastic Economy », *Journal of Money, Credit and banking*, Vol. 27 (1), pp.257-271

BOUVERET, A. & STERDYNIK, H., (2005), « Les modèles de taux de change, équilibre de long terme, dynamique et hystérèse », *Revue de l'OFCE*, N° 93, pp. 243-286.

BUAN, L., (1908), *Les banques coloniales*, Thèse de doctorat, Université de Rennes, Faculté de droit.

BURDEKIN, R., DENZAU, A., KEIL, M., SITTHIYOT, T. & WILLETT, T., (2004), « When does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities for Different Economics », *Journal of Macroeconomics*, Vol. 26 (3), pp. 519-532.

CALVO, G. & REINHART, C., (2002), « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (2), pp. 379-408.

CARMIGNANI, F., (2010), « Endogenous Optimal Currency Areas: The Case of the Central African Economic and Monetary Community », *Journal of African Economies*, Vol. 19 (1), pp. 25-51.

CARTELIER, J., (2001), « Monnaie et marché : un point de vue critique sur les modèles de prospection », *Revue Economique*, Vol. 52, n° 5, pp. 993-1011.

CHARASSE, M., (2005), « Accords monétaires internationaux », Rapport à l'attention du Sénat français, disponible à l'adresse suivante : http://senat.fr/rap/np07_04ami/np07_04ami_mono.html.

CHAMCHEIV, T., (2010), « Mécanisme de marché et régimes monétaires : l'apport de Knut WICKSELL », *Economie appliquée*, Tome LXIII (1), pp. 35-62.

CISSE, A., (2009), *Système financier et croissance économique : le cas de la Zone UEMOA*, Thèse de doctorat, Université Pierre Mendès France, Grenoble.

CLARK, P. & MACDONALD, R., (1998), « Exchange Rates and Economic Fundamentals : a Methodological Comparison of BEERs and FEERs », *IMF Working Paper*, WP/98/67.

CLAVERANNE, B., (2005), *La Zone franc, Au-delà de la monnaie...*, Economica, Paris.

COLLANGE, G. & PLANE, P., (1994), « Dévaluation des francs CFA : le cas de la Côte d'Ivoire », *Economie internationale*, N°58 (2), pp. 3-25.

COUSSY, J., (1998), « Matériaux pour une économie politique de la dévaluation du franc CFA », *Economie et société*, N° 34, pp. 69-100.

DALY, H., (2002), « Sustainable Development: Definitions, Principles, Policies », Invited Adress, World Bank, Washington, DC.

DE BERNIS, G.D., (2001), « Quel commerce pour quel développement ? », in DAMIEN, M. & GRAZ, J-C., *Commerce international et développement soutenable*, Economica, Paris.

DE SAILLY, J., (1957), *La Zone sterling*, Armand Colin, Paris.

DELAGE, A. & MASSIERA, A., (1994), *Le franc CFA : bilan et perspectives*, L'Harmattan Paris.

DENIZET, P., (1899), *Essai sur les banques coloniales*, Thèse de doctorat, Faculté de droit, Université de Paris.

DESQUILBET, J-B. & NENOVSKY, N., (2005), « Confiance et ajustement dans les régimes d'étalon-or et de caisse d'émission », *Mondes en développement*, N°130, pp. 77-93.

DIARRA, M., (1972), *Les Etats africains et la garantie de la France*, NEA, Dakar.

DJOUFELKIT, H., (2007), « Evolution des TCER de la Zone franc : 1993-2008 », *Rapport Thématique Jumbo*, N° 20.

DOLLAR, D. & HALLWARD-DRIEMEIER, M., (1999), « Crisis, Adjustment and Reform in Thailand's Industrial Firms », *World Bank Research Observer*, Vol. 15 (1), pp. 1–22.

DORNBUSCH, R. & FISCHER, S., (1980), « Exchange Rate and the Current Account », *American Economic Review*, Vol. 70, N° 5, pp. 960-971.

DOUMBIA, S., (2009), « Le sous-financement de l'économie dans un contexte de surliquidité bancaire : le paradoxe de l'UEMOA », Colloque international du réseau entrepreneuriat de l'AUF, http://www.entrepreneuriat.auf.org/IMG/pdf/A14C43_FINAL.pdf.

DOUMBIA, S., (2005), *La Zone franc : analyse de l'efficacité de la dévaluation sur la décennie 1994-2004*, Mémoire de Master 2, UPMF de Grenoble.

DOUMBIA, S. & LAZES, J., (2008), « Institutions internationales. La réforme du FMI : un ordre du jour avorté », *Informations et Commentaires*, N° 144, juillet-septembre.

DRIVER, R. & WESTWAY, P., (2004), « Concepts of Equilibrium Exchange Rates », *Bank of England Working paper*, N° 248.

Economic Commission for Africa, (2008), *Assessing Regional Integration in Africa 2008, Towards Monetary and Financial Integration in Africa*, Addis Ababa.

EICHENGREEN, B., (1999), *Towards a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington D.C.

ENGELHARD, P. & BEN ABDALLAH, T., (1989), « Faut-il dévaluer le franc CFA? », ENDA Tiers Monde.

EWERHART, C. & VALLA, N., (2008), « Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », *Revue de la stabilité financière*, N° spécial liquidité, N° 11, pp. 145-160.

FESSARD, P., (2009), *Vision du monde & théorie économique, une approche épistémologique et historique du circuit monétaire de François Quesnay*, Thèse de Doctorat soutenue à l'Université de Fribourg.

FIELDING, D. & SHIELDS, K., (2001), « Modelling Macroeconomic Shocks in the CFA Franc Zone », *Journal of Development Economics*, Vol. 66 (1), pp. 199–223.

FISHER, S., (1993), « The Role of Macroeconomics Factors in Growth », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32 (3), pp. 485-512.

FLEMING, M., (1962), « Domestic Financial Policies under Fixes and Floating exchange Rates », *IMF Staff Papers*, Vol. 9 (3), pp. 369-380.

FRANKEL, J. & ROSE., A., (1998), « The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria », *Economic Journal*, Vol. 108 (449), pp. 1009-1025.

FREEDMAN, C. & LAXTON, D., (2009), « Why Inflation Targeting? », *IMF Working Paper*, WP/09/86.

FRIEDMAN, M., (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, MacMillan, London.

FRIEDMAN, M., (1959), « The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results », *Journal of Political economy*, Vol. 67 (4), pp. 327-351, traduit dans THORN, R., (1971), *Théorie monétaire*, Dunod, pp. 91-126.

FRIEDMAN, M., (1956), « The Quantity Theory of Money: A Restatement », in *Studies in The Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, traduit dans THORN, R., (1971), *Théorie monétaire*, Dunod, pp. 69-90.

GANCOU, J-M. & BONDOMA YOKONDO, D., (1998), *Gestion du taux de change et politique d'ajustement dans les pays africains membres de la Zone franc*, Economica, Paris.

- GERARDIN, H., (1989), *La Zone franc*, L'Harmattan, Paris.
- GERARDIN, H., (1986), « Intégration monétaire et création de monnaie : le cas de la Zone franc », *Economies et sociétés*, Série F, N° 30, pp. 95-133.
- GLELE-AHANHANZO, M., (1986), *Introduction à l'Organisation de l'Unité Africaine et aux organisations régionales africaines*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris.
- GOREUX, L.M., (1995), *La dévaluation du franc CFA ; un premier bilan en décembre 1995*, Etude pour la Banque Mondiale, (28 décembre).
- GOSH, A. & PHILLIPS, S., (1998), « Warning: Inflation may be Harmful to Your Growth », *IMF Staff Papers*, Vol. 45 (4), pp. 672-710.
- GREEN, J. & SWAGEL, P., (1998), « The Euro Area and the World Economy », *Finance & Development*, Vol. 35 (4), pp. 8-11.
- GUERINEAU, S., (2006), « Le recours à l'endettement interne: l'exemple des pays de l'UEMOA », *La lettre des économistes de l'AFD*, N° 14.
- GUILLAUMONT, P. & GUILLAUMONT, S., (1988), *Stratégies de développement comparées, Zone franc et hors Zone franc*, Economica, Paris.
- GUILLAUMONT, P., (1985), *Croissance et ajustement, les problèmes de l'Afrique de l'Ouest*, Economica, Paris.
- GUILLAUMONT-JEANNENEY, S., (2006), « L'indépendance de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest : une réforme souhaitable ? », *Revue d'économie du développement*, Vol. 20 (1), pp. 45-77.
- GUILLAUMONT-JEANNENEY, S. & TAPSOBA, S.J., (2009), « Pro cyclicité de la politique budgétaire et surveillance multilatérale dans les Unions monétaires africaines », (<http://publi.cerdi.org/ed/2009/2009.04.pdf>) site consulté le 31/03/2009.
- HADJIMICHAEL, M. & GALY, M., (1997), « The CFA Franc Zone and the EMU », *IMF Working Paper*, WP/97/156.
- HANKE, S., (2008), « Why Argentina did not have a Currency Board », *Central Banking Journal*, Vol. 18 (3), pp. 55-58, disponible à l'adresse suivante : http://www.cato.org/pubs/articles/hanke_feb2008_argentina_currencyboard.pdf.
- HANKE, S. & SCHULER, K., (2000), *Currency Boards for Developing Countries*, disponible à l'adresse suivante: <http://users.erols.com/kurrency/icegrevev.htm>.
- HANKE, S. & SCHULER, K., (1994), *Currency Boards for Developing Countries*, International Center for Economic Growth, ICS Press, San Francisco.

HATZICHRONOGLOU, T., (1996), « Globalisation and Competitiveness: Relevant Indicators », *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 1996/5, OECD Publishing.

HAWKINS, J. & MASSON, P., (2003), « Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies », *BIS Paper*, N° 17.

HERNANDEZ-CATA, E., & al., (1998), *The West African Economic and Monetary Union, Recent Developments and Policy Issues*, *IMF Occasional Paper*, N° 170.

HO, C., (2002), « A Survey of the Institutional and Operational Aspects of Modern-day Currency Boards », *BIS Working Paper*, N° 110.

HOFFMAISTER, A., W., ROLDOS, J. & WICKHAM, P., (1998), « Macroeconomic Fluctuations in Sub-Saharan Africa », *IMF Staff Papers*, Vol. 45 (1), pp. 132–160.

HUGON, P., (2007), « Rentabilité du secteur bancaire et défaillance du financement du développement, le cas de la CEMAC », *Revue Tiers Monde*, N° 192, pp. 771-788.

HUGON, P., (2003), *Les économies en développement à l'heure de la régionalisation*, Karthala, Paris.

HUGON, P., (1999), *La Zone franc à l'heure de l'euro*, Karthala, Paris.

IWAI, K., (1996), « The Bootstrap Theory of Money- A Search Theoretic Foundation of Monetary Economics », *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 7 (4), pp. 451-477.

IWAI, K., (1988), « The Evolution of Money - A Search Theoretic Foundation of Monetary Economics », CARESS Working Paper 88-03, University of Pennsylvania.

JAILLET, P. & CARRERE, E., (2004), « La Zone franc, une zone monétaire robuste, en voie d'intégration économique », *Revue d'économie financière*, N° 75, pp. 183-209.

JAQUEMOT, P. & ASSIDON, E., (1988), *Politiques de change et ajustement en Afrique*, Ministère de la coopération et du développement, Paris.

JEUNE AFRIQUE, (2010), N° 2579, du 13 au 19 juin.

JEUNE AFRIQUE, (2009), N° 2540, du 13 au 19 septembre.

JEUNE AFRIQUE, (2009), N° 2509, du 08 au 14 février.

JEVONS, S., (1876), *La monnaie et le mécanisme de l'échange*, Baillière, Paris.

JOANNIDIS, M. & PERRET, T., (2005), « L'UEMOA : la crise, sans dévaluation », *MFI HEBDO : Economie Développement*, RFI, le 15/04/2005.

JOUDIQUO, C., (1998), « Système bancaire et politique monétaire dans les pays africains de la Zone franc. La monnaie et le crédit au service du développement, 1945-1985 », in *La France et l'Outre-mer, un siècle de relations monétaires et financières*, Colloque tenu à Bercy, les 13,

14 et 15 novembre 1996, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, Paris, pp. 647-654.

KABLAN, S., (2009), « Mesure de l'efficacité des banques dans les pays en voie de développement : le cas de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) », *African Development Review*, Vol. 21 (2), pp. 367-399.

KAMINSKY, G., REINHART, C. & VÉGH, C., (2004), « When it Rains it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies », *NBER Working Paper*, N° 10780.

KATZ, M. & WEISFELD, H., (2004), « La Zone franc d'aujourd'hui : défis à relever et mesures à prendre », *Revue d'économie financière*, n° 75, pp. 249-261.

KAUFFMANN, C., (2005), « Le financement des PME en Afrique », OCDE, *Repères* N° 7.

KENEN, P., (1969), « The Optimum Currency Area : An Eclectic View », in MUNDELL, R. & SWOBODA, A.K., *Monetary Problems of international Economy*, University of Chicago Press.

KEYNES, J-M., (1988), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, traduction de DE LARGENTAYE, J., Payot, Paris.

KHAN, M. & SENHADJI, A., (2001), « Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth », *IMF Staff Papers*, Vol. 48 (1), pp. 1-21.

KIYOTAKI, R. & RIGHT, R., (1989), « On Money as a Medium of Exchange », *Journal of Political Economy*, Vol. 97 (4), pp. 927-954.

KRUGMAN, P., (2009), « Chinese New Year », *New York Times*, disponible à l'adresse suivante : <http://www.nytimes.com/2010/01/01/opinion/01krugman.html>.

KRUGMAN, P., (1993), « Lessons of Massacuhsetts for EMU », in TORRES, F. & GIAVAZZI, F., *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, pp. 241-269.

KRUGMAN, P. & OBSTFELD, M., (2009), *Economie internationale*, 8^{ème} éd., Pearson Education, Paris.

KUZNETS, S., (1955). « Economic Growth and Income Inequality », *American Economic Review*, Vol. 45, (1), pp. 1-28.

KYDLAND, F. & PRESCOTT, E., (1977), « Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, Vol. 85 (3), pp. 473-492.

LAKEHAL, M., (2000), *Dictionnaire d'économie contemporaine*, Vuibert, Paris.

LANE, P., (2003), « The Cyclical Behaviour of Fiscal Policy: Evidence from the OECD », *Journal of Public Economics*, Vol. 87 (12), pp. 2661-2675.

LANE, P. & TORNELL, A., (1999), « The Voracity Effect », *American Economic Review*, Vol. 89 (1), pp. 22-46.

- LATREILLE, T. & al., (2004), « La Zone franc, dix ans après la dévaluation : situation macroéconomique », *Revue d'économie financière*, N° 75, pp. 211-235.
- LAVOIE, M., (1987), « Monnaie et production : une synthèse de la théorie du circuit », *Economie et Société*, N°4, pp. 65-101.
- LEDUC, M., (1965), *Les institutions monétaires africaines : pays francophones*, Ed. Pedone, Paris.
- LEFILLEUR, J., (2007), « Le financement des PME en Afrique Sub-saharienne : contraintes et perspectives de développement », *Horizons Bancaires*, N° 332, pp. 67-74.
- LEFILLEUR, J., (2008), « Comment améliorer l'accès au financement pour les PME d'Afrique subsaharienne ? », *Afrique contemporaine*, N° 227, pp. 153-174.
- LELART, M., (2003), « L'Union monétaire en Afrique de l'Ouest », *L'Economie politique*, N° 19, pp. 106-112.
- LELART, M., (1998), « L'origine du *compte d'opérations* », in *La France et l'outre-mer, un siècle de relations monétaires et financières*, Colloque tenu à Bercy, les 13,14, 15 novembre 1996, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, Paris, pp.529-545.
- LENAIN, P., (2004), *Le FMI*, La Découverte, 4^{ème} éd., Paris.
- LEVY-YEYATI, E. & STURZENEGGER, F., (2005), « Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words », *European Economic Review*, Vol. 49 (6), pp. 1603-1635.
- LEWIS, A., (1954), « Economic Development with Unlimited Supply of Labour », *The Manchester School of Economics and Social Studies*, Vol. 22, pp. 139-91, disponible à l'adresse suivante : <https://webpace.utexas.edu/hcleaver/www/368lewistable.pdf>.
- LUCAS, R., (1972), « Expectations and the Neutrality of Money », *Journal of Economic Theory*, Vol. 4 (2), pp. 103-24.
- MARCHAND, C., (1998), « L'aide française et l'ajustement », in *La France et l'outre-mer, un siècle de relations monétaires et financières*, Colloque tenu à Bercy, les 13,14, 15 novembre 1996, Comité pour l'histoire économique et financière de la France.
- MARX, K., (1963), *Œuvres I Economie, édition établie, présentée et annotée par Maximilien RUBEL*, Bibliothèque de la Pléiade, Paris.
- MASSON P. & PATTILLO, C., (2005), *The Monetary Geography of Africa*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- MASSON P. & PATTILLO, C., (2004), « A Single Currency for Africa? », *Finance & Development*, pp. 8-15 (décembre).
- MASSON, P., & PATTILLO, C., (2001), « Monetary Union in West Africa, An Agency for Restraint for Fiscal Policies? », *IMF Working Paper*, WP/01/34.

MBAYE, S., (1995), « En finir avec la dépendance, souhaitable union des économies africaines », *Monde diplomatique*, p. 15 (septembre).

MCKINNON, R., (2000), « MUNDELL, the Euro, and Optimum Currency Areas », Stanford University Working Paper, N° 00009.

MCKINNON, R. & PILL H., (1998), « The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different? », in GLICK, R., *Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press.

MCKINNON, R., (1963), « Optimum Currency Area », *American Economic Review*, Vol. 53 (4), pp. 717-725.

MEISEL, N. & MVOGO, J-P., (2007), « Quelle politique de développement financier en Zone franc ? », AFD, *Rapport thématique JUMBO*, octobre 2007\23.

MENGER, K., (1892), « On the Origin of Money », *Economic Journal*, Vol. 2 (6), pp. 239-255.

MEISSNER, C. M. & OOMES, N., (2009), « Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice », *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28 (3), pp. 522-547.

MEISSNER, C. M. & OOMES, N., (2008), « Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice », *IMF Working Paper*, WP/08/132.

MEISSNER, C. M. & OOMES, N., (2006), « Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice », *Cambridge Working Papers in Economics*, CWPE 0643.

MONGA, C. & TCHATCHOUANG, J-C., (1996), *Sortir du piège monétaire*, Economica, Paris.

MONTESQUIEU, C-L. de S., (1877), *Œuvres complètes avec des notes de Dupin, Crevier, Voltaire, Mably, Servan, La Harpe, etc. etc.*, F. Didot, Paris.

MUNDELL, R., (2003), « Une théorie des zones monétaires optimales », *Revue française d'économie*, Vol. XVIII (2), pp. 4-19.

MUNDELL, R., (2002), « Does Africa Need a Common Currency? », in *Defining Priorities for Regional Integration*, United Nations Economic Commission for Africa, Addis Ababa, pp. 45-57.

MUNDELL, R., (1972), « African Trade, Politics, and Money », in TREMBLAY, R., *African and Monetary Integration*, Les Editions HRW, Montréal.

MUNDELL, R., (1962), « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal And External Stability », *IMF Staff Papers*, Vol. 9 (1), pp. 70-77.

MUNDELL, R., (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, Vol. 51 (4), pp. 657-665.

MYINT, H., (1958), « The Classical Theory of Trade and Underdeveloped Countries », *Economic Journal*, Vol. 68 (270), pp. 317-337.

NDIAYE, A., (2007), « Fuite des capitaux, épargne et investissement en Zone Franc Africaine : Une approche économétrique par les données de panel », Conférence organisée par la BAD et la CEA, Addis Abeba, du 15 au 17 novembre : <http://www.uneca.org/aec/documents/Ameth%20Saloum%20NDIAYE.pdf>.

NENOVSKY, N. & HRISTOV, K., (2002), « New Currency Boards and Discretion. The Empirical Evidence from Bulgaria », *Economic Systems*, Vol. 26 (1), pp. 55-72.

ORLEAN, A., (1991), « L'origine de la monnaie (I) », *Revue du MAUSS*, N° 14, pp. 126-152.

PARGUEZ, A., (2003), « Monnaie et capitalisme : la théorie générale du circuit », in PIEGAY, P. & ROCHON, L-P., *Théories monétaires post keynésiennes*, Economica, Paris.

PERSSON, T. & TABELLINI, G., (1990), *Macroeconomics Policy, Credibility and Politics*, Harwood Academic Publishers, Amsterdam.

POLAK, J., (1997), « The IMF Monetary Model at Forty », *IMF Working Paper*, WP/97/49.

POLAK, J., (1957), « Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems », *IMF Staff Papers*, Vol. 6, pp. 1-50.

POLLIN, J-P., (2009), « Réguler la liquidité bancaire », *Revue d'économie financière*, N° 94, pp. 273-285.

POLLIN, J-P, (2008), « Maîtriser l'inflation : avec quels objectifs et quelles stratégies ? », *Revue économique et monétaire*, N° 4, pp. 5-23.

POLLIN, J-P, (2005), « Théorie de politique monétaire, esquisses d'une refondation », *Revue économique*, Vol. 56 (3), pp. 507-539.

POLLIN, J-P, (2002), « Pour une stratégie de cible d'inflation dans la Zone euro », *Revue d'économie financière*, N°65, pp. 39-68.

PRAET, P. & HERZBERG, V., (2008), « Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendance, vulnérabilité et communication financière », *Revue de la stabilité financière*, N° spécial liquidité, N° 11, pp. 105-120.

PRAO, S., (2009), *La dimension monétaire du développement, une application à deux pays de l'UEMOA : la Côte d'Ivoire et le Sénégal*, Thèse de Doctorat soutenue à l'UPMF de Grenoble.

PREBISCH, R., (1950), *The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems*, United Nations Economic Commission for Latin America, New York.

RAMIREZ G. & TSANGARIDES, C., (2007), « Competitiveness in the CFA Franc Zone », *IMF Working Paper*, WP/07/212.

RAPPORTS ANNUELS DE LA BCEAO, 2004, 2005, 2006, 2008.

RAPPORTS ANNUELS DE LA ZONE FRANC, 1984, 1988, 1993, 1994, 2002, 2003, 2004, 2006, 2007, 2008.

RICARDO, D., (1970), *Principes de l'économie politique et de l'impôt*, Calmann-Lévy, Paris.

ROCHET, J-C, (2008), « La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort », *Revue de la stabilité financière*, N° spécial liquidité, N° 11, pp. 47-55.

ROGER., S., (2010), « Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà », *Finances & Développement*, mars, pp. 46-49.

SANDRETTO, R. & al., (1994), *Zone Franc, Du franc CFA à la monnaie unique européenne*, Les éditions de l'épargne, Paris.

SAWYER, M., (2003), « KALECKI, KEYNES et l'analyse post-keynésienne de la monnaie », in PIEGAY, P. & ROCHON, L-P., *Théories monétaires post keynésiennes*, Economica, Paris.

SAXEGAARD, M., (2006), « Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa », *IMF Working Paper*, WP/06/115.

SAREL, M., (1996), « Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth », *IMF Staff Papers*, Vol. 43 (1), pp. 199-215.

SCHULER, K., (2003), « Les institutions monétaires et le sous-développement : histoire et recommandations pour l'Afrique », *Labyrinthe*, N° 16, pp. 59-82.

SCHUMPETER, J.A., (2005), *Théorie de la monnaie et de la banque*, Tome II, L'Harmattan, Paris.

SCHUMPETER, J.A., (2000), *Théorie de la monnaie et de la banque*, Tome I, L'Harmattan, Paris.

SECK, F-F., (2009), « Panorama de la relation banques/institutions de microfinance à travers le monde », *Revue tiers monde*, N° 199, pp. 485-500.

SELGIN, G., (1988), *The Theory of Free Banking*, Rowman & Littlefield, Totowa, New Jersey.

SELGIN, G. & LAWRENCE, H., (1994), « How Would the Invisible Hand Handle Money? », *Journal of Economic Literature*, Vol. 32 (4), pp. 1718-1749.

SEMEDO, G. & VILLIEU, P., (1997), *La Zone franc, mécanismes et perspectives macroéconomiques*, Ellipses, Paris.

SERVET, J-M., (1998), « Démonétarisation et remonétarisation en Afrique Occidentale et Equatoriale (XIXème-XXème siècles) », in AGLIETTA, M. & ORLEAN, A., *La monnaie souveraine*, Odile Jacob, Paris, pp. 289-324.

SIRÖEN, J-M., (2004), *La Régionalisation de l'économie mondiale*, La Découverte, Paris.

SMITH, A., (1859), *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, trad. de GARNIER, G., 3 Vol., Guillaumin, Paris.

STEIN, J. & ALLEN, P., (1997), *Fundamentals Determinants of Exchange Rate*, Oxford University Press.

STIGLITZ, J., (2002), *La grande désillusion*, Fayard, Paris.

STIGLITZ, J.E. & WEISS, A., (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, Vol. 71 (3), pp. 393-410.

STONE, M., (2003), « Inflation Targeting Lite », *IMF Working Paper*, WP/03/12.

SUMMERS, L., (2000), « International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures », *American Economic Review*, Vol. 90 (2), pp. 1-16.

SVENSSON, L., (1997), « Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway? », in CHRISTIANSEN, A. B. & QVIGSTAD, J. F., *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, Oslo.

SY, A., (2006), « Financial Integration in the West African Economic and Monetary Union », *IMF Working Paper*, WP/06/214.

TALVI, E. & VÉGH, C., (2005), « Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries », *Journal of Development Economics*, Vol. 78 (1), pp. 156-190.

TEYSSIER D'ORFEUIL, A., (1953), « La Zone monétaire escudo », *Revue économique*, Vol. 4 (6), pp. 884-900.

THORNTON, J., (2008), « Explaining Procyclical Fiscal Policy in African Countries », *Journal of African Economies*, Vol. 17 (3), pp. 451-464.

TIANI, F., (2002), *Le Franc CFA, la Zone franc et l'euro*, L'Harmattan, Paris.

TORTAJADA, R., (2008), « Keynes : l'économie d'abord ! Note critique à propos de *Keynes et ses combats*, Gilles DOSTALER », *Economie et société*, N° 40, pp. 1045-1072.

TORTAJADA, R., (1987), « M. de Malestroit et la théorie quantitative de la monnaie », *Revue économique*, N° 3, pp. 853-876.

TSANGARIDES, C. & QURESHI, M., (2006), « What is Fuzzy About Clustering in West Africa », *IMF Working Paper*, WP/06/09.

ÜLGEN, F., (1995), « Endogénéités de la monnaie. Fondements et Définitions d'un concept : un bilan critique », *Economie appliquée*, Tome XLVIII (4), pp. 29-59.

- VALLA, N., SAES-ESCORBIAC, B. & TIESSET, M., (2006), « Liquidité bancaire et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, N°9, pp. 93-110.
- VAN ZYL, L., (2003), « South Africa's Experience of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies », *BIS Papers*, N° 17, pp.134-139.
- VEYRUNE, R., (2004), « Les caisses d'émission modernes sont-elles orthodoxes ? », *Revue d'économie financière*, N° 75, pp.71-84.
- VEYRUNE, R., (2007), « Fixed Exchange Rate and the Autonomy of Monetary Policy: The Franc Zone Case », *IMF Working Paper*, WP/07/34.
- VILLA, P., (1994), « Dévaluation du franc CFA et profitabilité à l'exportation », *Economie internationale*, Vol. 58, (2), pp. 33-51.
- VILLIEU, J-M. & YOKONO, D. B., (1998), *La gestion du taux de change et politiques d'ajustement dans les pays africains membres de la Zone franc*, Economica, Paris.
- VIZY, M., (1989), *La Zone franc*, Centre des Hautes Etudes sur l'Afrique et l'Asie Modernes, Paris.
- WILLIAMSON, J., (2000), « What Should the World Bank Think about the Washington Consensus », *World Bank Research Observer*, Vol. 15 (2), pp. 251-264.
- WILLIAMSON, J., (1985), *The Exchange Rate System*, 2nd éd., Institute for International Economics, Washington DC.
- WYPLOSZ, C., (2005), « Excess of Liquidity in the Euro Area », Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20050314/wyplosz_en.pdf.
- YEHOUE, E., (2007), « The CFA Arrangements – More than Just an Aid substitute? », *IMF Working Paper*, WP/07/19.

LISTE DES SIGLES

ACCT : Agence Comptable Central du Trésor
AEF : Afrique Equatoriale Française
AEN : Avoirs Extérieurs Nets
AFD : Agence Française de Développement
AID : Association Internationale de Développement
AOF : Afrique Occidentale Française
APD : Aide Publique au Développement
BAD : Banque Africaine de Développement
BAO : Banque d'Afrique Occidentale
BC : Banque Centrale
BCC : Banque Centrale des Comores
BCE : Banque Centrale Européenne
BCEAEC : Banque Centrale des Etats de l'Afrique Equatoriale et du Cameroun
BCEAO : Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
BEAC : Banque des Etats de l'Afrique Centrale
BEER : Behavioural Equilibrium Exchange Rate
BOAD : Banque Ouest Africaine de Développement
BRVM : Bourse régionale des Valeurs Mobilières
BVMAC : Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale
CCFL : Caisse Centrale de la France Libre
CEA : Commission Economique (des Nations Unies) pour l'Afrique
CEDEAO : Communauté Economique Des Etats de l'Afrique de l'Ouest
CEEAC : Communauté Economique des Etats de l'Afrique Centrale
CEN-SAD : Communauté des Etats Sahélo-Sahariens
CEPGL : Communauté Economique des Pays du Grand Lac
CFA : Colonie Française d'Afrique
CFA : Communauté Financière Africaine
CFA : Coopération Financière Africaine
CFP : Colonie Française du Pacifique
CFP : Change Franc Pacifique
CMA : Common Monetary Area
COMESA : Common Market for Eastern and Southern Africa

CPM : Comité de Politique Monétaire
DEER : Desired Equilibrium Exchange Rate
DES : Douala Stock Exchange
DOM : Départements d’Outre-mer
DTS : Droits de Tirage Spéciaux
EAC : East African Community
ECOWAS : Economic Community of West African States
EMAV : Engagements Monétaires À Vue
FC : Franc Comorien
FEER : Fundamental Equilibrium Exchange Rate
FF : Franc Français
FMI : Fonds Monétaire International
IADM : l’Initiative pour l’Annulation de la Dette Multilatérale
ICA : Investment Climate assessment
IGAD : Intergovernmental Authority on Development
IOC : Indian Ocean Commission
MMA : Multilateral Monetary Area
MRU : Mano River Union
NATREX : Natural Real Exchange Rate
NEPAD : Nouveau Partenariat pour le développement
OAC : Optimum Anchor Choice
OCA : Optimum Currency Area
OCDE : Organisation pour la Coopération et le Développement Economique
OHADA : Organisation pour l’Harmonisation du Droit des Affaires en Afrique
OMD : Objectifs du Millénaire pour le Développement
OUA : Organisation de l’Unité Africaine
PAS : Programme d’Ajustement Structurel
PAZF : Pays Africains de la Zone Franc
PIB : Produit Intérieur Brut
PMA : Pays les Moins Avancés
PPA : Parité des Pouvoirs d’Achat
PPTE : Pays Pauvres Très Endettés
RC : Réserves Constituées
RCA : République Centrafricaine

RE : Réserves Excédentaires
RO : Réserves Obligatoires
RR : Réserves Requises
SACU : Sothern African Customs Union
SADC : Southern African Development Community
SARB : South Africa Reserve Bank
SEMC : Société des Eaux Minérales du Cameroun
SME : Système Monétaire Européen
TCEN : Taux de Change Effectif Nominal
TCER : Taux de Change Effectif Réel
TOFE : Tableau des Opérations Financières des Etats
TOM : Territoires d'Outre-mer
UDE : Union Douanière Equatoriale
UDEAC : Union Douanière des Etats de l'Afrique Centrale
UEMOA : Union Economique et Monétaire Ouest Africaine
UMA : Union du Maghreb Arabe
UMCO : Union Monétaire des Caraïbes Orientales
UMOA : Union Monétaire Ouest Africaine
UNESCO : United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization
WAEMU : West African Economic and Monetary Union
ZMAO : Zone Monétaire de l'Afrique de l'Ouest
ZMO : Zones Monétaires Optimales

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE	6
INTRODUCTION GENERALE	7
Chapitre introductif : L’Afrique, un laboratoire des questions monétaires	21
Section 1 : La contribution de l’Afrique à la compréhension des pratiques monétaires.....	23
A. Les apports de l’Afrique précoloniale au débat monétaire contemporain.....	23
B. La (ré)monétarisation de l’Afrique et l’émission monétaire coloniale.....	28
a. Les premiers Instituts d’émission et leur logique d’émission monétaire respective	28
b. La (ré)monétarisation et la naissance des zones monétaires	32
c. Les arrangements monétaires coloniaux	35
Section 2 : L’Afrique regorge de projets d’intégration monétaire	41
A. La naissance des zones monétaires indépendantes et le destin croisé des pays africains	
.....	42
a. Les arrangements monétaires rescapés.....	42
b. Les zones monétaires indépendantes.....	44
1. La CMA en Afrique Australe.....	44
2. La singularité de la Zone CFA : renforcement institutionnel et	
approfondissement de l’intégration monétaire	47
c. Le destin croisé des pays africains : le rejet du passé colonial.....	50
B. Des projets d’intégration régionale imbriqués.....	53
Conclusion.....	57
1^{ère} PARTIE : Le choc de la dévaluation.....	58
INTRODUCTION	59
Chapitre 1 : Du régime des accords monétaires aux programmes d’ajustement	
structurel	60
Section 1 : Les fondements du régime des accords monétaires	61
A. Les principes de fonctionnement de la Zone CFA	61
B. Le dispositif de <i>compte d’opérations</i> : la vraie nature de la coopération monétaire	
franco-africaine	70
a. Les controverses suscitées par les <i>comptes d’opérations</i>	71
b. Les avantages et les inconvénients des <i>comptes d’opérations</i> pour la France.....	75

c. Les avantages et les inconvénients des <i>comptes d'opérations</i> pour la Zone CFA...	78
Section 2 : Les implications du régime des accords monétaires	82
A. La performance du régime des accords monétaires : stabilité des prix et prospérité économique	82
B. L'essoufflement du régime des accords monétaires.....	84
C. La mise en place des programmes d'ajustement structurel	85
a. Les fondements du régime d'ajustement structurel.....	85
b. La mise place des PAS dans la Zone CFA.....	90
c. Les résultats du régime d'ajustement structurel et la justification de la dévaluation	92
Conclusion.....	97
Chapitre 2 : La dévaluation du franc CFA et les mesures d'accompagnement.....	98
Section 1 : Les justifications de la dévaluation	99
A. Les objectifs de la dévaluation : confrontation théorique	100
a. Les objectifs de la dévaluation	101
b. La dévaluation dans les modèles économiques.....	102
1. Le théorème des élasticités critiques	102
2. La dévaluation du point de vue des structuralistes.....	106
3. Le modèle d'équilibre de portefeuille	107
4. L'ambivalence des modèles qui mettent l'accent sur le phénomène d'hystérèse	109
B. Au-delà des considérations théoriques... ..	111
a. La controverse autour de la surévaluation du taux de change du franc CFA.....	111
b. Les motivations politiques et financières de la dévaluation.....	115
Section 2 : Les mesures d'accompagnement et la place de la monnaie	118
A. Les mesures d'accompagnement de la dévaluation	118
a. Les mesures conçues dans le cadre des PAS.....	118
b. Les mesures visant à atténuer les effets négatifs de la dévaluation	121
c. Les mesures de convergence	122
B. Aperçu théorique de la monnaie : divergences de visions entre les courants de pensée	125
a. Les approches orthodoxes : vision d'une monnaie neutre.....	125
b. La monnaie, les alternatives théoriques au courant dominant	128
1. La monnaie dans la tradition postkeynésienne.....	128
2. Les approches circuitistes de la monnaie	129

3. Les approches régulationnistes de la monnaie	130
c. Quelle doctrine monétaire dans la Zone CFA ?	131
Conclusion.....	137
Chapitre 3 : La dévaluation du franc CFA : un bilan mitigé.....	139
Section 1 : Les effets de la dévaluation aux niveaux macroéconomique, sectoriel et social	140
A. Les effets macroéconomiques	141
a. L'inflation.....	142
b. Les comptes extérieurs	144
c. La croissance économique.....	147
d. Les finances publiques	148
e. L'investissement.....	152
f. Le taux de couverture de la masse monétaire	153
B. Les effets sectoriels	155
C. Les effets sociaux	157
Section 2 : L'impact de la dévaluation sur la compétitivité et selon la zone d'émission... 159	
A. La dévaluation et la question de la compétitivité.....	160
B. Evolution divergente de l'UEMOA et de la CEMAC.....	169
Conclusion.....	173
2^{ème} PARTIE : Analyse des nouvelles orientations de la politique économique.....	175
INTRODUCTION.....	176
Chapitre 4 : La Zone CFA et les caisses d'émission : les analogies de deux systèmes d'émission monétaire	177
Section 1 : Le régime du franc CFA, une fixité conventionnelle <i>de jure</i> , mais un <i>currency board de facto</i>	178
A. Le régime des caisses d'émission : présentation et diversité	179
B. L'évolution « officieuse » de la Zone CFA vers un <i>currency board</i> de fait	184
Section 2 : D'autres éléments de comparaison et les implications du <i>currency board</i> de fait	191
A. Les éléments de comparaison qui peuvent faire l'objet de débats	191
a. La liberté de mouvement des capitaux	191
b. Le <i>currency board</i> : prêteur en dernier ressort ou régulateur passif de la masse monétaire ?	193
c. Le <i>currency board</i> et la détention des réserves obligatoires	194

B. Procyclicité économique et son mécanisme	195
a. La cyclicité des politiques économiques : le bilan des travaux récents	195
b. Un régime de croissance en proie aux entrées des capitaux	197
Section 3 : Les implications des réformes récentes.....	201
A. La CEMAC, une réforme de portée limitée	201
B. L'UEMOA, dynamisme du processus d'intégration au risque de confondre vitesse et précipitation.....	202
a. Les principaux points de la réforme	202
b. La portée de la réforme	204
1. Le ciblage de l'inflation, une tendance internationale	204
2. Les fondements du ciblage de l'inflation	205
3. Les implications possibles du ciblage de l'inflation dans l'UEMOA	207
Conclusion.....	213
Chapitre 5 : Surliquidité bancaire et sous-financement de l'économie, une analyse du paradoxe de la Zone CFA	216
Section 1 : La liquidité bancaire : définitions et mesures	218
A. La liquidité bancaire, une notion simple, mais difficile à appréhender	218
a. La liquidité de marché	219
b. La liquidité de financement.....	220
c. Des liens étroits entre les deux variantes de la liquidité.....	221
B. La surliquidité du système bancaire de la Zone CFA : évaluation et mise en évidence	221
a. La mesure de la surliquidité bancaire	222
b. La surliquidité du système bancaire de la Zone CFA	225
Section 2 : Les causes et le recyclage de la surliquidité bancaire	231
A. Les causes de la surliquidité bancaire	231
a. Les contraintes liées à la défense de la parité.....	232
b. Les entrées des capitaux	236
c. La surliquidité bancaire selon une logique d'offre et de demande.....	239
B. La réaffectation partielle de la surliquidité et la question de l'efficacité de la politique monétaire.....	247
a. L'UEMOA : la réaffectation partielle de la surliquidité	247
b. Surliquidité bancaire et efficacité de la politique monétaire, le cas de la CEMAC251	247
Conclusion.....	255

Chapitre 6 : La fixité du franc CFA au défi de l'hétérogénéité structurelle	257
Section 1 : Une monnaie unique pour des pays hétérogènes	259
A. La théorie des ZMO : les critères préalables à l'unification monétaire	259
B. Des études convergentes sur la non optimalité de la Zone CFA	262
a. L'optimalité de la Zone CFA, un état des lieux	262
b. Les résultats obtenus dans le cadre du <i>cluster analysis</i>	265
Section 2 : Le choix du régime de change et de la monnaie d'ancrage	270
A. La recherche de la crédibilité justifie-t-elle <i>a posteriori</i> la fixité du change du franc CFA ?	270
B. Le choix de la monnaie d'ancrage en question.....	272
a. Les coûts d'un ancrage inapproprié.....	273
b. Comment faire le choix approprié d'une monnaie d'ancrage ?	274
1. L'idée sous-jacente.....	275
2. Le corpus théorique	276
C. Analyse de l'euro comme monnaie d'ancrage du franc CFA	280
Conclusion.....	289
CONCLUSION GENERALE	291
ANNEXES	294
BIBLIOGRAPHIE	299
LISTE DES SIGLES	313
TABLE DES MATIERES	316