



HAL
open science

Le fonctionnement des comptes d'opérations et leur rôle dans les relations entre la France et les pays africains

Bruno Tinel

► **To cite this version:**

Bruno Tinel. Le fonctionnement des comptes d'opérations et leur rôle dans les relations entre la France et les pays africains. 2016. halshs-01391233

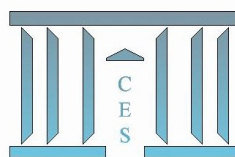
HAL Id: halshs-01391233

<https://shs.hal.science/halshs-01391233>

Submitted on 3 Nov 2016

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

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



**Le fonctionnement des comptes d'opérations et leur rôle
dans les relations entre la France et les pays africains**

Bruno TINEL

2016.69



Le fonctionnement des comptes d'opérations
et leur rôle dans les relations entre la France et les pays africains¹

18/10/2016

Bruno Tinel (bruno.tinel@univ-paris1.fr)

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Centre d'Economie de la Sorbonne

JEL codes: E58 ; F33 ; F54

English title: The operation accounts and the relations between France and the African countries

Abstract: The French authorities are responsible for the fixity of the CFA Franc (XOF) / Euro exchange rate. Half of the currency reserves of the African countries of the Franc zone (ACFZ) are centralised on an operation account managed by the French Treasury. The CFA system is more flexible than a currency board, nevertheless it is not enough to match the monetary policy with the specific needs of a developing economy. On the external side, the CFA acts as an import subsidy and a tax on exports. On the internal side, the room to manoeuvre remains limited in the present context as reserves are weakening with the decrease in commodity prices. The needs of the ACFZ could be better fulfilled through a more flexible exchange rate and the idea of monetary stability has to take into account the inevitable imbalances occurring on the goods and services market in a developing economy.

Key words : operations account ; CFA franc ; currency board ; monetary stability

Résumé : La parité fixe entre le franc CFA et l'Euro est assurée par les autorités françaises qui centralisent la moitié des réserves en devises des pays africains de la zone franc (PAZF) sur un compte d'opérations géré par le Trésor Public français. Le système du CFA est plus souple qu'une caisse d'émission (*currency board*) néanmoins, il ne permet pas de mener une politique monétaire en adéquation avec les besoins en développement. Sur le plan externe, la monnaie joue comme une subvention aux importations et une taxe sur les exportations. Sur le plan interne, les marges de manoeuvre restent limitées dans un contexte d'érosion des réserves de changes causé par un recul des prix des matières premières. Pour répondre aux besoins en développement des PAZF, il est nécessaire que le taux de change puisse jouer son rôle d'amortisseur et que la notion même de stabilité monétaire soit redéfinie de manière à tenir compte des tensions causées par le développement sur le marché des biens et services.

Mots clés : compte d'opérations ; franc CFA ; caisse d'émission ; stabilité monétaire

¹ Une première version de ce texte a fait l'objet d'une présentation lors de la conférence organisée sur « L'avenir du franc CFA en question. Quels outils monétaires et quelle souveraineté économique pour une politique de progrès en Afrique de l'Ouest et Centrale ? » au Sénat le 17 septembre 2015, sous l'égide de la fondation Gabriel Péri. Il a été publié sous une forme légèrement différente en tant que quatrième chapitre de l'ouvrage collectif *Sortir l'Afrique de la servitude monétaire : à qui appartient le franc CFA ?*, La Dispute, octobre 2016, sous la direction de Kako Nubukpo, Martial Ze Belinga, Bruno Tinel et Demba Moussa Dembélé. Que mes collègues et amis, ainsi qu'Alexis Cukier et Chrystel Le Moing soient remerciés pour leurs lectures et commentaires. Je reste seul responsable des erreurs et omissions que ce texte comporte.

Le fonctionnement des comptes d'opérations

et leur rôle dans les relations entre la France et les pays africains

Bruno Tinel

Quelle est l'efficacité des politiques, notamment monétaires, adoptées en zones CFA depuis des décennies ? Au regard de quels objectifs ? Il devrait être possible de s'interroger sur le coût économique exorbitant que paient les zones franc CFA en vue de bénéficier d'une « stabilité monétaire » tant vantée. La plupart du temps, celle-ci est en effet présentée dans les littératures officielles comme un principe tout aussi intangible que bénéfique à l'ensemble des composantes des économies concernées. Pourtant, est-il vraiment justifié de continuer à affirmer que la « stabilité monétaire », telle qu'elle est conçue et pratiquée dans les deux zones CFA, est une condition et non un obstacle à un développement endogène digne de ce nom ?

Entre, d'un côté, le spectre de l'hyperinflation et, d'un autre, celui de la déflation, il existe en réalité d'importantes marges pour définir une politique monétaire stable et adaptée aux besoins de l'économie. Trop souvent, la notion de « stabilité monétaire » sert à entraver le débat : qui serait assez idiot pour se faire l'avocat de l'instabilité et du chaos monétaire ? Pourtant, la notion de « stabilité monétaire » ne va pas de soi, elle n'a de sens qu'en relation avec une dynamique macroéconomique d'ensemble. Dans les zones CFA, cette notion donne trop souvent l'impression de servir à apporter de la respectabilité à une politique monétaire en réalité trop restrictive et servant principalement les intérêts bien compris des groupes européens² – en particulier français – intervenant dans les pays membres de ces zones monétaires et de leurs élites rentières.

L'inadaptation de la politique monétaire aux besoins des économies en zones CFA résulte d'un double problème : d'abord de structure et ensuite de doctrine. Du point de vue de la structure, la politique monétaire en zones CFA est en partie inscrite dans les spécificités institutionnelles qui font exister ces deux monnaies à parité fixe avec l'Euro. C'est ici que le fonctionnement des comptes d'opérations doit être explicité. Ensuite, du point de vue de la doctrine, à l'intérieur même des règles de fonctionnement – pourtant fort étroites – des zones CFA, il existe des marges qui demeurent inemployées par ses banquiers centraux, malgré d'immenses besoins financiers insatisfaits. Les structures institutionnelles des zones CFA rendent la politique monétaire rigide et, dans bien des cas, trop restrictive compte tenu du niveau de développement des pays concernés. À l'intérieur de ces structures, les choix opérés par les dirigeants des zones CFA accentuent davantage encore le caractère restrictif de la politique monétaire, au-delà de ce qu'imposent les règles légales de fonctionnement.

² Notons que les opérateurs chinois, ou de n'importe quel autre pays, qui se positionnent en zone CFA sont également en mesure de bénéficier de l'avantage de dégager, dans une des zones les plus pauvres du monde, des profits convertibles en Euro sans risque de change.

La parité fixe CFA/Euro

Ordinairement, quand un pays souhaite maintenir sa monnaie à parité avec une ou plusieurs autres monnaies, il doit acheter ou vendre sa monnaie contre des devises étrangères en fonction des fluctuations de l'offre et de la demande sur le marché monétaire. Si la monnaie nationale est très demandée, pour éviter qu'elle ne s'apprécie par rapport aux autres monnaies, la Banque centrale achète alors des devises en vendant sa monnaie nationale. Elle engrange donc des devises : ses réserves augmentent. Si la monnaie nationale est peu recherchée sur le marché monétaire, son cours va au contraire avoir tendance à se dégrader, la monnaie se dévalorise car il y a un excès chronique de l'offre de monnaie nationale contre devise. Pour défendre la parité, la Banque centrale doit donc intervenir pour acheter, sur les marchés des devises, la monnaie nationale dont elle a la garde en vendant des devises. Il faut ainsi que la parité soit défendable, c'est à dire que l'objectif de change ne fasse pas de la monnaie nationale une monnaie trop « forte ».

La capacité de la Banque centrale à défendre sa monnaie contre la dévalorisation par rapport aux autres monnaies est donc limitée par les réserves qu'elle a réussi à constituer. Pour faire simple, sa capacité à constituer des réserves dépend du solde de la balance courante : s'il est excédentaire, ceci signifie que le pays ne consomme pas la totalité de son revenu national, il dégage donc une épargne, cela se traduit par une augmentation des réserves de change détenues par la Banque centrale. Dans ce cas, par définition, l'économie dont la balance est excédentaire détient une créance nette sur le reste du monde, autrement dit sa balance des capitaux est déficitaire du même montant. Il se passe l'inverse lorsque les exportations sont plus faibles que les importations. Pour maintenir constante la parité de la monnaie nationale à un niveau défini a priori il faut avoir continuellement des réserves de change en quantité suffisante, ce qui n'est pas facile surtout pour une petite économie dépendante et si l'objectif de change est trop élevé.

Il est possible de présenter les choses sous un autre angle : pour favoriser le développement industriel et trouver des débouchés externes, les autorités souveraines peuvent décider d'imposer un contrôle des changes afin que la monnaie nationale soit sous-évaluée, c'est à dire que le taux de change soit adapté aux besoins de développement interne et permette d'exporter à bas prix. C'est la stratégie adoptée par la Chine depuis plusieurs décennies. Dans l'hypothèse où l'économie est suffisamment diversifiée, ce qui dépend en partie d'une telle politique, il en résulte alors des excédents commerciaux systématiques qui permettent de constituer des réserves de changes et de détenir durablement des créances sur ses partenaires commerciaux. Une telle politique permet de dégager des marges de manœuvres internes car elle permet d'assurer, pour les résidents, un accès souple aux liquidités pour la dépense interne et l'investissement. Elle permet également d'obtenir des marges de manœuvre externes, y compris sur le plan géostratégique car détenir des créances sur d'autres pays permet à la fois de moins dépendre d'instances telles que le FMI et d'agir potentiellement sur leurs taux d'intérêts

ainsi que sur le cours de leurs monnaies. Mais une telle politique a lieu au détriment des partenaires commerciaux, qui subissent une forme de dumping monétaire lequel peut malgré tout s'avérer acceptable pour eux tant que le pays qui contrôle son taux de change se positionne dans des secteurs à plus faible valeur ajoutée où prévaut un effet prix également bénéfique – dans une certaine mesure – pour les pays importateurs.

Une telle politique monétaire, orientée par les intérêts internes en matière de développement, n'est pas possible en zone CFA telle qu'elle fonctionne actuellement. Pourtant, couplée à des politiques industrielles volontaristes, une telle stratégie est très favorable à l'activité, au développement et à l'intégration des secteurs industriels domestiques les uns aux autres. Certes, il en résulterait très probablement un taux d'inflation moins bas que les 2,5 % invariablement constatés en zone CFA, mais est-ce si grave ? Si l'inflation s'anime un peu, après tout, c'est bon signe : cela signifie que la demande est vigoureuse et, par ailleurs, cela rend les finances publiques plus facilement soutenables car les recettes fiscales sont alors plus dynamiques et la valeur réelle des dettes s'allège un peu. Laisser l'inflation atteindre 4, 6 voire 8 % en moyenne devrait être sérieusement envisagé, l'instabilité globale ne serait pas nécessairement plus grande et cela inciterait à investir plutôt qu'à thésauriser. En effet, dans le système CFA actuel, la stabilité monétaire se paie par une forte instabilité réelle sur le marché des biens et services et sur le front de l'emploi³. Il serait préférable de faire en sorte que le système des prix soit en mesure de jouer un rôle dans les ajustements, ce qui ne contraindrait pas à sacrifier régulièrement l'économie réelle sur l'autel de la stabilité monétaire.

Pourtant, quand bien même les autorités monétaires des zones CFA souhaiteraient vraiment s'inspirer de l'expérience de la Chine, elles n'auraient pas les marges de manœuvre requises pour mener une telle politique monétaire compte tenu des contraintes institutionnelles qui définissent les CFA.

En quoi consistent les comptes d'opérations ?

Les Banques centrales des zones CFA n'assument pas elles-mêmes la fixité de leur monnaie avec l'Euro⁴, c'est le Trésor français, c'est à dire le budget de l'État (et non pas la Banque de France), qui en a la charge⁵. Le problème résultant de réserves limitées ne se pose pas *a priori* mais, en contrepartie, les pays des deux zones CFA déposent auprès du Trésor public, en France, leurs réserves

³ Ces questions fondamentales d'un point de vue économique sont discutées de manière approfondie par Shantayanan Devarajan et Dani Rodrik, "Do the Benefits of Fixed Exchange Rates Outweigh their Costs? The Frank Zone in Africa", *CEPR discussion papers*, n°561, 1991 www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=561 et Marc Klau "Exchange rate regimes and inflation and output in Sub-Saharan countries", *BIS working papers*, n°53, 1998, <http://www.bis.org/publ/wp53.pdf>.

⁴ Le taux de change est le suivant 1 EUR = 655,957 francs CFA et 1 EUR = 491,96775 FC.

⁵ Pour une présentation historique et institutionnelle du CFA lire le chapitre de Nadim Michel Kalife dans le présent ouvrage et l'opuscule de Demba Moussa Dembele *Zone franc et sous-développement en Afrique*, ARCADE, 2015 qui propose en outre une évaluation critique de cette union monétaire et présente les projets de monnaie unique de la CEDEAO, de Banque centrale africaine et de Fonds Monétaire africain ; à propos de la recherche d'une « troisième voie » par le Mali entre 1960 et 1963, cf. Guia Migani « L'indépendance par la monnaie : la France, le Mali et la zone franc, 1960-1963 », *Relations internationales*, 2008/1 (n° 133), p. 21-39.

de change. Le Trésor français apporte ainsi une garantie de convertibilité présentée comme illimitée⁶ des monnaies émises par les instituts d'émission de la zone Franc⁷. En contrepartie de cette convertibilité, les réserves de change sont centralisées, à deux niveaux : les États des deux zones UEMOA et CEMAC centralisent leurs réserves de change auprès de leur banque centrale, lesquelles sont tenues d'en déposer 50 % auprès du Trésor français, sur un compte d'opérations ouvert au nom de chacune d'elles (au delà de ce seuil, des dépôts facultatifs sont possibles sur un « compte spécial de nivellement »⁸). Ces comptes sont rémunérés au taux de facilité de prêt marginal de la BCE – ce taux est aujourd'hui très bas : 0,3 % depuis le 10 septembre 2014 – et offrent la possibilité d'un découvert présenté comme illimité, moyennant un paiement d'intérêts en cas de position débitrice.

Le véritable ancrage du CFA n'est pas tout à fait l'Euro mais le DTS car les avoirs déposés dans les comptes d'opérations sont garantis contre une dépréciation de l'Euro par rapport au DTS : le 31 décembre de chaque année, les comptes d'opérations sont crédités du montant de la dépréciation ; ce montant est calculé cumulativement au jour le jour dans une comptabilité annexe, qui est dans ce cas remise à zéro. Néanmoins, ce mécanisme est asymétrique car une appréciation nette de l'Euro par rapport au DTS ne se traduit pas par un débit sur les comptes d'opérations mais par un report, dans la comptabilité annexe, des gains de change cumulés quotidiennement durant l'année $n-1$, sur le montant du premier janvier de l'année n ; dans ce cas de figure, la comptabilité annexe n'est donc pas remise à zéro.

Les Banques centrales peuvent recourir sans limitation aux avances du Trésor français mais, en contrepartie, ces avances doivent avoir un caractère exceptionnel, c'est à dire que les comptes d'opérations ne peuvent devenir durablement débiteurs. Une sorte de dispositif d'alerte a été mis en place : les émissions monétaires en zone CFA doivent être couvertes à hauteur de 20 %, au minimum, par les réserves de change. Si ces critères sont respectés, quel que soit le niveau des comptes d'opération, la parité du CFA sera maintenue par le Trésor français.

Dans ce système, le Trésor français accepte de donner à ses correspondants des Euros contre des CFA et *vice versa*, à taux fixe et de manière supposément illimitée, mais à condition que les réserves de change ne fondent tout de même pas trop. En effet, si le stock de CFA détenu par le Trésor augmente continuellement, cela signifie qu'en présence de taux de change ajustables, le franc CFA se dévaloriserait. Par conséquent, il se peut qu'à mesure que les CFA détenus par le Trésor augmentent

⁶ Cette idée d'une convertibilité *illimitée* du CFA en euro quel que soit le solde de la balance des paiements de l'Union (ce solde pouvant devenir débiteur sans limite fixée *a priori* concernant la durée ou le montant) est ostensiblement présente dans les documents officiels régissant le CFA et nombreux sont ceux qui, à l'instar de Michel Lelart « L'Union monétaire en Afrique de l'Ouest », *L'Économie politique*, 2003/3 (no 19), pp. 106-112 ou Sylviane Guillaumont Jeanneney « L'indépendance de la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest : une réforme souhaitable ? », *Revue d'économie du développement*, 2006/1 (Vol. 14), p. 45-77, reprennent cette formule sans l'interroger. Nous verrons plus loin que c'est en réalité l'état de la jauge constituée par les comptes d'opération (lesquels ne sont en rien un « mécanisme », contrairement à ce qui est fréquemment écrit) et par le taux de couverture des émissions qui a, dans les faits si ce n'est en droit, limité la convertibilité.

⁷ Ces instituts sont au nombre de trois : la Banque Centrale des États d'Afrique de l'Ouest, la Banque des États de l'Afrique Centrale et Banque Centrale des Comores.

⁸ Le compte spécial de nivellement est un peu moins bien rémunéré et ne fait pas l'objet d'une garantie de change de l'Euro avec le DTS (droit de tirage spécial, actif de réserve international créé par le FMI en 1969).

(ce qui signifie une dévalorisation virtuelle), le solde des comptes d'opérations se détériore. Au fond, les Euros offerts par le Trésor contre des CFA sont gagés sur les réserves. Ces dernières permettent en quelque sorte de compenser les tensions de change virtuelles entre l'Euro et le CFA (ici une dévalorisation virtuelle du CFA détenu en grande quantité par le Trésor).

Ce qu'il convient de comprendre ici, c'est qu'il n'y a aucun mécanisme spécifique aux comptes d'opérations. Ces derniers servent simplement d'indicateur, ils sont une jauge. Ces comptes remplacent en quelque sorte le taux de change en tant qu'émetteur de signal. S'ils se remplissent, le Trésor français sait qu'il ne paiera pas de sa poche les Euros remis aux banques centrales de la zone Franc. En revanche, s'ils se vident trop, les fonctionnaires en charge de sa gestion tireront le signal d'alarme à l'approche du seuil des 20% parce que les Euros échangés contre des Francs CFA finiront par être payés par les contribuables de France... mais le système est simplement conçu pour que cela n'arrive pas. En effet, le Trésor français ne commence à « aider » les Banques Centrales africaines qu'au moment où ces dernières ont procédé au « ratissage »⁹ de toutes les devises détenues dans leurs zones respectives, notamment auprès des banques commerciales, et même du FMI. C'est seulement après ce ratissage que le Trésor met les euros à disposition des Banques Centrales. La seule fois où les réserves ont beaucoup diminué, en 1993, le processus a abouti à la dévaluation de janvier 1994¹⁰. Drôle d'assureur que le Trésor !

La valeur externe du CFA est ainsi déléguée à une entité extérieure, le Trésor français, qui bénéficie de ces devises pour son propre financement. De ce point de vue, ce système de centralisation des devises de la zone CFA contribue à financer une fraction, très petite (0,5%), de la dette publique française¹¹. Certains affirment que ce système est injuste dans la mesure où « la France continue à voler ses anciennes colonies ». Néanmoins, il convient d'être lucide car c'est un argument secondaire au regard du reste : du point de vue de la France, le gain matériel apporté par la centralisation de ces devises sur les fameux comptes d'opérations est microscopique. La France est l'un des pays dont la dette publique est la plus attractive au monde. Elle n'a pas besoin des réserves de change de ses anciennes colonies pour se financer. Le principal intérêt du gouvernement français dans ce système

⁹ Le système est connu et se prénomme « la clause de ratissage », cette clause signifie que si les disponibilités en devises sont considérées comme devenant insuffisantes par le Trésor Français les Banques Centrales en zone CFA doivent centraliser toutes les devises en les rachetant contre des CFA auprès des entreprises privées et des organismes publics.

¹⁰ Malgré la dégradation du taux de couverture des émissions monétaires, Pierre Villa « Dévaluation du Franc CFA et profitabilité à l'exportation », *Economie Internationale*, n°58, pp. 33-51 met en évidence qu'il n'est pas aisé de soutenir l'idée d'un CFA surévalué durant la période qui précède la dévaluation en se basant uniquement sur les critères habituels, voir également Blaise Gnimassoun « Méalignements du franc CFA et influence de la monnaie ancre », *Economie & prévision*, 2012/2 (n° 200-201), p. 91-119 ; pour des éléments méthodologiques permettant d'analyser l'effectivité et l'efficacité d'une dévaluation, cf. Patrick Guillaumont et Sylviane Guillaumont Jeanneney « De l'effectivité de la dévaluation des francs CFA. Quelques enseignements tirés du Cameroun et de la Côte-d'Ivoire », *Revue économique*, 48 (3), 1997. pp. 451-460 ; pour une discussion générale et toujours d'actualité sur les enjeux de la dévaluation en zone CFA, cf. Jacques Adda « Quelques remarques sur la parité du franc CFA et l'avenir de la zone franc après Maastricht », *Observations et diagnostics économiques : revue de l'OFCE*, n°41, 1992. pp. 293-301.

¹¹ En 2014, les avoirs déposés par les Banques Centrales Africaines auprès du Trésor français représentaient 6950 milliards de CFA soit 10,6 milliards d'euros, sources : *Rapport annuel de la zone franc*, 2015 annexes 1 et 2, <https://www.banque-france.fr/eurosysteme-et-international/zone-franc/rapports-annuels-de-la-zone-franc.html>

relève de la géopolitique internationale, car il lui permet de conserver ses anciennes colonies dans sa sphère d'influence.

La perpétuation d'un tel système après l'indépendance des pays des zones CFA est considérée à juste titre par nombre d'observateurs, en Afrique comme en France, comme scandaleuse. La grande violence symbolique du maintien très visible d'un rapport colonial doit être soulignée. Les symboles, ça compte. Les pays des zones CFA continuent à déléguer à l'ancienne puissance coloniale la gestion de la valeur externe de leur monnaie et, ce faisant, ils lui apportent même des facilités (très modestes) de financement pour sa dette publique. Certes, les pays de la zone CFA ne seraient sans doute pas en mesure de maintenir eux-mêmes la parité fixe avec l'euro. Mais en ont-ils vraiment besoin ? Et quand bien même ce pourrait être souhaitable à certains égards, en quoi l'objectif d'une parité fixe devrait-il primer sur tout autre objectif en matière de politique économique ? Ce dispositif assumé par la France leur apporte une stabilité externe qu'ils ne seraient peut-être pas en mesure de s'offrir. Mais à quel prix ?

Enfin, la France se trouve en mesure d'assumer cette mission précisément parce que les économies des zones CFA sont très petites au regard de sa propre économie ; les PIB des zones UEMOA et CEMAC représentent en effet 7% du PIB de la France en 2014, pour une population deux fois et demi plus importante. Si les économies des deux sous-régions CFA venaient à se développer et à grossir trop vite, la France serait moins en mesure d'assumer ce paternalisme monétaire à leur égard. En des termes moins polémiques : ce système est faisable tant que les économies de la zone CFA demeurent de petite taille au regard de celle de l'économie française. Dans son fonctionnement actuel, on peut douter de la capacité de ce système à permettre aux économies des deux sous régions d'émerger sur des bases endogènes plutôt qu'à contribuer à la perpétuation de son sous-développement et de sa dépendance, vis-à-vis des marchés internationaux de matières premières sur lesquels ces pays n'ont aucune prise et vis-à-vis des bailleurs de fonds étrangers.

Quelle politique monétaire pour la zone CFA ?

Dans ce système, les Banques Centrales de la zone CFA, ayant en mémoire que la dévaluation de 1994 leur a été imposée par le gouvernement français en raison du franchissement du seuil-plancher des 20%, privilégient une stratégie visant à maximiser l'écart avec ce seuil-plancher sous contrainte d'une inflation-cible de 2%¹², ce qui a peu de chance de correspondre *a priori* aux besoins économiques réels. Ainsi, lorsque les réserves baissent, les Banques Centrales de la zone CFA peuvent être tentées de chercher à durcir leur politique monétaire, en vue d'améliorer leur taux de couverture et de s'éloigner ainsi autant que possible du seuil fatidique des 20%. Plusieurs canaux sont susceptibles

¹² Plus précisément, la BCEAO poursuit une cible de 2% tandis que l'UEMOA affiche une cible de convergence d'inflation à 3% ; il va sans dire qu'un tel affichage n'est pas cohérent et ne contribue pas à réduire l'incertitude.

de conduire, imparfaitement, à ce résultat¹³. En voici une liste non exhaustive. D'une part, le durcissement des conditions de refinancement des banques permet de réduire les engagements à vue de la Banque Centrale. D'autre part un accès plus onéreux aux liquidités et une baisse des concours aux Trésors des zones CFA sont susceptibles de limiter le déséquilibre de la balance commerciale en bridant la demande intérieure. Néanmoins, ces mesures sont limitées. Elles ne peuvent que ralentir le processus d'érosion du taux de couverture car elles ne permettent pas d'améliorer la compétitivité à l'exportation. Elles ne peuvent agir directement sur les flux intrants de devises, lesquels dépendent en premier lieu de l'état des marchés mondiaux des matières premières. En outre, sur ces marchés, les exportations de la zone CFA rapportent d'autant moins, ou d'autant plus, de devises exprimées en CFA (c'est ainsi qu'elles apparaissent au bilan des Banques Centrales) si l'euro s'apprécie, ou se déprécie, au regard des monnaies de facturation des matières premières et biens agricoles exportés pour l'essentiel en dollars. De ce point de vue, la valorisation des exportations des zones CFA est conditionnée à l'évolution du taux de change entre l'euro et le dollar, lequel ne dépend quasiment pas de la politique monétaire pratiquée par les Banques Centrales des zones CFA.

Les moyens d'action des Banques Centrales Africaines des deux zones pour améliorer leur taux de couverture sont à la fois limités et, dans bien des cas, délétères pour l'activité économique. Ainsi, par exemple, une érosion des réserves en zones UEMOA et CEMAC a lieu depuis quatre ou cinq ans en raison de la dégradation de la conjoncture mondiale qui entraîne à la baisse une partie des prix des matières premières. Compte tenu de la discussion qui précède, les Banques Centrales Africaines pourraient tenter de durcir leur politique monétaire pour limiter cette érosion mais ceci n'aurait que peu d'effet tant la situation interne est devenue atone, d'autant que les taux d'intérêts sont déjà nettement plus élevés que dans la zone euro.

Le système du CFA impose aux Banques Centrales Africaines de la zone de couvrir 20% de leurs engagements à vue par des devises (dont au moins la moitié sont déposées sur les comptes d'opérations auprès du Trésor français) néanmoins, Kako Nubukpo souligne, dès 2007¹⁴, qu'en pratique le taux de couverture des émissions avoisine les 100 % depuis des années. En effet, les réserves de la BCEAO étant tombées à 17% en 1993, en dessous donc du seuil plancher de 20 % prévu par les statuts de la Banque, le gouvernement Balladur a alors imposé une dévaluation de 50% en janvier 1994, ce qui a conduit le taux de réserves à remonter à 80 % dès la fin de l'année 1994, puis au-dessus de 100 % après 1999. Depuis quatre ou cinq ans, ce taux de réserves s'érode peu à peu (cf.

¹³ Pour une étude détaillée sur les canaux de transmission de la politique monétaire en zone UMOA, cf. Kako Nubukpo « L'impact de la variation des taux d'intérêts directeurs de la BCEAO sur l'inflation et la croissance dans l'UMOA », *Notes d'Information et Statistiques*, n°526, Etudes et Recherches de la BCEAO, juin 2002, http://www.bceao.int/IMG/pdf/L_impact_de_la_variation_des_taux_d_interet_directeurs_de_la_BCEAO_sur_l_inflation_et_la_croissance_dans_l_UMOA_Nubukpo_KK-NIS_no_526_de_juin_2002-.pdf

¹⁴ Cf. Kako Nubukpo « Politique monétaire et servitude volontaire », *Politique africaine* 1/2007 (n° 105), p. 70-84. <http://www.cairn.info/revue-politique-africaine-2007-1-page-70.htm>

tableau ci-dessous). Au 31 décembre 2014, il se situait à 85% pour l'UEMOA et à 90% pour la CEMAC.

Taux de couverture en %	2010	2011	2012	2013	2014
UEMOA	112,9	109,1	105,5	90,1	84,3
CEMAC	100,2	98,7	98,4	97,9	89,8

Source : Rapports annuel 2011 à 2014 de la Zone franc, Banque de France (publiés à l'automne de l'année $n+1$)

Un tel niveau de réserves, où celles-ci se révèlent quatre à cinq fois supérieures à ce qu'exigent les traités, peut donner lieu à une double interprétation. D'une part, le CFA n'est peut-être pas archi-surévalué –du moins du strict point de vue des relations monétaires internationales– et, d'autre part, pour ce niveau de change, l'activité interne est réduite, ce qui limite d'autant les émissions monétaires et maintient le taux de couverture à un niveau élevé. En d'autres termes, ceci révèle que, dans le cadre même du CFA, il serait possible de mener une politique monétaire plus accommodante et donc plus à l'écoute des besoins de financement des économies concernées. Ceci ne serait pas superflu dans la mesure où ces pays font partie des plus pauvres de la planète. Il ne s'agit pas ici de laisser entendre que les Banques Centrales devraient utiliser les réserves de change pour acheter des biens et services, ou pour investir directement, ce n'est pas l'objet. L'excès de réserves montre que les autorités monétaires et financières disposent de marges de manœuvre considérables pour favoriser le financement de l'économie : structurer l'offre, susciter la demande et favoriser ainsi les activités productives permettant non seulement de développer les exportations mais aussi de favoriser les investissements et les productions destinées à être écoulées sur les marchés intérieurs.

Le système du CFA ne doit pas être confondu avec celui d'une caisse d'émission (*currency board*) où, en l'absence de convertibilité de la monnaie locale, les émissions monétaires sont entièrement fondées sur une ou plusieurs devises accumulées par la Banque Centrale. Un pays utilisant une caisse d'émission ne dispose d'aucune autonomie tant en matière de change qu'en matière de politique monétaire. Le système du CFA est certes totalement rigide en termes de change (ceci peut être considéré comme un avantage à certains égards) mais il offre par ailleurs davantage de souplesse du point de vue de la politique monétaire qu'une caisse d'émission. Ceci est vrai malgré

l'incomplétude de la souveraineté¹⁵ monétaire des zones UEMOA et CEMAC. En revanche, lorsque les taux de couverture des émissions en zone CFA dépassent les 100%, le système CFA en vient de fait à imiter les caractéristiques d'une caisse d'émission c'est-à-dire à perdre des degrés de liberté et de la souplesse alors même que ce système, pourtant, se trouve déjà contraint et ne répond qu'en partie aux besoins de l'économie réelle.

Réfléchir à une politique monétaire différente et davantage orientée vers le développement endogène suppose de revenir sur les poncifs relatifs aux déterminants de l'inflation, il en découle une perception différente ce que peut être la stabilité monétaire. Malgré ce qu'ont pu raconter les tenants de l'approche dite quantitative ou « neutre » de la monnaie, l'inflation n'est pas déterminée en premier lieu par des variables purement monétaires, lesquelles d'ailleurs ne sont pas réellement contrôlées par les Banques Centrales. En effet, même en zone CFA, la monnaie n'est pas exogène : la Banque Centrale peut tout au plus agir *a posteriori* sur la base monétaire mais la quantité de monnaie est, de toute façon, déterminée par les besoins des agents non bancaires pour effectuer leurs paiements et leurs choix de placements¹⁶. Une Banque Centrale répond avec plus ou moins de souplesse, via le refinancement du système bancaire, à une demande de monnaie qu'elle ne contrôle pas.

L'inflation ne résulte pas, en première instance, des variations de la quantité de monnaie mais des tensions entre l'offre et la demande globales. Certes, ces tensions peuvent s'avérer plus ou moins intenses selon le type de politique monétaire, mais c'est bien le rythme de l'activité qui est primordial. Les pays en développement ont, par définition, un stock de capital productif à la fois insuffisant et vétuste au regard des besoins et de la demande : tout l'enjeu consiste à l'accroître et à le perfectionner. Ainsi, lorsqu'une demande solvable supplémentaire s'exprime, l'offre étant en partie rigide, il en résulte un processus inflationniste qui sera éventuellement contenu par l'accroissement et l'amélioration ultérieurs des capacités productives. L'inflation est, dans une certaine mesure, une sorte d'aiguillon qui permet de développer les moyens de production. Elle est le signe que d'importants profits sont réalisables et elle résulte elle-même du processus de développement car les investissements réalisés dans une branche sont susceptibles de stimuler la demande dans d'autres branches en raison des interdépendances sectorielles. Pour ces pays, brider à tout prix l'inflation à un niveau très bas, et qui serait sans doute trop bas y compris pour les pays capitalistes avancés, revient tout simplement à brider l'activité économique et donc le développement lui-même. Les taux d'inflation très faibles affichés par certains PMA, particulièrement en zone CFA, sont le signe de la

¹⁵ A propos de la notion de souveraineté appliquée aux pays d'Afrique Sub-Saharienne, l'excellent article de Alice Sindzingre "Liberalisation, Multilateral Institutions and Public Policies: The Issue of Sovereignty In Sub-Saharan Africa", *Mondes en développement*, 2003/3 (no 123), p. 23-56 est incontournable.

¹⁶ Ce ne sont pas les Banques centrales qui déterminent la quantité de monnaie, ni même la base monétaire puisque les banques commerciales peuvent déposer auprès d'elles davantage si elles le souhaitent ; il en va de même pour les billets : ce sont les utilisateurs de la monnaie qui déterminent la quantité qu'ils entendent détenir.

perpétuation d'une absence de développement économique ainsi que l'explique Ndongo Samba Sylla dans cet ouvrage.

L'autre principale source de l'inflation, c'est le prix des importations. Si une partie importante de l'indice des prix est déterminée en dehors de l'économie nationale, il en va de même pour l'inflation : elle est importée. Combattre l'inflation importée par une politique monétaire restrictive est inadapté car le lieu de formation des prix des biens importés s'avère hors d'atteinte pour une telle politique. L'inflation importée résulte la plupart du temps des fluctuations des prix mondiaux des matières premières industrielles et agricoles : toutes les économies y sont sujettes dans des proportions plus ou moins grandes. Pour en réduire les effets, il faut tenter de se reporter sur des substituts et de perfectionner les techniques de production afin d'y recourir en moins grande quantité. Par ailleurs, le contrôle des importations ainsi que l'imposition de certains droits de douane élevés et de contingentements ne doivent pas être écartés. Concernant les produits agricoles, le meilleur moyen d'échapper aux effets néfastes de la hausse généralisée de leurs prix est de développer localement une production suffisamment diversifiée et performante de manière à atteindre la sécurité alimentaire, ce qui permet de dégager des marges de manœuvre non seulement pour exporter mais aussi, et surtout, pour se reporter sur des biens de substitution et pour mener des politiques publiques face à l'évolution des prix. Notons ici que, certes, un taux de change correspondant à une surévaluation de la monnaie nationale permet en partie de limiter l'effet de l'inflation importée, néanmoins cette solution n'est pas vraiment satisfaisante car elle ne permet pas non plus de stimuler la production intérieure des biens concernés ou de leurs substituts.

Une politique monétaire à même de permettre à un développement endogène de prendre racine devrait par définition laisser s'exprimer les tensions marchandes résultant d'une demande interne vigoureuse. Ainsi, une inflation égale, par exemple, à une fois ou une fois-et-demi le taux de croissance réel pourrait servir de point de repère fluctuant avec l'activité elle-même. On pourrait imaginer bien d'autres règles mais l'idée ici est de fonder la notion de stabilité monétaire, c'est-à-dire d'inflation désirable, non pas en termes absolus et fixes mais à partir du niveau même de l'activité économique.

En guise d'illustration, pour la France, le rapport entre l'inflation et le taux de croissance est de 1,7 entre 1950 et 2014¹⁷ et de 1,2 entre 1990 et 2014. La moyenne rétrospective de ce ratio, en prenant pour date butoir 2007¹⁸, montre qu'il était stable autour de 1,5 entre 1950 et 1977, puis effectue un saut un peu au-dessus de 2 jusqu'en 1982 avant de se stabiliser autour de 1 ; après 2007, le ratio devient très instable. Concernant les pays de l'UEMOA et de la CEMAC, le rapport entre le taux d'inflation et le taux de croissance durant les deux dernières décennies est incroyablement bas compte

¹⁷ C'est-à-dire que pour 1% de croissance, il y a eu en moyenne 1,7% d'inflation sur la période 1950-1994.

¹⁸ Dans ce cas, sur une période $[n, t]$, on calcule entre n et t à chaque date $(n + i)$ la moyenne des valeurs entre $(n + i)$ et t . Cette méthode surpondère les valeurs récentes et sous-pondère les valeurs anciennes. Dans le cas qui nous occupe, la période récente ayant un niveau d'inflation plus élevé que la période ancienne permet de ne pas attribuer un poids trop important au rôle de l'inflation.

tenu du faible niveau de développement : par exemple 0,5 en Côte d'Ivoire, 0,4 au Burkina Faso et au Sénégal ou encore 0,2 au Cameroun¹⁹.

Pourquoi ne pas envisager une telle fourchette endogène plutôt qu'une cible fixe pour mener la politique monétaire ? On pourrait imaginer sans peine, par exemple, une règle de Taylor fondée sur un principe de « ciblage à marges endogènes »²⁰. Dans ce cas, si la croissance de l'économie s'établit à 6%, il devient alors « normal » que s'exprime une inflation comprise entre 6% et 9%. Si l'on craint que l'écart entre la borne basse et la borne haute n'augmente trop vite, on peut fabriquer, par exemple, une borne haute qui augmente avec le logarithme de la croissance comme l'illustre le calcul de la « borne haute (2) » dans le tableau ci-dessous. Une politique monétaire fondée sur ce type de principe éviterait la rigidité d'un ancrage absolu, qui conduit bien souvent à tuer dans l'œuf toute émergence économique, tout en apportant des repères indispensables pour forger les anticipations sur ce qu'est la stabilité monétaire, donc coordonner les acteurs, et conduire une politique monétaire souple et efficace au service du développement.

Taux de croissance du PIB, en %	g	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Inflation-cible, borne basse	$\pi_b = g$	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Inflation-cible, borne haute (1)	$\pi_{h1} = 1,5.g$	1,5	3	4,5	6	7,5	9	10,5	12	13,5	15
Inflation cible, borne haute (2)	$\pi_{h2} = g + \ln(g)$	1,0	2,7	4,1	5,4	6,6	7,8	8,9	10,1	11,2	12,3

Légende : g : taux de croissance, π_b : inflation-cible borne basse, π_h : inflation-cible borne haute.

Nombreux sont ceux qui dénoncent, à juste titre, l'injustice et l'oppression qu'exerce l'ancienne puissance coloniale à travers le système du CFA. Néanmoins, ils sont aussi de plus en plus nombreux à aller plus loin et à s'interroger sur les causes internes d'un tel abandon de souveraineté. À quoi bon s'infliger une telle rigueur monétaire ? La BCEAO et l'UEMOA répètent en boucle que la stabilité monétaire est une condition de la croissance et qu'un ciblage de l'inflation à 2 % ou 3 % ne limite en rien la capacité des économies de la zone à se développer. Pourtant ni la théorie économique ni les

¹⁹ Calculs effectués sur données UEMOA et CEMAC à partir des données disponibles sur le site de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/eurosysteme-et-international/zone-franc/series-statistiques-de-la-zone-franc.html>

²⁰ Dans un article économétrique assez fouillé, Balamine Diane « Estimation d'une règle de ciblage d'inflation pour la BCEAO », *Document d'Etude et de Recherche*, BCEAO, mars 2011 (également daté du 10 décembre 2010) <http://www.bceao.int/IMG/pdf/er22010.pdf>. Diane défend l'idée d'une prise en compte du taux de croissance dans la définition des marges de fluctuations acceptables autour du taux d'inflation optimal. Malheureusement, tout en reconnaissant que l'inflation résulte des fluctuations de la production vivrière, en périodes de sécheresse notamment, et des fluctuations des prix des biens importés, son analyse en vient finalement à conforter une vision fixiste de l'inflation cible ! Pour être cohérent, il faudrait au contraire faire dépendre la cible elle-même du taux de croissance et, éventuellement, du prix des biens importés. Il n'existe aucune raison ni empirique ni théorique pour que la cible optimale d'inflation soit en tout temps et en tout lieu 3% (ou comprise entre 1% et 3%), la naturalité n'existe pas en économie.

faits historiques ne soutiennent sérieusement des poncifs aussi rigides. Il serait possible d'obtenir de meilleurs résultats au sein du système CFA sans abattre ses institutions ni même changer les traités. Pourquoi diable les marges de manœuvre disponibles ne sont-elles pas utilisées ? Pourquoi ses gestionnaires se montrent-ils plus royalistes que le roi en maintenant coûte que coûte un taux de couverture quatre ou cinq fois plus important que le seuil-plancher qu'exigent les traités ?

Conclusion

Compte tenu de l'instabilité politique et du manque de légitimité de certains gouvernements dans les deux sous-régions, il est compréhensible que certains, ne souhaitant pas « lâcher la proie pour l'ombre », redoutent qu'un abandon du système actuel sans transition ne débouche sur une monnaie trop faible sur les marchés internationaux qui induirait une dollarisation ou une nairaïsation de ces économies²¹. Comme l'explique Jérôme Maucourant dans cet ouvrage, la monnaie est en effet un attribut de la souveraineté : il ne faut donc pas exclure l'éventualité d'une déliquescence monétaire au cas où le remplacement du système actuel devait se faire dans une trop grande impréparation. Dans le système actuel, l'équilibre externe prime sur l'équilibre interne, et tout l'enjeu est de faire évoluer cette hiérarchie de manière à ce que les objectifs internes soient davantage pris en compte sans que l'instabilité monétaire ne s'installe et détruise les acquis, en termes de coordination régionale, de l'actuelle coopération économique et monétaire en zones CFA. Ceci passera sans doute un jour ou l'autre par une remise en cause de la fixité de la parité du CFA avec l'euro.

Cette question est inextricablement à la fois économique et politique car elle implique également celle de la souveraineté et, donc, de la rupture plus que symbolique vis-à-vis de l'ancienne métropole. En attendant, un premier pas pour préparer l'après CFA, tout en réutilisant l'expérience en termes de compétences et d'instances de coordinations, pourrait consister notamment à amender la politique monétaire dans le cadre existant de manière à utiliser plus largement et plus souplesment les marges de manœuvre existantes et qui demeurent depuis trop longtemps inexploitées. Ceci passe également par un travail de doctrine visant à redéfinir la stabilité monétaire non pas comme un préalable ou comme une notion *en-soi*, définie de manière absolue et donc déconnectée de tout contexte macroéconomique, mais conditionnellement à des objectifs plus larges et plus fondamentaux en termes de développement et de besoins humains.

Dans tous les cas, la question de l'adossement étatique de la monnaie qui succédera au CFA demeure fondamentale car, au-delà des questions de souveraineté, les politiques budgétaires²² et fiscales²³

²¹ Pour un point de vue en termes de bien public sur le CFA et favorable à une plus grande indépendance de la BCEAO comme moyen de maintenir la crédibilité de la politique monétaire, cf. Sylvianne Guillaumont Jeanneney (2006) *art. cit.*

²² Sur la convergence budgétaire en zone CEMAC, cf. Désiré Avom et Daniel Gbetnkoum, « La surveillance multilatérale des politiques budgétaires dans la zone CEMAC : bilan et perspectives », *Mondes en développement* 2003/3 (no 123), p. 107-125 et Claude N'Kodia « Les pactes de convergence en zone franc : quels critères et quels objectifs en zone CEMAC ? », *Revue française d'économie*, 2011/2 (Volume XXVI), p. 115-148.

jouent un rôle déterminant à la fois à court terme sur la demande et aussi à long terme pour définir et orienter le contenu même du développement économique²⁴ et social par les investissements publics, la politique industrielle et aussi par l'éducation, la santé, les politiques sociales et toute forme de redistribution.

Références

Adda, Jacques « Quelques remarques sur la parité du franc CFA et l'avenir de la zone franc après Maastricht », *Observations et diagnostics économiques : revue de l'OFCE*, n°41, 1992. pp. 293-301.

Avom, Désiré et Daniel Gbetnkom, « La surveillance multilatérale des politiques budgétaires dans la zone Cemac : bilan et perspectives », *Mondes en développement* 2003/3 (no 123), p. 107-125.

Banque de France, *Rapports annuel de la zone franc* <https://www.banque-france.fr/eurosysteme-et-international/zone-franc/rapports-annuels-de-la-zone-franc.html>

Dembele, Demba Moussa *Zone franc et sous-développement en Afrique*, ARCADE, 2015.

Devarajan, Shantayanan et Dani Rodrik, "Do the Benefits of Fixed Exchange Rates Outweigh their Costs? The Frank Zone in Africa", *CEPR discussion papers*, n°561, 1991 www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=561

Diane, Balamine « Estimation d'une règle de ciblage d'inflation pour la BCEAO », *Document d'Etude et de Recherche*, BCEAO, mars 2011 (également daté du 10 décembre 2010) <http://www.bceao.int/IMG/pdf/er22010.pdf>

Gnimassoun, Blaise « Mésalignements du franc CFA et influence de la monnaie ancre », *Economie & prévision*, 2012/2 (n° 200-201), p. 91-119.

Guillaumont Jeanneney, Sylviane « L'indépendance de la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest : une réforme souhaitable ? », *Revue d'économie du développement*, 2006/1 (Vol. 14), p. 45-77.

Guillaumont Patrick, et Guillaumont Jeanneney Sylviane, « De l'effectivité de la dévaluation des francs CFA. Quelques enseignements tirés du Cameroun et de la Côte-d'Ivoire », *Revue économique*, 48 (3), 1997. pp. 451-460.

Klau, Marc "Exchange rate regimes and inflation and output in Sub-Saharan countries", *BIS working papers*, n°53, 1998 <http://www.bis.org/publ/wp53.pdf>

²³ Pour un état des lieux sur la convergence fiscale en zone UEMOA, cf. Mario Mansour et Grégoire Rota-Graziosi « Coordination fiscale dans l'Union Économique et Monétaire Ouest Africaine », *Revue d'économie du développement*, 2012/3 (Vol. 20), p. 9-34.

²⁴ Cette problématique d'ensemble est abordée de front par Kako Nubukpo, « Le policy mix de la zone UEMOA : leçons d'hier, réflexions pour demain », *Revue Tiers Monde*, 2012/4 (n°212), p. 137-152.

Lelart, Michel « L'Union monétaire en Afrique de l'Ouest », *L'Économie politique*, 2003/3 (no 19), pp. 106-112.

Mansour, Mario et Grégoire Rota-Graziosi « Coordination fiscale dans l'Union Économique et Monétaire Ouest Africaine », *Revue d'économie du développement*, 2012/3 (Vol. 20), p. 9-34.

Migani, Guia « L'indépendance par la monnaie : la France, le Mali et la zone franc, 1960-1963 », *Relations internationales*, 2008/1 (n° 133), p. 21-39.

N'Kodia, Claude « Les pactes de convergence en zone franc : quels critères et quels objectifs en zone Cemac ? », *Revue française d'économie*, 2011/2 (Volume XXVI), p. 115-148.

Nubukpo, Kako « L'impact de la variation des taux d'intérêts directeurs de la BCEAO sur l'inflation et la croissance dans l'UMOA », *Notes d'Information et Statistiques*, n°526, Etudes et Recherches de la BCEAO, juin 2002

http://www.bceao.int/IMG/pdf/L_impact_de_la_variation_des_taux_d_interet_directeurs_de_la_BCEAO_sur_l_inflation_et_la_croissance_dans_l_UMOA_Nubukpo_KK-NIS_no_526_de_juin_2002-.pdf

Nubukpo, Kako « Politique monétaire et servitude volontaire », *Politique africaine* 1/2007 (n° 105), p. 70-84. <http://www.cairn.info/revue-politique-africaine-2007-1-page-70.htm>

Kako Nubukpo, « Le policy mix de la zone UEMOA : leçons d'hier, réflexions pour demain », *Revue Tiers Monde*, 2012/4 (n°212), p. 137-152.

Alice Sindzingre “Liberalisation, Multilateral Institutions and Public Policies: The Issue of Sovereignty In Sub-Saharan Africa”, *Mondes en développement*, 2003/3 (no 123), p. 23-56.

Villa, Pierre « Dévaluation du Franc CFA et profitabilité à l'exportation », *Economie Internationale*, n°58, pp. 33-51.