

LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE EN AFRIQUE CENTRALE DEPUIS 1990: FAITS STYLISÉS ET ÉVOLUTION

FOREIGN EXCHANGE RESERVE MANAGEMENT IN CENTRAL AFRICA SINCE 1990: STYLIZED FACTS AND DEVELOPMENTS

NOUNAMO Yann,

Économiste, Afreetech CAMEROUN

Email : nounamovann@yahoo.fr

Résumé :

L'objectif de ce papier est de présenter les faits stylisés, l'évolution des réserves de change et les facteurs explicatifs de l'évolution de ces avoirs en Afrique centrale depuis 1990 à la lumière de la littérature théorique et empirique. Après avoir mis en évidence les faits stylisés qui conditionne par ailleurs la gestion des réserves de change de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC), nous constatons, en second lieu une évolution en cinq phases liés à des facteurs à la fois endogènes et exogènes. En troisième lieu, nous suggérons des recommandations liées à une amélioration de la gouvernance de la banque par une meilleure gestion interne et un accroissement de la transparence, ainsi qu'une amélioration de la gestion des ressources pétrolières dans l'union pour un renforcement du processus d'intégration régionale et l'assainissement du climat des affaires.

Mots-clés : réserves de change, Afrique centrale

Abstract :

The objective of this paper is to present the stylized facts, the evolution of foreign exchange reserves and the factors explaining the evolution of these assets in Central Africa since 1990 in the light of the theoretical and empirical literature. After highlighting the stylized facts that also condition the management of foreign exchange reserves of the Bank of Central African States (BEAC), we note, secondly, a five-phase evolution linked to both endogenous and exogenous factors. Thirdly, we suggest recommendations related to improving the governance of the bank through better internal management and increased transparency, as well as improving the management of oil resources in the union in order to strengthen the regional integration process and improve the business climate.

Keywords : foreign exchange reserves, Central Africa

Introduction

L'intérêt de l'analyse de la gestion des réserves de change en Afrique Centrale tient au fait qu'elle permet aux autorités monétaires de déterminer le coût réel de la détention de réserves. Si les réserves sont considérées tout simplement comme un portefeuille d'actifs, sans financement ou passif correspondant, leur rendement s'apparente alors à une plus-value nette pour les autorités. Cependant, nous assistons actuellement à un vif débat sur l'utilisation la gestion des réserves de change dans les différents pays africains comme sources de financement des infrastructures. Selon la définition du FMI (1993), les réserves sont « des actifs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires et qui leur permettent de financer directement les déséquilibres des paiements au moyen d'interventions sur le marché des changes.

Dans les pays de la CEMAC, et plus globalement en Afrique centrale, les réserves de change ont baissé à 56,8% en décembre 2016 comme le révèle la BEAC (2016) due aux contreperformances du secteur pétrolier, lesquelles se combinent aux coûts économiques du maintien de la sécurité dans les pays comme le Cameroun, le Tchad et la République centrafricaine. S'il est vrai que ce taux est encore largement supérieur à la norme statutaire de 20%, des réformes s'imposent dans l'urgence, conformément au Programme des réformes économiques et financières adopté le 23 décembre à Yaoundé par les chefs d'Etat de la Cemac

et le FMI. Engagés dans un vaste programme infrastructurel, les pays de la Cemac doivent créer des conditions urgentes pour l'accumulation des réserves. Nous examinons le sujet en présentant l'état des lieux et l'évolution depuis les années 1990 afin d'en déterminer les facteurs explicatifs. Ainsi, La suite de cet article se présente comme suit. La première section décrit la problématique. La deuxième section décrit la méthodologie. La troisième section présente les principaux résultats et la quatrième section fournit es recommandations de politiques économiques.

1. Faits stylisés sur la gestion des réserves de change en Afrique Centrale depuis 1990

La question des réserves de change peut être analysée sur la base d'une comparaison entre les économies émergentes et en développement d'Asie, d'Amérique latine, les pays d'Europe et d'Afrique Sub-Saharienne (ASS). En effet, les pays d'ASS détiennent un niveau de réserves bien inférieur à celui des économies émergentes et en développement d'Asie, mais supérieur à celui des pays du G7 et de celui la zone Euro (Gbandi, 2016). Ce constat peut permettre de mettre en lumière certains déterminants de la détention des réserves de change pour des raisons de précaution et d'assurance pour la convertibilité de la monnaie dans les pays émergents et à faibles revenus.

1.1. Stratégie de gestion et évolution des réserves de changes de la BEAC depuis 1990

Cette section présentera dans un premier temps la structure et les mécanismes de gestion des réserves de change de la CEMAC par la BEAC et puis l'évolution du volume des réserves et les facteurs explicatifs de ces avoirs entre 1990 et 2017.

1.1.1. Stratégie de gestion des réserves de change de la BEAC

1.1.1.1. Définition des réserves de change de la BEAC

Selon le FMI, les réserves officielles de change ou avoirs de réserves bruts « *sont les actifs extérieurs que les autorités monétaires contrôlent directement et dont elles peuvent disposer immédiatement pour répondre à des besoins de financement de la balance des paiements, pour intervenir sur les marchés des changes afin d'influer sur le taux de change, ainsi que pour d'autres besoins connexes (par exemple maintenir la confiance dans la monnaie et dans*

*l'économie et permettre d'emprunter à l'étranger*¹». Ces réserves, sous forme de devises ou actifs réels mobilisables, comprennent les numéraires et dépôts, les titres, l'or monétaire, les avoirs en DTS et la position de réserve du FMI. Les avoirs de réserve nets sont constitués par les réserves brutes moins les dettes et engagements des autorités monétaires (notamment envers le FMI).

Au sens large, les réserves de change comprennent également les avoirs extérieurs détenus par le système bancaire en dehors de la banque centrale.

Le solde global de la balance de paiements est un des déterminants des variations de réserves de change. Mais les réserves de change varient aussi en raison de la variation des taux de changes, puisqu'elles sont en général détenues dans diverses devises. Si la balance globale, formée du compte courant (balance commerciale + solde des revenus primaires + solde des revenus secondaires) et du solde du compte de capital et des opérations financières est déficitaire (< 0), alors l'économie obtient moins de ressources du reste du monde qu'il en donne, ce qui diminue les réserves de change disponibles et vice versa.

Concernant la gestion des réserves de change de la CEMAC, les Statut de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale fixent le cadre. En effet, en son Article 11 alinéa 1, il est dit : « *À l'effet d'assurer la convertibilité externe de leur monnaie, les Etats membres conviennent de mettre en commun leurs réserves de change dans un Fonds Commun des réserves de change.*

Ces réserves font l'objet d'un dépôt auprès du Trésor français dans les conditions précisées par une Convention spéciale dite Convention de Compte d'Opérations, signée par le Président du Conseil d'Administration de la BEAC et le Directeur Général du Trésor français, après avis conforme du Comité Ministériel.

La Convention de Compte d'Opérations visée à l'alinéa précédent fixe la quotité des réserves devant obligatoirement être placées par la BEAC au Compte d'Opérations.

Les réserves détenues hors du Compte d'Opérations par la Banque Centrale peuvent être :

- *déposées en compte libellés en monnaies convertibles auprès du Trésor français, de la Banque des Règlements Internationaux, d'instituts d'émission, d'institutions*

¹ FMI, Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale, sixième édition, 2009

financières spécialisées ou d'établissements de crédit étrangers ayant une notation minimum équivalente à A+, chez une des principales agences de notation figurant sur une liste arrêtée par le Conseil d'Administration de la Banque Centrale ;

- ou employées à la souscription à des opérations sur le marché d'achat, vente, prêt, emprunt, de titres de dette négociables, libellés en monnaies convertibles, émis par les pays, les émetteurs privés ou publics ou les institutions financières internationales ayant une notation minimum équivalente à AA, chez une des principales agences de notation ou bénéficiant de la garantie d'un des pays ci-dessus désigné et figurant sur une liste arrêtée par le Conseil d'Administration de la Banque Centrale ou appartenant à la zone euro.

Les titres acquis par la BEAC au titre des opérations visées ci-dessus peuvent être déposés auprès de la Banque des Règlements Internationaux, d'instituts d'émission, d'institutions financières spécialisées ou d'établissements de crédit étrangers dans les conditions et limites fixées par le Conseil d'Administration de la Banque Centrale.

Les réserves détenues hors du Compte d'Opérations par la Banque Centrale peuvent également être :

- employées, dans le respect des limites fixées par le Conseil d'Administration de la Banque Centrale à des opérations de couverture des placements effectués dans le cadre fixé au présent article ;*
- placées en gestion déléguée auprès d'institutions financières spécialisées ou d'établissements de crédit étrangers de réputation internationale, figurant sur une liste arrêtée par le Conseil d'Administration de la Banque Centrale.*

Les dispositions relatives aux instruments et opérations de placement autorisés ou interdits sont précisées par le Conseil d'Administration de la Banque Centrale.

Les opérations d'investissement visées dans le présent article sont conduites, sous la responsabilité du Gouvernement, dans le cadre de la politique d'investissement et de contrôle des risques mise en place par la BEAC ».

Ainsi, dans le contexte actuel, les réserves officielles (actifs de réserves officielles) de change de la CEMAC sont composées des avoirs extérieurs (créances sur les non-résidents)² et les avances de la BEAC à la Banque de Développement des Etats de l'Afrique Centrale (BDEAC) selon le tableau ci-dessous.

Tableau 1 : Composition des réserves officielles de changes de la BEAC

Méthodologie SML (Situation Monétaire au Sens Large)		Méthodologie FDS (Formulaire de Déclaration Standardisé du FMI)		
Indicateur	Formule de calcul	Indicateur	Formule de calcul pour FDS CEMAC	Formule de calcul pour FDS Pays
Avoirs Extérieurs	Billets Etrangers	Créances sur les non-résidents	Billets étrangers	Billets étrangers
	+		+	+
	Correspondants Hors Zone d'Emission		Correspondants Hors Zone d'Emission	Correspondants Hors Zone d'Emission
	+		+	+
	Trésor Français/compte d'opérations (Solde Créiteur)		Trésor Français	Trésor Français
	+		+	+
	Comptes courants chez correspondants étrangers (salle de marché de la BEAC)		Comptes Courants Chez Correspondants Etrangers	Comptes Courants Chez Correspondants Etrangers
	+		+	+
	Encaisse-Or		Encaisse-Or	Encaisse-Or
	+		+	+
	1-Avoirs En DTS Régularisés		1-Avoirs En DTS régularises	1-Avoirs En DTS régularisés
	+		+	+
Réserves officielles de change	4-Position Reserve Au Compte General Du FMI	Actifs de réserves officielles	4-Position Reserve Au Compte General Du FMI	4-Position Reserve Au Compte General Du FMI
	+			+
Avoirs Extérieurs Nets	10 - Avances des Services ³ Centraux à la BDEAC	Actifs Extérieurs Nets		10 - Avances des Services Centraux à la BDEAC
	= Avoirs Extérieurs - 10 - Avances des Services Centraux à la BDEAC		= Créances sur les Non-résidents	= Créances sur les Non-résidents - 10 - Avances des Services Centraux à la BDEAC
Avoirs Extérieurs Nets	Avoirs Extérieurs	Actifs Extérieurs Nets	Créances sur les Non-résidents	Créances sur les Non-résidents

² Selon la nouvelle méthodologie des statistiques monétaires du FMI

³ Les avances des services centraux à la BDEAC sont les avoirs extérieurs pour un pays et non pour la CEMAC dans sa globalité. Toutefois, ceux-ci ont été intégrés dans les données consolidées de la zone CEMAC jusqu'à une certaine période.

	-		-	-
	Engagements Extérieurs		Engagements envers les Non-résidents	Engagements envers les Non-résidents

Source : BEAC (2019)

1.1.2. Structure de réserves de changes

Les objectifs et les préoccupations de la Banque Centrale dans le cadre de la gestion de ses réserves de change sont en ordre d'importance : la sécurité, la liquidité et la rentabilité. Ainsi, la structure doit respecter un certain équilibre pour permettre à la BEAC de répondre efficacement ses engagements ainsi que celles des Etats et ceux d'autres agents économiques.

En son article 38, les statuts donnent le pouvoir au Comité de Politique Monétaire (CPM) de définir les grandes orientations de la politique des réserves de change et du stock d'or. À ce titre, le CPM prescrit les orientations relatives notamment au niveau et à la structure des réserves de change, à savoir le montant que ces réserves doivent atteindre et le type d'actifs, notamment les devises étrangères, dont elles se composent et leur proportion respective.

La structure cible des réserves repose sur le seuil cible des réserves qui est le niveau des réserves requis pour couvrir 3 mois d'importations de biens et services non facteurs, ainsi que 3 mois de service de la dette publique extérieure. Ainsi, les réserves sont réparties en Compte d'Opérations, en portefeuille de liquidité (PL) et en portefeuille d'investissement (PI), dépendra du taux de couverture des importations. Ainsi, si les réserves sont inférieures à 3 mois d'importations 50% sont conservées au compte d'opération et 50 en portefeuille de liquidité. Si elles sont supérieures à 3 importations de biens et services, 50 % sont logés au compte d'opérations, 1,5 mois d'importations en portefeuille de liquidité et le reste en portefeuille d'investissement de la salle de marché investis en titres.

1.1.2.1. La détermination du niveau optimal de réserves

Si les réserves de change sont utiles pour faire face aux chocs et stabiliser le taux de change, elles sont en général peu rémunérées. En effet, pour être utilisées rapidement, elles doivent rester disponibles pour les autorités monétaires sous des délais qui se sont progressivement réduits en raison de l'importance des mouvements de capitaux et de la rapidité de leurs changements de destination. Ceci entraîne un coût d'opportunité, car en accroissant les investissements (ce qui se traduit par plus d'importations), un pays peut accélérer sa croissance et ainsi, probablement, faire une meilleure utilisation de ses devises.

En fonction de leurs préférences pour la stabilité vs la croissance, les autorités monétaires ont donc un choix à faire pour viser un niveau optimal de réserves. Dans le cas de la CEMAC, l'appartenance à la zone Franc constitue un élément à prendre en compte puisque ce cadre institutionnel modifie les coûts et avantages de la détention de devises.

Le FMI a longtemps utilisé dans les pays à faible revenu un repère empirique : les réserves de change ne devaient pas diminuer en dessous de 3 mois d'importations. Toutefois, depuis la crise asiatique de 1997, les pays émergents (à commencer par la Chine) ont privilégié la sécurité et ont constitué des niveaux de réserves de change extrêmement élevés, ce qui est difficile à justifier sur un plan purement économique (Baduel, 2014). Le FMI a alors essayé de déterminer des niveaux optimaux de réserves de change qui tiennent compte d'autres variables que les mouvements de biens et services (mais sans tenir compte, à notre connaissance, de la situation particulière des pays de la zone franc) (FMI, 2011).

D'après Kamgna (2008), plusieurs facteurs justifient la détention des réserves de change dans la CEMAC. Il s'agit notamment du financement et de la correction des déséquilibres de la balance de paiement, de la préservation de la parité de la monnaie ou encore de la nécessité d'un matelas de confort pour faire face aux engagements extérieurs de l'économie (remboursement des emprunts). Un autre facteur est lié au cadre institutionnel de la coopération monétaire avec l'obligation de mise en commun des réserves de change et la garantie de la monnaie accordée par le Trésor Français.

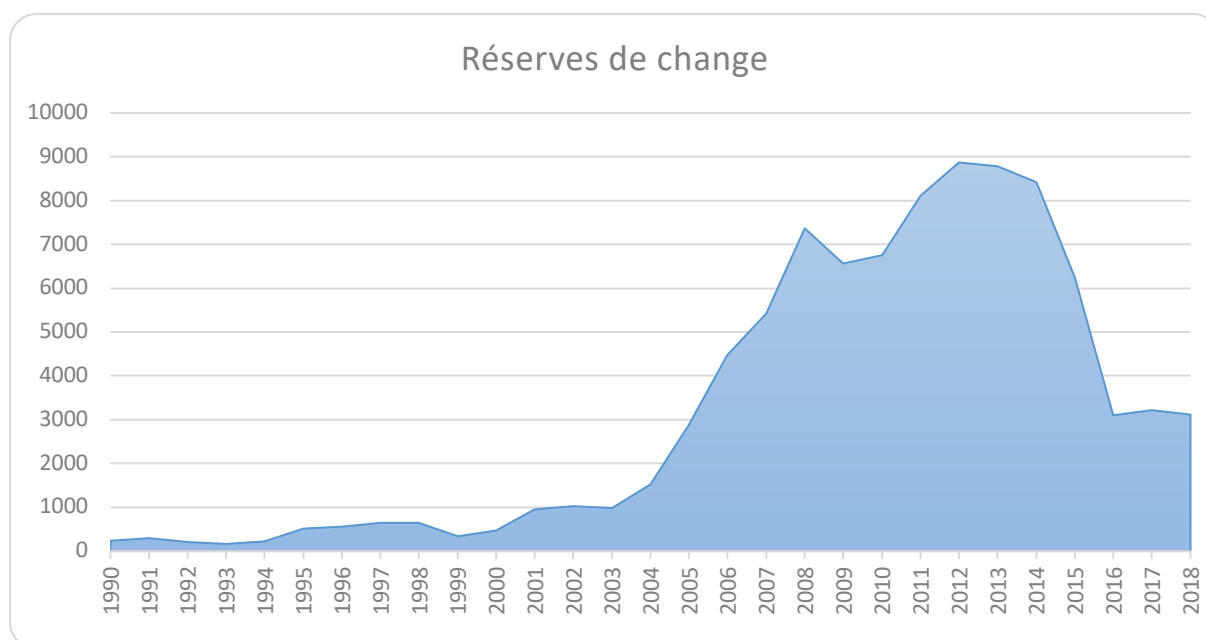
2. Evolution des réserves de change en Afrique Centrale depuis 1990

Le suivi des évolutions des réserves de change est d'une importance capitale pour la stabilité de la monnaie. Il est question ci-dessous de retracer la trajectoire du volume des réserves et des facteurs expliquant ces actifs depuis 1990.

2.1.1. Dynamique des réserves de change de la BEAC depuis 1990

Depuis 1990, les réserves de change de la BEAC ont connu cinq principales phases.

Graphique 1. Evolution des réserves de change de la BEAC



Source : auteur à partir des données de la BEAC

La première phase qui va de 1990 à 1994 est caractérisée par une stagnation du niveau des réserves après la baisse drastique des cours des matières premières exportées (principales sources des devises) depuis le milieu des années 80 avec le second choc pétrolier. Cette période coïncide avec la montée en flèche des taux d'endettement, l'entrée en programme d'ajustement structurel avec le FMI et la dévaluation du FCFA par rapport au Franc Français. Le niveau reste stable autour 100 milliards de FCFA.

La seconde phase (1994-2003) est liée à une lente amélioration du stock des réserves après la dévaluation qui avait contraint les importations, les effets des programmes d'ajustements (privatisations, financements des partenaires bilatéraux et multilatéraux, les allègements autres réaménagements de la dette réduisant le niveau du service...) et le démarrage du processus de rapatriement des devises par certains pays dont notamment le Cameroun (éligible à l'initiative PPTE). Durant cette phase, le niveau moyen du stock passe de moins de 200 milliards de FCFA à plus de 800 milliards de FCFA.

La troisième phase qui va de 2004 à 2013 est caractérisée par une évolution vertigineuse des réserves qui ont presque atteint 9000 milliards de FCFA. Cette croissance est supportée par le rapatriement des recettes d'exportation dans la plupart des pays de la Sous-région dont les

volumes de pétrole ont explosé conjuguée à la flambée des cours du pétrole sur les marchés internationaux et la croissance économique mondiale entraînant une forte accumulation des réserves internationales. A cela s'ajoute l'atteinte du point d'achèvement de l'initiative PPTE avec les annulations et réductions de dettes. Cette tendance s'est légèrement inversée entre 2008 et 2011 avec la crise des subprimes aux USA qui plus tard s'est transformée en crise économique mondiale.

La quatrième phase (2014-2016) correspond à la chute drastique des réserves de change (passant de plus de 9000 à moins de 3000 milliards FCFA) qui coïncide avec le démarrage des gros investissements dans le cadre des plans de développement des pays de la zone (programmes d'urgence) nécessitant d'importantes importations de biens et services. La situation s'est empirée avec l'effondrement des cours du pétrole vers la fin de l'année 2015, le recul de la production pétrole (vieillessement des champs et recul des investissements pétroliers) et la baisse des investissements directs étrangers.

La dernière phase qui démarre en 2017 est caractérisée par la stabilisation du niveau des réserves autour de 2500. Cette stabilisation coïncide avec les mesures de politique monétaire mise en œuvre par la BEAC, la légère remontée des cours du brut et l'entrée en programme avec le FMI de la plupart des pays de la CEMAC.

2.1.2. Analyse des facteurs explicatifs de la dynamique récente des réserves de change

La baisse des réserves de change de la BEAC observée depuis septembre 2013 pourrait être imputable à deux types de facteurs : les facteurs exogènes et les facteurs endogènes.

2.1.3. Les facteurs exogènes de la dynamique récente des réserves de change

Les facteurs exogènes pouvant expliquer la dynamique baissière des réserves de change de la BEAC sont : (i) la baisse sensible des cours du pétrole qui sont passés de plus de 100 dollars le baril en décembre 2013 à 30 dollars le baril en février 2016, avant de se stabiliser autour de 50 dollars le baril en 2017, (ii) la dépréciation de l'euro par rapport au dollar ayant induit une baisse des termes de l'échange et, (iii) une baisse continue de la production pétrolière de la zone, malgré le démarrage de l'exploitation d'un site majeur au Congo.

2.1.4. Les facteurs endogènes de la dynamique récente des réserves de change

Trois principaux facteurs endogènes pourraient avoir contribué à la chute des réserves : la politique budgétaire expansive des Etats de la CEMAC, la politique de crédit expansive des banques et la politique monétaire accommodante de la BEAC. Ces politiques ont par ailleurs été favorisées par les besoins de financement de plus en plus importants exprimés par les Etats au cours des dernières années.

Entre 2011 et 2016, les crédits intérieurs nets ont été multipliés par un facteur de 6,57 dans la CEMAC, passant de 1 541,62 milliards de Fr CFA en 2011 à 10 132,08 milliards de F CFA en 2016. Cette hausse a sans doute eu des répercussions négatives sur les réserves de change de la BEAC, les pays de la CEMAC étant en effet des importateurs nets en biens d'équipement et produits manufacturés. A titre illustratif, la moyenne du coefficient de POLAK a été calculée sur la période 2011-2016. En effet, ce coefficient permet de déterminer la perte en devises induite par une augmentation du crédit intérieur. Le tableau ci-dessous présente le coefficient de POLAK moyen dans la CEMAC sur la période 2011-2016.

Tableau 1: Coefficient de POLAK moyen dans la CEMAC sur la période 2011-2016

	Variation du crédit intérieur net (En milliards FCFA)	Valeur moyenne du coefficient de POLAK entre 2011 et 2016 (En pourcentage)
CEMAC	8 590,46	51,39%
Cameroun	1 722,30	48,44%
RCA	37,50	42,01%
Congo	2 958,24	56,12%
Gabon	774,41	44,78%
Guinée-Equatoriale	1 663,80	61,53%
Tchad	888,11	57,21%

Source : Données de la BEAC.

A la lecture de ce tableau, on constate que l'augmentation du crédit intérieur net d'une unité entraine une sortie de réserves de 0,5139 dans la CEMAC, soit une sortie de devises équivalente à 51,39% du montant injecté.

L'observation des facteurs ci-après permettent de fournir des recommandations de politiques économiques pour la gestion des réserves de change dans la CEMAC. C'est l'objectif de la prochaine section.

Conclusion et recommandations

L'objectif de ce papier était de présenter les faits stylisés, l'évolution des réserves de change et les facteurs explicatifs de l'évolution de ces avoirs en Afrique centrale depuis 1990 à la lumière de la littérature théorique et empirique. Après avoir mis en évidence les faits stylisés qui conditionne par ailleurs la gestion des réserves de change de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC), nous avons constaté en second lieu une évolution en cinq phases liés à des facteurs à la fois endogènes et exogènes. Les facteurs endogènes sont notamment la baisse sensible des cours du pétrole qui sont passés de plus de 100 dollars le baril en décembre 2013 à 30 dollars le baril en février 2016, avant de se stabiliser autour de 50 dollars le baril en 2017, (ii) la dépréciation de l'euro par rapport au dollar ayant induit une baisse des termes de l'échange et, (iii) une baisse continue de la production pétrolière de la zone, malgré le démarrage de l'exploitation d'un site majeur au Congo. Les facteurs exogènes sont : la politique budgétaire expansive des Etats de la CEMAC, la politique de crédit expansive des banques et la politique monétaire accommodante de la BEAC. Ces politiques ont par ailleurs été favorisées par les besoins de financement de plus en plus importants exprimés par les Etats au cours des dernières années. A titre de recommandations, nous suggérons une amélioration de la gouvernance de la banque par une meilleure gestion interne et un accroissement de la transparence, une amélioration de la gestion des ressources pétrolières dans l'Union pour un renforcement du processus d'intégration régionale et l'assainissement du climat des affaires.

Références bibliographiques

Baduel B. (2014) « Essais sur l'accumulation de réserves de change et le triangle des incompatibilités dans les économies émergentes », Thèse Université Paris III- IHEAL-CREDA.

FMI (2011), Assessing Reserve Adequacy, Washington D.C.

KAMGNA Y. S., (2008), Optimum reserves of CEMAC countries, Munich Personal RePEc Archive, MPRA paper N°13257

BEAC (2019) Rapport interne