

**LE RÔLE DU RÉGIME DE CHANGE DANS LA CORRECTION DES
DÉSÉQUILIBRES EXTÉRIEURS DE L'UEMOA : UNE ANALYSE SUR
LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE**

**THE ROLE OF THE EXCHANGE RATE REGIME IN THE
CORRECTION OF EXTERNAL IMBALANCES IN THE WAEMU: AN
ANALYSIS OF THE INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION**

Kéba Aly GOUDIABY

Enseignant-chercheur
Université Assane Seck de Ziguinchor
UFR Sciences économiques et gestion
Laboratoire de finances pour le développement (LAFIDEV)
SÉNÉGAL
kebagoudiaby88@yahoo.fr
ka.g@univ.zig.sn

Ismaila SOUARE

Chercheur au Laboratoire de Finances pour le Développement (LAFIDEV)
ismail.souare@gmail.com

Aliou Niang FALL

Chercheur au Laboratoire de Finances pour le Développement (LAFIDEV)
badouanf@yahoo.fr

Résumé : Nous étudions le rôle du régime de change dans la correction des écarts débiteurs de la position extérieure globale (PEG)¹ par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme des pays de l'UEMOA² sur la période de 2005-2018. Notre méthodologie se fonde sur la méthode des moments généralisés et la méthode des moindres carrés généralisés. Il ressort de nos résultats que le compte courant déficitaire, le déficit budgétaire, le mésalignement du TCER et l'instabilité politique polarisent les positions débitrices de la PEG et que le choix porté sur l'ECO, ne permettrait pas de corriger les écarts débiteurs de la PEG.

Mots clés : PEG, régime de change, UEMOA

Classification JEL : E42, E44 et F21

¹ PEG : la position extérieure globale

² UEMOA : Union Monétaire Ouest Africain

Abstract: We study the role of the exchange rate regime in the correction of the international investment position (IIP) debit deviations from its long-run equilibrium value for WAEMU countries over the period 2005-2018. Our methodology is based on the generalized method of moments and the generalized least squares method. Our results show that the current account deficit, the budget deficit, the misalignment of the REER, and political instability polarize the PEG's debit positions and that the choice of ECO would not correct the PEG's debit gaps.

Keywords: IIP, exchange rate regime, WAEMU

Classification JEL : E42, E44 et F21

Introduction

L'objectif de cette étude est de déterminer la relation entre la variation de la position extérieure globale (PEG) (solde des actifs moins les passifs extérieurs) et le régime de change des pays de l'Union Monétaire Ouest Africain (UEMOA). A cet effet, un examen du rôle du régime de change dans la correction des écarts débiteurs de la PEG par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme dans l'UEMOA mérite une attention particulière. Ainsi, il convient de rappeler que de nombreux travaux ont montré que certaines composantes de la PEG sont influencées par le régime de change, notamment la dette extérieure (Gadanecz et al., 2018) ou le compte courant [Gnimassoun (2015) et Martin (2016)]. Le fait d'analyser directement l'influence du régime de change sur la PEG permet d'avoir une vue synthétique de l'impact du taux de change. Il n'existe pas à notre connaissance de travail empirique qui aborde la question.

Dans la littérature existante, les déséquilibres extérieurs sont généralement considérés comme une position débitrice ou créditrice de la PEG. Cependant, il est bien connu que les positions débitrices sont tout à fait normales dans la mesure où un pays en développement a besoin de s'endetter pour soutenir son processus de développement. Il est donc plus approprié de se référer aux déséquilibres causés par la déviation de la valeur de la PEG par rapport à son niveau d'équilibre de long terme comme proposé par [Gnimassoun (2015) ; Lane et Milesi-Ferreti (2012)].

L'intérêt de cette étude est double; elle permet de réfléchir sur la problématique du choix d'un régime de change optimal pour les pays de l'UEMOA mais aussi d'analyser la meilleure stratégie pour réduire voire corriger les déséquilibres extérieurs à savoir la position extérieure globale. Elle s'intéresse aux pays de l'UEMOA pour plusieurs raisons.

D'une part, le débat sur le choix du régime de change est brûlant dans ces pays. En effet, les pays de la Communauté Économique Des États de l'Afrique de L'Ouest (CEDEAO) ont initié un projet d'une monnaie unique (ECO CEDEAO) qui devait prendre forme en 2020. A l'instar de ce projet de la CEDEAO, les pays de l'UEMOA (qui est une entité de la CEDEAO) ont annoncé, en décembre 2019, une nouvelle monnaie qui reprend le même nom que la monnaie unique de la CEDEAO (ECO) et reconduit quasiment les mêmes accords que le FCFA³. Pour les pays de l'UEMOA, la bonne stratégie serait de dérouler cette monnaie unique avec d'abord les pays qui respectent les critères de convergences, ensuite intégrer progressivement les pays membre de la Zone Monétaire Ouest-Africaine (ZMAO) et le Cape Verde qui feront l'effort de s'aligner sur ces critères. Toutefois, ces derniers réfutent cette stratégie ainsi que le choix porté sur l'ECO par les États membres de l'UEMOA. En effet, les pays de la ZMAO fustigent la connotation coloniale de l'ECO-UEMOA et l'emprise de la France sur ses anciennes colonies. Ils proposeraient une monnaie unique avec une flexibilité de celle-ci par rapport à un panier de monnaie (et non pas un arrimage à l'euro seulement). Ils pensent que l'objectif principal de la banque centrale doit plutôt être orienté vers la croissance économique.

Alors que les pays de l'UEMOA justifient un tel choix par leur volonté de maîtriser le taux d'inflation (qui ne doit pas dépasser 2% ou 3%) et de défendre une valeur interne et externe de leur monnaie (ECO). Cependant, il conviendrait de noter que cette vision classique qui suppose que de l'offre de monnaie est proportionnelle au niveau d'inflation n'est pas partagée par tous. Ainsi, pour Nubukpo (2007), ce taux d'inflation n'est pas trop ambitieux et ne favorise pas la croissance des pays de l'UEMOA. Il propose un taux d'inflation de 8% qui soutiendra une création monétaire proportionnelle, nécessaire pour booster le développement de ces pays.

Il faut aussi souligner qu'un choix pareil est contraignant à plusieurs niveaux. D'abord, les déséquilibres extérieurs (compte courant, position extérieure...) des pays de l'UEMOA ne cessent de se polariser. Ensuite, la réforme telle que définie sur le choix porté sur l'ECO, maintient les pays de cette zone dans un régime fixe et ce dernier n'accorde pas à la banque centrale assez de manœuvre pour faire face aux crises (crise de la dette en 1980, crise sanitaire en 2019, etc.). Enfin, les pays de la zone franc relèguent au second plan les objectifs finals de croissance et de l'emploi. Quel que soit l'argument brandi, l'analyse de la pertinence du régime

³ Les réformes apportées au FCFA sont à trois niveaux : un changement de nom (ECO à la place du FCFA), une absence de représentant français au conseil d'administration de la BCEAO et enfin la suppression de l'obligation faite par la BCEAO de déposer au moins 50% de ses réserves extérieures sur son compte ouvert auprès du trésor français qu'il était convenu d'appeler le « compte d'opération ».

de change de nos jours va au-delà de ces variables macroéconomiques et doit intégrer des variables financières.

D'autre part, la PEG des pays de l'UEMOA devient inquiétante avec une position débitrice qui passe de 18676,0225 millions de dollar USA (FMI) en 2005 à 46056,8694 millions de dollar USA en 2018 soit une détérioration de presque de 147% sur 13 ans. Notifions que la PEG est le bilan ou l'état du stock des avoirs et des engagements financiers extérieurs. Sur le plan comptable, elle est composée par des facteurs réels (solde commercial, revenus du travail, etc.) et les effets financiers (effets de valorisation, revenus nets d'investissement, etc.). Une analyse approfondie montre un faible niveau des avoirs extérieurs (33765,7232 millions de dollar USA) comparé aux engagements de la zone (51399,6581 millions de dollar USA). En plus, la composante la plus représentative des engagements est la dette des administrations publiques qui de plus en plus lèvent des fonds sur le marché des eurobonds. Ce qui montre la fragilité de la zone à l'égard du risque de turbulences financières et du risque de crise de change.

Dans ce contexte, l'adoption de l'ECO va-t-elle entraîner une correction des écarts débiteurs de la PEG par rapport à sa valeur de long terme des pays de l'UEMOA?

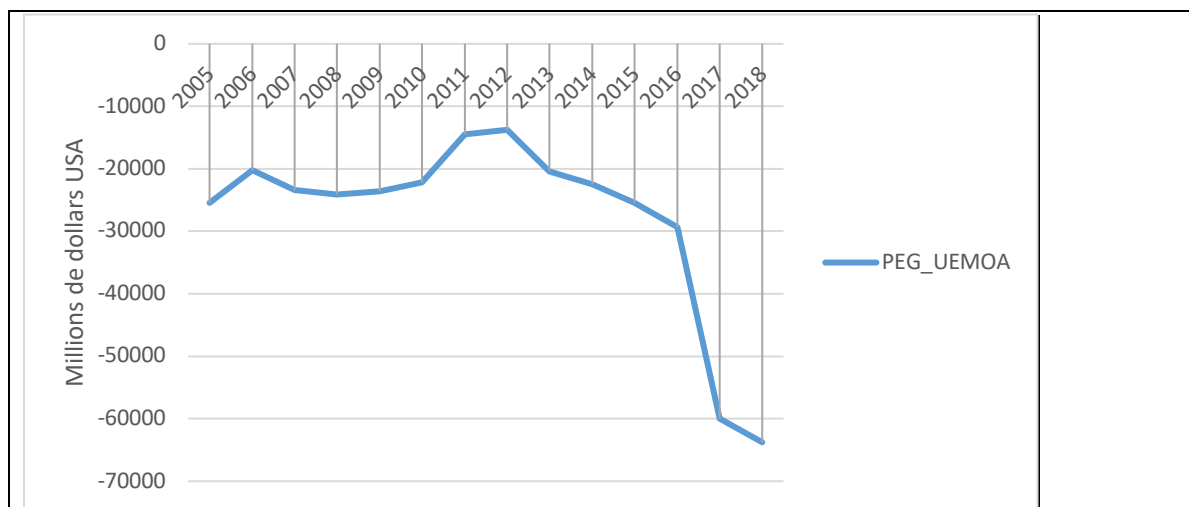
La littérature économique n'a pas permis de tirer son épilogue sur la question. En effet si les travaux de Frieman (1953), Domaç et al. (2001), Guimassoun (2015) montrent que le régime de change flexible favorise une meilleure correction des déséquilibres extérieurs réels par contre le régime fixe plus particulièrement l'union monétaire est plutôt efficace pour corriger les chocs monétaires Rose (2001).

La suite de notre travail est articulée comme suit : la deuxième section étudie les faits stylisés, la troisième section concerne la revue de la littérature, la quatrième section présente la méthodologie et discussion et la section cinq conclut.

1. Faits stylisés

L'évolution de la PEG des pays de l'UEMOA est inquiétante, dans la mesure où leur position débitrice continue de s'aggraver au fil du temps (voir figure 1). On est passé de -20000 millions de dollars USA en 2005 à presque -64000 millions de dollars USA en 2018. L'année 2013 constitue le déclic d'une forte polarisation de la PEG, pour atteindre un niveau inquiétant à partir de 2016. En effet, cette position débitrice est la résultante de plusieurs facteurs.

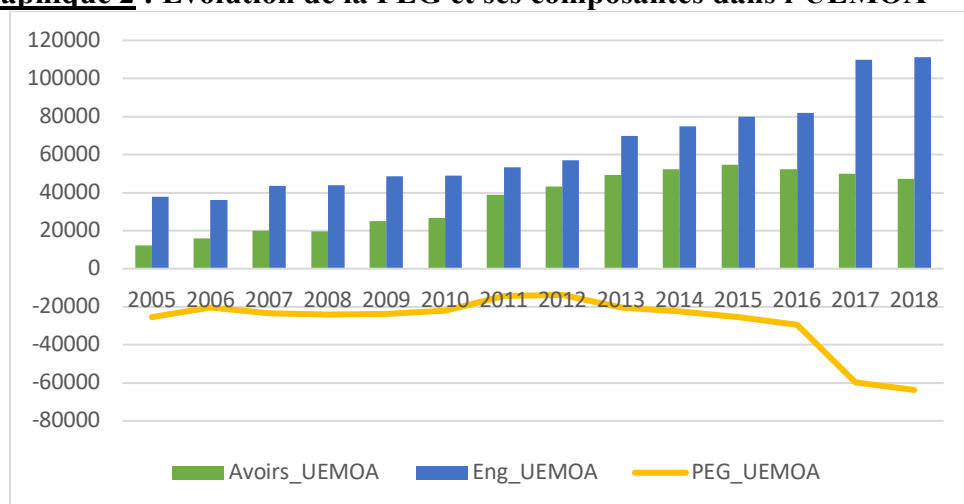
Graphique 1: Évolution de la PEG de l'UEMOA



Source : Construction des auteurs à partir des données du FMI.

L'analyse du graphique 2 nous montre l'évolution des différentes composantes de la PEG sur notre période d'étude. Nous pouvons remarquer que l'évolution de la PEG est dictée par celle des engagements de l'UEMOA qui de loin domine le pion à l'évolution des avoirs.

Graphique 2 : Évolution de la PEG et ses composantes dans l'UEMOA

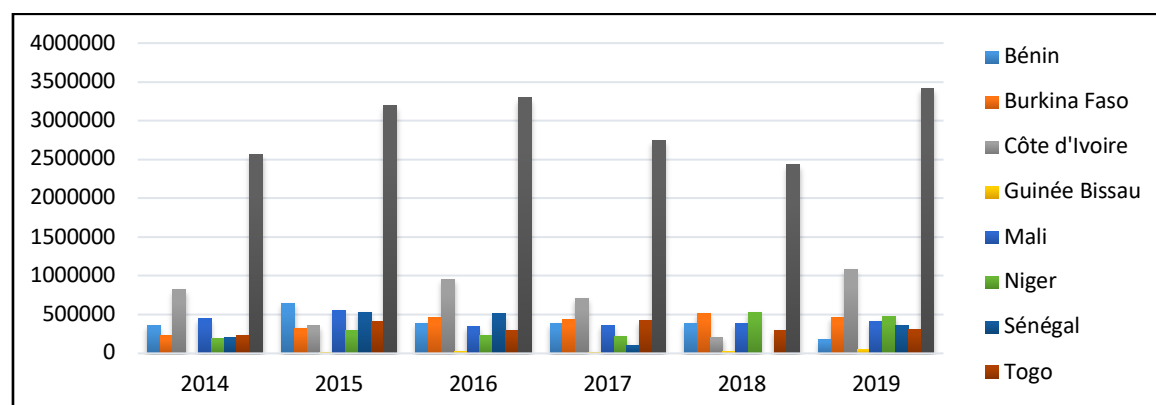


Source : Construction des auteurs à partir données du FMI.

Le déficit budgétaire des pays de l'UEMOA ne cesse de s'accroître, entraînant un recours à l'endettement des États pour faire face au gap financier. Ainsi, le niveau des engagements des États de la zone s'alourdit et est représenté à 70% par la dette des administrations publiques constituée pour une grande partie des émissions de titres publics. En effet, il est d'usage de rappeler que les pays de l'UEMOA ont pu bénéficier dans le passé d'allègements très

considérables de leur dette (Initiative Pays Pauvres Très Endettés en 1996 et Initiative d’Annulation de la Dette Multilatérale en 2005) leurs offrant ainsi une capacité d’endettement plus élevée sur le marché des titres publics de l’UEMOA (avec notamment la création de l’agence UMOA-Titres) et sur le marché international des eurobonds. En conséquence, le volume total des émissions de titres publics sur le marché de l’UEMOA est évalué à près de 17 662 milliards de FCFA entre 2014 et 2019 (graphique 3 ci-dessous). Ce montant est bien parti pour s’accroître davantage en raison de la crise sanitaire qui sévit actuellement dans le monde avec notamment le lancement des Titres-COVID_19. Le montant total des Bons-COVID_19 émis a déjà atteint 1 915 milliards de FCFA en l’espace de quatre mois. Ce qui laisse présager un accroissement très considérable des fonds levés sur le marché de l’UEMOA en réponse aux effets néfastes de la pandémie du COVID-19 sur les économies des pays de l’union.

Graphique 3 : Total des émissions de titres publics sur le marché de l’UEMOA

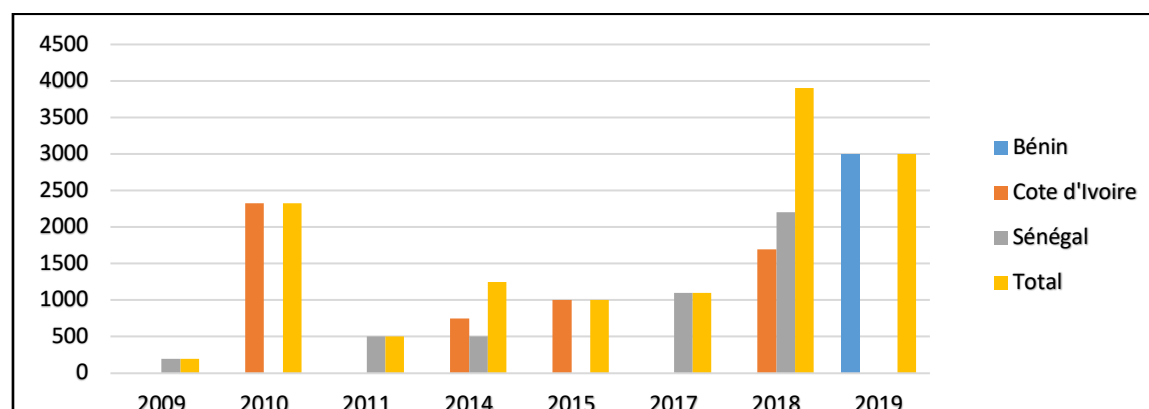


Source : Construction des auteurs à partir des données de UMOA-Titres

S’agissant du marché des eurobonds, il faut noter que la Côte d’Ivoire et le Sénégal font partie des pays subsahariens (les leaders dans la zone UEMOA) ayant levés des fonds très conséquents. Ces deux pays bénéficient de la confiance des agences de notations que sont S&P, Moody’s et Fitch rating qui leurs accordent la note B+ avec une perspective stable. Le graphique 2 ci-dessous montre que de 2009 à 2018, ces deux pays ont fait recours au marché international des eurobonds respectivement à 4 et 5 reprises pour des montants évalués à 4 500 millions de dollars et 5 780 millions de dollars. Le Bénin a levé 3 000 millions de dollars pour son entrée sur le marché des eurobonds en mars 2019 après avoir reçu sa première notation quelques mois plutôt (juillet 2018) de la part de l’agence de notation S&P. Ce qui fait un total de 13 280 millions de dollars levés par ces trois pays en l’espace d’une décennie.

Cet accroissement de la dette extérieure par le canal des émissions d'eurobonds constitue un véritable fardeau pour la position extérieure globale des pays de la zone. La dette de ces pays est libellée pour une grande partie en dollar américain. De ce fait, les fluctuations des taux de change du dollar ont un effet direct important sur la position des pays en matière d'investissements internationaux. Une appréciation du dollar américain va donc contribuer à détériorer considérablement la position extérieure globale des pays, non pas par le canal commercial traditionnel mais par la revalorisation des engagements extérieurs.

Graphique 4 : Volume des émissions d'eurobonds des pays de l'UEMOA



Source : Construction des auteurs à partir des données de ...

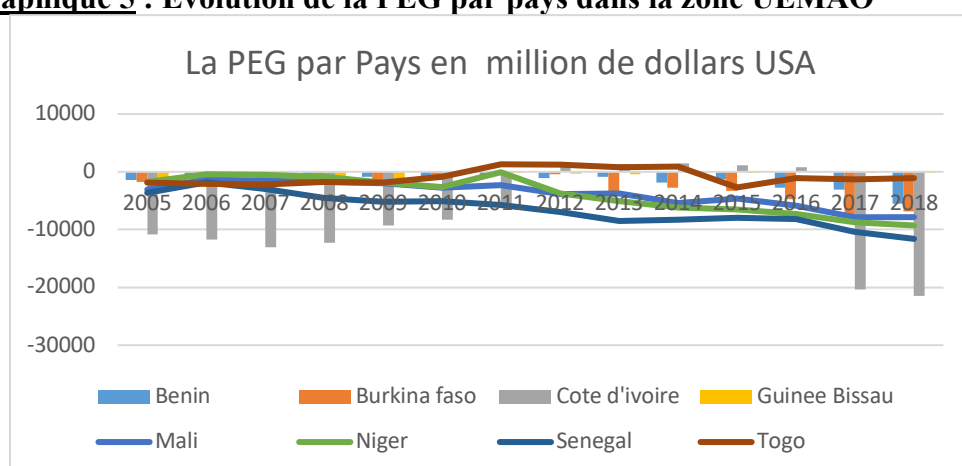
En dépit d'avoir un niveau élevé d'endettement, les pays de l'UEMOA ont des déficits accrus de leur balance commerciale. En effet, elle est passée de -48,9% du PIB en 2005 à -56,6% en 2018 soit une dégradation de 15,7%. Les mauvaises performances commerciales de ces États peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs (des économies peu diversifiées, faible d'industrialisation etc.) Cependant, l'appréciation du l'euro et par ricochet le FCFA n'a pas contribué à juguler les déficits de la balance commerciale. Ainsi, Gnimassoun (2012) montre que l'évolution de l'euro joue un rôle important dans le mésalignement du taux de change réel des pays de la zone FCFA. L'appréciation de l'euro de 2000 à 2010 a occasionné une surévaluation du taux de change réel du franc CFA et, par conséquent a réduit la compétitivité des pays de la zone CFA. Rappelons que les pays de l'UEMOA ne tirent pas la meilleure partie de leur union monétaire. Ils commercent très faiblement entre eux soit un commerce intra-régional représentant 14% (base CNUCED) du total du commerce de la zone (alors la zone euro est à 47%). Ainsi, ces pays sont dans théoriquement dans une union monétaire sans pour autant faire valoir le pourquoi les pays ont besoin de constituer une zone monétaire optimale. En plus,

la libre circulation des biens et personnes n'est pas effective dans l'UEMOA, bloquant le commerce intra-régional et la capacité de la zone à amortir un choc extérieur.

Le niveau des investissements directs étrangers de la zone est faible comparé aux autres zones. Ainsi sur cette période, l'UEMOA ne reçoit que 0,14%⁴ de la moyenne des flux d'IDE dans le monde, 0,37% des pays en développement, 4,58% en Afrique et 6,71% des pays d'Afrique Subsaharienne. Ce qui montre toute la difficulté de la zone à mobiliser des ressources extérieures stables. Or, la littérature prouve que la stabilité du taux de change est un facteur déterminant dans l'attractivité d'un pays. Cette stabilité limitée (stable par rapport à l'euro mais instable par rapport aux autres monnaies) des pays de l'UEMOA n'a pas contribué à améliorer la venue des investisseurs hors zone euro. Ce qui implique des rendements négatifs des IDE de l'extérieur et à l'extérieur.

L'analyse de la figure 5 illustre la manière dont est répartie cette position débitrice entre les pays membres de la zone. Nous notons que les pays comme la Côte d'Ivoire, le Sénégal, le Niger et le Mali ont des PEG plus débitrices comparés aux autres pays de la zone. Ces pays sont ceux qui arrivent à lever des fonds dans le marché international (marché des eurobonds). Toutes choses étant égales par ailleurs, l'émission d'eurobonds devrait permettre à ces États d'augmenter leur niveau des avoirs extérieurs. L'appréciation du FCFA due à celle de l'euro fait que le niveau d'engagement n'est pas forcément le même que celui des avoirs lorsqu'on convertit les devises étrangères en monnaie nationale. L'effet de valorisation ne joue pas en faveur des pays de l'UEMOA.

Graphique 5 : Évolution de la PEG par pays dans la zone UEMAO



Source : Construction des auteurs à partir des données du FMI.

⁴ Source : la base de données du CNUCED

2. Revue de la littérature

La position extérieure globale (PEG) fournit la valeur et la composition du stock des créances et des engagements d'une économie sur le reste du monde. Cependant, son évolution est liée à plusieurs paramètres dont notamment les facteurs financiers, réels et les effets de valorisation dus à l'évolution du taux de change. Ce qui amène à nous interroger sur le lien entre la PEG et le régime de change.

Néanmoins, l'absence d'une littérature théorique et empirique sur cette relation, nous pousse à se rabattre sur celles liées aux différentes composantes de flux de la position extérieure globale à savoir le compte courant [Debelle et Faruquee (1996), Gnimassoun (2015) et Martin (2016)], la dette souveraine [Jahjah et al. (2004)], les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille [Kinda (2008)].

L'analyse de l'impact global du régime de change sur la PEG s'avère épineux. En effet, elle peut être évaluée soit directement grâce aux effets de valorisation (évolution du taux de change), soit indirectement en abordant le lien régime de change et les déterminants réels et financiers de la PEG.

La capacité d'ajustement d'un régime de change flexible face à un choc extérieur réel nous pousse à supposer qu'une certaine flexibilité du régime de change est susceptible de corriger les variations débitrices de la position extérieure globale dans les pays de l'ASS [Gnimassoun (2015) ; Martin (2016); Friedman (1953); Domaç et al. (2001)]. Selon ces auteurs, l'autonomie de la politique monétaire de la banque centrale dans ce type de régime permet une meilleure réaction face aux chocs réels. Ce qui fait penser qu'un tel choix permettra aux pays de l'UEMOA de corriger les écarts débiteurs de la PEG (relation négative). Par contre, dès lors que le choc est monétaire le régime flexible est inefficace pour corriger ces déséquilibres. En effet, dans un tel régime l'évolution du taux de change n'est pas sous le contrôle des autorités monétaires et est déterminée par le modèle de l'offre et de la demande. Dans la mesure où la PEG contient à la fois les variables réels et monétaires, l'analyse du rôle du régime de change sur la correction de cette variable s'avère épineuse. Les pays subsahariens sont généralement faiblement représentés sur le marché mondial, ce qui fait qu'ils ont des comptes courants déficitaires et des monnaies dépréciées. Ainsi, la dépréciation monétaire entraîne un alourdissement des engagements libellés en devises étrangères pour ces pays et par conséquent une PEG débitrice (relation positive). En plus du commerce, la volatilité du taux de change devient préjudiciable pour l'investissement surtout s'il n'existe pas un secteur financier fort pour atténuer cette instabilité du taux de change (options de change, les swaps, les taux de

change à terme etc.). Cependant, il faut noter que dans un contexte subsaharien où le secteur financier n'est pas développé, la volatilité du taux ne joue pas en faveur du commerce extérieur (balance déficitaire) et l'investissement international (rendements négatifs). Nous pouvons aussi supposer une relation positive c'est-à-dire qu'un tel choix ne fera qu'aggraver les écarts débiteurs.

Par contre, un régime de change fixe peu recommandé pour amortir des chocs extérieurs réels, peut avoir un impact tout autre en ASS. Selon Rose (2001) le choix d'un régime fixe (union monétaire) relance le commerce intra et extra régional et par ricochet augmente les avoirs extérieurs de ces pays. Bien entendu cela suppose une bonne marche de l'union monétaire, qu'on est une libre circulation des biens et personnes. En plus, de son impact positif sur les facteurs réels de la PEG, son impact via les effets de valorisation peut compenser et corriger les écarts débiteurs de la PEG de ces pays. Assurément, un emprunt extérieur libellé en devise de la monnaie ancre fait augmenter les avoirs extérieurs du même niveau, d'où la relation négative qui pourrait exister entre ce type de régime et les écarts débiteurs de la PEG.

Toutes choses étant égales par ailleurs, le régime de change intermédiaire étant moins volatil que le régime flexible, devrait mieux corriger ces écarts débiteurs. En plus, les travaux de Jahjah et al. (2004) montrent que les pays en développement qui adoptent le régime intermédiaire ont un faible taux d'émissions de dettes souveraines contrairement aux solutions en coin. Nous supposons une relation négative entre ce régime et les écarts débiteurs de la PEG.

3. Méthodologie et discussion

Dans cette section, nous examinons la relation entre les variations de la position extérieure globale et le régime de change. Nous présentons ainsi, notre modèle des déterminants de la PEG, par la suite nous évaluons l'apport du régime de change dans la correction des écarts débiteurs.

3.1. Techniques d'estimation

- *Estimation des déterminants potentiels de la PEG*

Cette section tente de déterminer les variables qui ont potentiellement un impact sur la PEG d'équilibre. Les variables significatives seront retenues dans l'équation de détermination des écarts débiteurs et celles qui seront non significatives élaguées. La littérature empirique des pays de l'UEMOA sur les grandes composantes de la PEG a permis d'identifier les variables suivantes :

$PEG = (CC, DB, DSF, Mes, Corrup, EG, SP, IPH, Txinteret)$

Soit le modèle de Panel dynamique suivant :

$$PEG_{i,t} = \alpha_i + \hat{\beta}_1 PEG_{i,t-1} + \hat{\beta}_2 CC_{i,t} + \hat{\beta}_3 DB_{i,t} + \hat{\beta}_4 DSF_{i,t} + \hat{\beta}_5 Mes_{i,t} + \hat{\beta}_7 Corrup_{i,t} + \hat{\beta}_8 EG_{i,t} + \hat{\beta}_9 SP_{i,t} + \hat{\beta}_{10} Log_IPH_{i,t} + \hat{\beta}_{11} Txinteret_{i,t} + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Avec PEG, la position extérieure globale en pourcentage du PIB ; CC mesure le compte courant; DB, le déficit budgétaire en pourcentage du PIB ; log_IPH, le logarithme de la variable qualité des infrastructures physiques ; DSF, le développement du système financier mesuré par le crédit accordé au secteur privé en pourcentage du PIB ; Txinteret, environnement international mesuré par le taux d'intérêt réel du marché monétaire des États-Unis ; Mes, le mésalignement du taux de change effectif réel ; EG l'efficacité du gouvernement ; Corrup, le contrôle de la corruption; SP, la stabilité politique; α_i est l'effet propre pays; μ_t la variable muette de temps et $\varepsilon_{i,t}$ le terme d'erreur.

Afin d'exploiter toutes les conditions d'orthogonalité qui existent entre la variable endogène et le terme d'erreur, nous utilisons la méthode des moments généralisés (MMG) sur un modèle de panel dynamique proposée par Blundell et Bond (1998).

- *Estimation de la déviation de la PEG par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme.*

Comme Gnimassoun (2015), nous définissons les déviations de la position extérieure globale comme étant la déviation de la position extérieure globale par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme estimée comme suit :

$$PEG_{i,t}^{gap} = PEG_{i,t} - \widehat{PEG}_{i,t} \quad (2)$$

Où $PEG_{i,t}^{gap}$ mesure l'écart de la position extérieure globale par rapport à sa valeur de long terme, $PEG_{i,t}$ est la position extérieure globale actuelle et $\widehat{PEG}_{i,t}$, représente la position extérieure globale d'équilibre de long terme exprimée à partir des fondamentaux qui sont significatifs dans l'équation (1). Autrement dit, les déséquilibres peuvent être appréhendés par les résidus de l'équation (3) d'équilibre de long terme de la position extérieure globale donnée par :

$$\widehat{PEG}_{i,t} = \alpha_i + \hat{\beta}_1 PEG_{i,t-1} + \hat{\beta}_2 CC_{i,t} + \hat{\beta}_3 DB_{i,t} + \hat{\beta}_4 Mes_{i,t} + \hat{\beta}_5 SP_{i,t} + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Nous utilisons la MMG en système pour l'estimation de l'équation 3.

- *Estimation de la relation, déviation de la PEG et le régime de change*

Après avoir modélisé les déterminants de la PEG, nous pouvons maintenant étudier s'il existe un lien empirique entre la déviation de la PEG par rapport à sa valeur de long terme et le régime de change. Cependant, les résidus de l'équation (3) symbolisant les déséquilibres extérieurs de l'estimation de long terme de la position extérieure globale sont par définition, les conséquences des écarts entre la valeur actuelle des fondamentaux et leur valeur à long terme. Ainsi, nous incorporons notre variable d'intérêt, à savoir le régime de change pour appréhender sa relation avec la position extérieure globale. Comme les fondamentaux économiques devraient être cohérents avec le niveau de développement d'un pays, nous utiliserons leur valeur de long terme obtenu par le filtre d'Hodrik et Prescott. En effet, comme l'ont expliqué Blanchard et Milesi et Ferretti (2011), il existe à la fois des facteurs internes et externes pour qu'un pays puisse réduire ses déséquilibres externes (créditeurs ou débiteurs). De même, pour étudier l'impact des régimes de change sur le mésalignement du taux de change, Dubas (2009) utilise la valeur absolue des écarts du taux de change en tant que variable endogène. Cela nous permet de vérifier si le régime de change a une influence sur les déséquilibres extérieurs globaux. Enfin, nous modélisons la relation entre les déséquilibres externes (PEG) et le régime de change par cette équation:

$$\left| \text{PEG}_{i,t}^{\text{gap}} \right| = \vartheta_i + \varphi_t + \pi_1 \text{REG}_{i,t} + \pi_2 \text{GAP}_{i,t}^{CC} + \pi_3 \text{GAP}_{i,t}^{DB} + \pi_4 \text{GAP}_{i,t}^{Mes} + \pi_5 \text{GAP}_{i,t}^{SP} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

Avec, REG représentant le régime de change de la zone UEMOA (ECO) ; les variables $\text{GAP}_{i,t}^{Mes}$; $\text{GAP}_{i,t}^{CC}$; $\text{GAP}_{i,t}^{DB}$; $\text{GAP}_{i,t}^{SP}$; représentent respectivement les valeurs de long terme du mésalignement, du compte courant, du déficit budgétaire et de la stabilité politique.

Le signe de la variable régime de change (REG) nous permet de mesurer l'impact du régime de change dans la correction des écarts débiteurs de la PEG. Si le coefficient associé à cette variable est négatif et significatif, cela signifie que le régime de change fixe (ECO) permet de limiter les déséquilibres extérieurs globaux. Inversement, ce dernier entraînerait plus de déséquilibres extérieurs et si ce coefficient n'est pas significatif, il indique que le régime de change n'a aucun effet sur les déséquilibres extérieurs globaux.

3.2. Discussion

L'analyse du tableau 1 montre que nos variables n'ont pas une forte corrélation. Par conséquent nous pouvons estimer nos variables dans la même équation. En plus les variables, développement du système financier, contrôle de la corruption et les infrastructures physiques

sont positivement corrélées à la PEG. Par contre, la variable taux d'intérêt du marché mondial est négativement corrélé à la PEG.

Tableau1 : Corrélation de nos variables

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) PEG	1,000								
(2) CC	0,104 (0,274)	1,000							
(3) DB	0,155 (0,103)	0,088 (0,356)	1,000						
(4) DSF	0,338* (0,000)	0,065 (0,494)	-0,237* (0,012)	1,000					
(5) Mes	0,067 (0,486)	-0,131 (0,167)	-0,133 (0,164)	0,005 (0,957)	1,000				
(6) Corrup	0,164* (0,084)	-0,304* (0,001)	-0,019 (0,839)	0,325* (0,000)	-0,037 (0,695)	1,000			
(7) EG	0,152 (0,110)	-0,319* (0,001)	0,035 (0,715)	0,022 (0,817)	0,036 (0,709)	0,853* (0,000)	1,000		
(8) Log_IPH	0,354* (0,000)	0,083 (0,384)	-0,231* (0,015)	0,579* (0,000)	0,114 (0,234)	0,464* (0,000)	0,385* (0,000)	1,000	
(9) Txinteret	-0,296* (0,002)	0,016 (0,869)	0,313* (0,001)	-0,316* (0,001)	-0,213* (0,024)	-0,009 (0,927)	-0,028 (0,771)	-0,482* (0,000)	1,000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source : auteurs.

L'analyse du tableau 2 nous montre une moyenne de -38% de la PEG rapportée au PIB. Ce qui prouve que cette variable est négative dans la plupart du temps pour les pays de l'UEMOA. L'écart type de cette variable n'est pas très élevé, ce montre la persistance cette position débitrice et que les pays doivent penser à y remédier. La valeur maximale de la PEG rapportée au PIB est observée au Togo en 2011 (33,6%) et celle minimale en Guinée Bissau en 2007, pour atteindre un niveau inquiétant de -231,8%.

Tableau 2 : Description statistique de nos variables.

Variables	Moyenne	Ecart-type	Min	Max	Skew.	Kurt.
PEG	-0,38	0,407	-2,318	0,336	-2,19	10,004
CC	-6,521	5,454	-24,395	10,373	-,442	4,613
DB	-2,336	5,765	-9,54	40,34	5,162	35,154
DSF	17,596	8,112	1,596	41,156	,691	3,637
Mes	0	2,8	-4,402	9,475	1,07	4,029
Corrup	-0,693	0,365	-1,563	0,059	-0,291	2,854
EG	-0,847	0,353	-1,563	-0,156	-0,432	2,145
SP	-0,584	0,651	-2,264	0,547	-0,489	2,549
Log IPH	15,306	1,28	11,501	17,336	-0,646	2,731
Txinteret	2,504	1,181	1,137	5,223	1,106	3,388

Source : Auteurs

A l'issu de nos estimations, il ressort de nos résultats que les variables : le compte courant, le

Variable endogène : PEG	MMG en système
Variable retardée de la PEG	0,649*** (0,051)
Compte courant	0,007*** (0,001)
Déficit budgétaire	0,012*** (0,002)
Développement du système financier	0,002 (0,002)
Mésalignement du TCER	0,005* (0,003)
Contrôle de la corruption	-0,029 (0,088)
Efficacité du gouvernement	-0,052 (0,0077)
Stabilité politique	0,103*** (0,031)
Infrastructure physique	0,002 (0,005)
Taux d'intérêt du marché mondial	0,047 (0,031)
AR1	0,11
AR2	0,21
Sargan	0,307

déficit budgétaire, le
mésalignement du taux de
change et la stabilité politique
ont un impact positif et
significatif sur la PEG de long
terme (voir tableau 3).

Tableau 3 : Estimation des
déterminants de la PEG

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%.

Source : Auteurs.

Tableau 4 : Réestimation des déterminants de la PEG

Variable endogène : PEG	MMG en système
Variable retardée de la PEG	0,660*** (0,020)
Compte courant	0,009*** (0,001)
Déficit budgétaire	0,007*** (0,001)
Mésalignement du TCER	0,007*** (0,003)
Stabilité politique	0,067*** (0,014)
AR1	0,12
AR2	0,23
Sargan	0,37

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%.

Source : Auteurs

Le signe du compte courant pourrait s'expliquer par le fait qu'un déficit accru de ce dernier entraîne une PEG débitrice (les avoirs extérieurs restent faibles) et vice versa. Les économies peu industrialisées de l'UEMOA, la surévaluation du CFA, le commerce axé sur les matières premières (la liste n'est pas exhaustive) sont des facteurs explicatifs de leur faible capacité de mobilisations des avoirs extérieurs et leur position extérieure débitrice. Dans les pays de l'UEMOA, la rareté de la ressource financière fait que les taux d'intérêt sont élevés. En effet, la plupart des petites et moyennes entreprises ne parviennent pas à décrocher les crédits de long terme (mais des crédits à la consommation). Ce qui ne leur permet pas de se doter des moyens pour améliorer la qualité de leurs produits mais aussi améliorer leurs expertises. L'entrave à la libre circulation des biens et personnes dans l'UEMOA, constitue un obstacle à l'émergence de ces entreprises. Le marché sous-régional devait être un véritable levier pour accroître leur part de marché mais doter assez de ressources pour concurrencer les entreprises du reste du monde. Ces pratiques font que beaucoup de pays d'Afrique ont des monnaies peu crédibles et ont souvent recours à certains pays plus développés pour leur garantir leur monnaie.

Un déficit budgétaire chronique de l'État occasionne un recours à l'endettement pour financer les projets donc une augmentation des engagements et renforce la PEG débitrice. Le régime FCFA tel que libellé astreint la BCEAO à limiter la création monétaire proportionnellement à son niveau des avoirs extérieurs. Les pays de l'UEMOA étant dans un processus de développement ont besoin de capitaux pour soutenir leur élan. L'insuffisance des ressources intérieures, pousse ces pays à l'endettement extérieur pour combler leur gap financier. Ainsi, nous observons un déficit budgétaire accru des pays membres et un niveau d'endettement élevé. La déviation du taux de change réel par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme a un impact positif sur la PEG. En effet une surévaluation du TCER réduit la compétitivité prix des États de l'UEMOA par conséquent leur niveau des avoirs. En plus, cette appréciation a un effet négatif (PEG débitrice) par le canal de l'effet valorisation. La stabilité politique est une condition nécessaire pour maintenir un cadre idéal d'évolution des activités économiques (les entreprises déroulent tranquillement leurs activités) et l'État a, par conséquent, une meilleure assiette fiscale. A contrario, l'instabilité politique est source d'une faible mobilisation des avoirs extérieurs (entreprises peu performantes) et d'un endettement plus élevé (l'assiette fiscale de l'État est réduite).

Tableau 5 : Estimation de l'impact du régime de change sur la correction de la PEG

Panel dynamique : MCG

Variable dépendante Position extérieure globale

	IRR
Régime de change UEMOA	0,115*** (0,052)
Compte courant d'équilibre	-0,014*** (0,005)
Déficit budgétaire d'équilibre	-0,016*** (0,008)
TCER d'équilibre	0,034 (0,021)
Stabilité politique d'équilibre	-0,155*** (0,041)
P-Value	0,000 0

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%.

Source : Auteurs

Après avoir déterminé les variables qui ont un impact sur la PEG de long terme dans l'UEMOA, nous évaluons le rôle de l'ECO dans la correction des écarts débiteurs. Ainsi, les résultats obtenus (tableau 5) soulignent une relation positive entre l'ECO et les écarts débiteurs de la PEG. Autrement dit, l'adoption de l'ECO par les états de l'UEMOA, ne fera que détériorer les

écarts débiteurs de la PEG de cette zone (PEG débitrice). L'ECO qui reprend quasiment les mêmes accords que le FCFA, souffrirait des mêmes maux que ce dernier. Ainsi, l'ECO serait surévalué (suivre la trajectoire de l'euro) et poserait un problème de compétitivité prix des États de l'UEMOA, il ne permettrait pas de fournir des ressources aux pays (l'endettement élevé continuerait à demeurer) et le problème de mésalignement du TCER ne changera pas.

Conclusion :

Notre étude a pour objet de déterminer l'impact du régime de change de la zone UEMOA (ECO) sur la correction des écarts débiteurs de la PEG par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme sur la période 2005 à 2018. Dans ce papier nous évaluons les déséquilibres extérieurs comme étant les déviations de la PEG par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme. Ainsi, notre premier défi consiste à chercher les variables qui ont une influence sur la PEG d'équilibre. L'estimation par la méthode des moments généralisés sur un modèle de panel dynamique, nous permet d'identifier les variables qui ont un impact sur la PEG de long terme et d'élaguer les autres variables non significatives. Il ressort de nos résultats que les variables, compte courant, déficit budgétaire, mésalignement du TCER et la stabilité politique ont un impact positif et significatif sur la PEG de long terme.

A cet effet, l'écart débiteur est obtenu en générant le résidu de notre nouvelle estimation en prenant uniquement ces variables significatives. Ces signes positifs impliquent des efforts considérables de la part des pays de l'UEMOA en matière de redressement de leur compte courant déficitaire, de juguler leur déficit budgétaire, de maintenir stable leur TCER et la paix sociale au sein de la zone.

Après avoir déterminé les fondamentaux de la PEG d'équilibre, nous évaluons l'impact du régime de change sur la correction des écarts débiteurs. Nous obtenons, par le MCG, un signe positif et significatif du régime de change (ECO) sur ces écarts débiteurs. Autrement dit, le choix de l'ECO tel que libellé dans les nouveaux accords ne permet pas de redresser les écarts débiteurs de la PEG des États de l'UEMOA. Ainsi, si ces pays cherchent un régime optimal qui permettra de redresser leur économie dans sa globalité, ils doivent plutôt s'orienter vers un régime de change qui permettra la stabilité de l'ECO par rapport aux différentes monnaies de leurs partenaires commerciaux et financiers. Les pays de l'UEMOA auraient pu se contenter au premier choix des pays de la CDEAO (flexibilité avec un ancrage à un panier de monnaies). Par conséquent quel serait le panier de monnaie optimal pour corriger ces déséquilibres au sein de la zone?

Bibliographie

Blundell, R., Bond, S., (1998), “Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models”. *J. Econ.* 87, 115-143.

Debelle, G., Faruquee, H., (1996). What determines the current account? a Gross-Sectional and Panel approach. *IMF working paper* 96/58.

Dubas, J.M., (2009), “The importance of exchange rate regime in limiting misalignment”. *World Dev.* 37(10), 1612-1622.

Friedman, M., (1953). “The case for flexible exchange rates, essays in positive Economics”. *University of Chicago press, Chicago*, 157-203

Gnimassoum, B., (2015), “The importance of the exchange rate regime in limiting current account imbalance in Sub-Saharan African countries”. *Journal of International Money and Finance*.

Gabanecz, B., Miyajima, K., Shu, C., (2018), “Emerging market local currency sovereign bond yield: the role of exchange rate regime”. *International review of economics and finance*.

Jahjah, S., Yue, V.Z., (2004). “Exchange rate policy and sovereign bond spreads in developing countries”. *IMF working paper*.

Lambert, F., L Paul, L., (2003), “Bulletin de la Banque de France”, – N° 109

Lane, P.R., Milesi-Ferretti, G.M., (2012), “External adjustment and the global crisis”. *J. Int. Econ.* 882, 252-265

Martin, F. E., (2016), “Exchange rate regimes and current account adjustment: An Empirical investigation”. *Journal of International Money and Finance*.

NUBUKPO Kako., (2007) « Politique monétaire et servitude volontaire. La gestion du franc CFA par la BCEAO », *Politique africaine*, 2007/1 (N° 105), p. 70-84. DOI : 10.3917/polaf.105.0070. URL : <https://www.cairn.info/revue-politique-africaine-2007-1-page-70.htm>

Zeev, N.B., (2018), “global credit supply shock and exchange rate regime”. *Journal of international Economics*.