

Année universitaire 2016 – 2017

Mémoire en vue de l'obtention du :

Master Recherche Macroéconomie Monétaire et Bancaire

Sur le thème :

Choix d'un régime de change dans les pays en développement : cas des pays de la Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO)

Présenté et soutenu publiquement par :

SANOUE Issa

Directeur de mémoire

M. Jean Marie LE PAGE

Professeur en sciences économiques

Université Panthéon Assas

REMERCIEMENTS

« Merci est un bien modeste petit mot mais il ne sort de la bouche que sous l'effet d'un acte qui inspire de la gratitude » Hamadou Hampaté Bâ

Que tout le corps administratif et professoral du Master Macroéconomie Monétaire et Bancaire de l'Université Panthéon-Assas (Paris 2) trouve ici l'expression de notre reconnaissance pour l'encadrement qu'il nous a fourni.

Mes vifs remerciements à l'endroit de M. Jean Marie Le PAGE pour sa disponibilité et les conseils prodigués pour la rédaction de ce mémoire.

Quant à mes parents, amis et proches, cette œuvre leur est spécialement dédiée pour leur accompagnement durant mes études

Table des matières

1. Introduction	6
2. Revue de littérature sur le choix du régime de change	8
3. Quel régime de change pour les pays de l’Afrique de l’Ouest ?	11
3.1. Historique de la mise en place d’une union monétaire regroupant les pays membres de la CEDEAO	11
3.2. Diversité des régimes de change, objectifs de politiques économiques et consensus autour d’un régime de change unique en Afrique de l’Ouest.	14
3.2.1. Régimes de change et conduite de la politique monétaire des pays de la CEDEAO	15
3.2.2. Régimes de changes et performances macroéconomiques des pays de la CEDEAO ...	18
3.3. Régime de change et vulnérabilités structurelles des pays d’Afrique de l’Ouest.....	25
3.3.1. Les Etats de la CEDEAO et la peur du flottement	26
3.3.2. Structure par terme et mécanisme de financement des pays de la CEDEAO.....	34
3.3.3. Degré d’intégration financière de la CEDEAO	38
3.3.4. Partenaires commerciaux et devises d’importation des pays d’Afrique de l’Ouest	40
4. Le taux de change et la question du désalignement.....	42
4.1. Le rôle protecteur du taux de change	43
4.2. L’hypothèse relative au coût des facteurs de production	48
5. Le régime de change et le potentiel d’internationalisation de la future monnaie unique ouest-africaine.....	53
5.1. Le poids économique des pays de la CEDEAO	54
5.2. La taille du marché financier des pays de la CEDEAO	55
5.3. La place de l’Afrique de l’Ouest dans les échanges internationaux.....	56
5.4. Stabilité économique, politique et rôle de la crédibilité de la future banque centrale de l’Afrique de l’Ouest.....	57
6. Conclusion.....	58
Références bibliographiques	60
Annexe	67

Liste des graphiques

Graphique 1 : évolution du taux d'inflation au cours de la décennie 2006-2015 dans les pays de la CEDEAO.....	21
Graphique 2 : évolution de la croissance du PIB réel par habitant de 1992-2015.....	24
Graphique 3 : évolution de ratios de pur mismatch de 2001-2015.....	33
Graphique 4 : Afrique Subsaharienne : dette extérieure publique totale par créanciers, 2011.....	38
Graphique 5 : commerce bilatéral 2001-2016 entre la CEDEAO et ses partenaires commerciaux	42
Graphique 6 : Productivité et formation brute de capital fixe dans les pays de la CEDEAO	46
Graphique 7 : évolution de la productivité du travail dans les pays de l'UEMOA après la dévaluation de 1994.....	46
Graphique 8 : évolution de la formation brute de capital fixe dans les pays de la CEDEAO	47
Graphique 9 : courbe en J des pays de l'UEMOA après la dévaluation de 1994	47
Graphique 10 : Structure des exportations et des importations de la CEDEAO	50
Graphique 11 : Poids économique de la CEDEAO comparé aux poids des pays détenteurs des principales monnaies.....	54
Graphique 12 : évolution du poids économique des pays émetteurs de principales monnaies et de celui de la CEDEAO	55

Liste des tableaux

Tableau 1 : illustration du péché originel.....	27
Tableau 2 : ratios de pur mismatch	32
Tableau 3 : ratios de déséquilibre monétaire effectif global	33
Tableau 4 : ratios de réserves internationales sur dettes à court terme de 1990-2015.....	35
Tableau 5 : parts de la CEDEAO et des émetteurs de monnaies internationales dans les importations et exportations mondiales.....	56

Sigles et abréviations

AECM	: Agregate Effective Currency Mismatch
AGEFI	: Agence Economique et Financière
AMAO	: Agence Monétaire de l’Afrique de l’Ouest
BEN	: Code pays du Bénin
BFA	: Code pays du Burkina Faso
BRVM	: Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
CEDEAO	: Communauté Economique des Etats de l’Afrique de l’Ouest
CNUCED	: Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement
CPV	: Code pays du Cap - Vert
CIV	: Code pays de la Côte d’Ivoire
DTS	: Droits de Tirage Spéciaux
F CFA	: Franc de la Communauté/Coopération Financière en Afrique
FMI (IMF)	: Fond Monétaire International
GMB	: Code pays de la Gambie
GHA	: Code pays du Ghana
GIN	: Code Pays Guinée
GNB	: Code pays Guinée-Bissau
IMAO	: Institut Monétaire de l’Afrique de l’Ouest
ITC	: International Trade Centre
LBR	: Code pays Liberia
MISM	: Mistmatch
MLI	: Code pays Mali
NER	: Code pays Niger
NGA	: Code pays Nigeria
OSIN	: Original Sin
PIB	: Produit Intérieur Brut
SEN	: Code pays Sénégal
SLE	: Code pays Sierra Leone
TCER	: Taux de change effectif réel
TGO	: Code pays Togo
UEMOA	: Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine
UE15	: L’Europe des 15 pays les plus développés
ZMAO	: Zone Monétaire de l’Afrique de l’Ouest
ZMO	: Zone Monétaire Optimale

Résumé

En passant en revue les différents travaux qui ont porté sur le choix du régime de change aussi bien au niveau mondial, africain que de la CEDEAO et en se fondant sur les méthodes de mesures du péché originel et du déséquilibre monétaire global proposées par Morris Goldstein et Philip Turner (2004), notre étude révèle que les pays de la CEDEAO sont totalement exposés au phénomène dit de péché originel. En effet, à l'exception du Libéria qui a affiché un ratio de pur mismatch de 0.95 en 2006, tous les pays ont enregistré au cours de la période 2001-2015, des ratios supérieurs à l'unité. Ce qui constitue la preuve qu'ils sont fortement endettés en devises étrangères que leurs recettes d'exportation ne permettent pas de rembourser. Toute chose égale par ailleurs, cette situation recommande l'adoption d'un régime de change fixe. Toutefois le signe positif des ratios de déséquilibre monétaire global, les niveaux des ratios de réserves internationales sur dettes à court terme, le mécanisme de financement, la composition de la dette extérieure par créancier et le degré d'intégration des marchés financiers au niveau de la communauté indiquent que malgré le péché originel qui affecte les pays membres de la CEDEAO, l'adoption d'un change flexible est possible.

Abstract

In reviewing the various studies that have examined the choice of the exchange rate regime at the global, African and ECOWAS levels, and based on the methods of measures of original sin and the monetary imbalance proposed by Morris Goldstein and Philip Turner (2004), our study reveals that the ECOWAS countries are totally exposed to the so-called original sin phenomenon. Indeed, with the exception of Liberia, which had a ratio of pure mismatch of 0.95 in 2006, all countries recorded ratios higher than unity during the period 2001-2015. This is proof that they are heavily indebted in foreign currencies that their export earnings can not repay. All things being equal, this situation recommends the adoption of a fixed exchange rate regime. However, the positive sign of the global monetary imbalance ratios, the levels of the international reserve ratios on short-term debt, the financing mechanism, the composition of foreign debt per creditor and the degree of integration of financial markets at the level of Community indicate that despite the original sin that affects ECOWAS member countries, the adoption of a flexible exchange rate is possible.

1. Introduction

La rupture du lien entre le billet vert et l'or ainsi que son flottement autorisé par rapport à cette même unité de compte en 1971, ont mis fin à deux des principes fondateurs de Brettons Woods : l'étalon or et le système de parités fixes par rapport à l'or. Depuis lors, les pays sont libres d'adopter le régime de leur choix. Cependant, en se référant aux effets macroéconomiques des régimes de changes, aux caractéristiques intrinsèques des pays qui les adoptent, à ses répercussions sur le système bancaire, il revient que ce choix n'est pas totalement libre. En effet, les Etats se doivent de choisir le régime de change optimal qui permet de concilier l'ensemble de ses effets avec leurs objectifs de politique économique.

Engagés dans un processus de mise en place d'une union monétaire depuis les années 2000, dont le projet reste toujours d'actualité, la nécessité du choix d'un régime de change s'impose aux pays membres de la CEDEAO. Ce choix doit être présidé par la prise en compte de plusieurs facteurs afin de leur permettre de tirer le maximum de profit du système monétaire international actuel et de se protéger contre ses dangers.

La question relative au choix d'un taux de change optimal a été longtemps discutée dans la littérature économique. Dès 1953, Friedman s'insurgeait déjà contre le système de change traditionnel, le qualifiant de système générateur de crises spéculatives et d'instabilité. Selon Calvo, (1999), ces régimes ont tendance à provoquer des craintes de dévaluation dues aux attaques spéculatives. En conséquence, les taux d'intérêt sont élevés dans des pays ayant adopté un régime de change fixe. Ce qui décourage l'investissement et réduit la croissance économique à long terme. Mundell (1960), souligne qu'en cas de mobilité du capital, le système de change idéal est celui du taux de change fixe. Ces avantages et inconvénients liés aux changes vont donc orienter les recherches vers sa mise en relation avec le niveau de développement du pays qui l'adopte. En la matière, les résultats des différents travaux sont loin de faire l'unanimité. S'agissant des études sur le cas spécifique des pays de la CEDEAO, les résultats sont tantôt en faveur des solutions en coin, tantôt en faveur des changes intermédiaires. Si Kisu (2010) trouve que les régimes de change fixes devraient être privilégiés par les pays de la CEDEAO ; Diop et Fall (2011) estiment, pour leur part, que ces pays peuvent opter pour des régimes de change fixes ou des régimes de change intermédiaires. Les travaux de Diaw et Ka (2012) ont aussi abouti à la conclusion selon laquelle les changes fixe ou flexible sont tous favorables à la croissance. Cependant l'effet du change flexible semble plus bénéfique que l'effet du change fixe. Dupasquier et al., (2005) considèrent que le régime de change flexible est approprié pour

les pays de la CEDEAO tandis que Jean-Pierre Allegret et al., (2006) considèrent que les changes intermédiaires sont mieux adaptés.

La question du choix du régime de change se pose encore avec acuité lorsque l'on prend en compte les disparités qui existent entre pays notamment en termes de chocs. Parmi les pays, certains sont exportateurs nets de pétrole tandis que d'autres sont exportateurs de matières premières tels que le coton et le cacao. Par ailleurs, les pays ne possèdent pas la même tradition en termes de conduite de la politique monétaire. Pendant que certains pratiquent des régimes de changes fixes [les pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) et le Cap Vert], il est fréquent de constater chez les autres pays membres de la CEDEAO un régime de change flottant indexé au dollar. Ces différents constats pourront être à l'origine de conflits d'intérêt et freiner les ardeurs de certains à entrer dans l'union monétaire malgré la volonté politique affichée.

Dans ce contexte, l'intérêt d'une étude sur le choix d'un régime de change optimal pour les pays membres de la CEDEAO s'avère toujours manifeste.

S'inscrivant dans le projet de la création d'une union monétaire qui regroupera l'ensemble des pays de la CEDEAO, l'objet de cette étude est de contribuer à la réflexion sur le choix du régime de change optimal.

Il convient de remarquer que le débat sur le choix du régime de change optimal pour les pays en développement est souvent biaisé par l'argument de la peur de flottement en faisant le plus fréquemment référence aux crises qui sont intervenues dans les pays asiatiques. Pourtant, tous les pays ne sont pas au même stade de développement, notamment en ce qui concerne leurs marchés financiers. Notre étude a pour but de se démarquer de ses conclusions hâtives en ce qui concerne le choix du régime pour les pays en développement, et en particuliers pour les pays de la CEDEAO. Aussi, la plupart des études qui ont concerné la CEDEAO se sont basées sur des performances macroéconomiques (Kisu, 2010, Diop & Fall, 2011 ; Diaw et Ka, 2012). Bien que la théorie économique avance que le type de régime de change peut influencer sur les résultats économiques, elle ne permet pas de formuler de prévisions précises à cet égard et il est important de tenir compte du cadre de politique monétaire (Bailliu et al., 2001). Si l'analyse de Duspaquier et al., a porté sur la théorie des Zones Monétaires Optimales (ZMO), elle a cependant mis de côté les effets de bilan. Pourtant Levy-Yeyati, Sturzenegger et Reggio (2006) trouvent que les approches en termes de ZMO, d'effets de bilan et de crédibilité des autorités

en charge de la politique monétaire sont particulièrement pertinentes pour expliquer le choix des régimes de change.

Une priorité serait accordée aux effets de bilan dans cette étude.

« Dans les unions monétaires existant, il est frappant que les régimes de change sont, soit du flottement libre, soit de la fixité. Etant donné que le choix du taux de change dans une union monétaire relève normalement de la compétence des gouvernements et non de la Banque Centrale, un flottement dirigé visant une certaine trajectoire du taux de change se trouve dès lors exclu des options de taux de change » (Jeanneney, 2015).

Cela nous conduit à émettre l'hypothèse selon laquelle un régime de change flexible serait souhaitable pour les pays de la CEDEAO.

Pour tester cette hypothèse, il sera procédé à une brève revue de littérature sur le choix du régime de change dans la section 2. Ensuite, dans la section 3, l'étude identifiera, à la lumière des régimes de change couramment pratiqués dans les pays de la communauté, des performances économiques engrangées, des vulnérabilités structurelles (péché originel et currency mismatch), de la structure par terme, par créancier et par taux de la dette extérieure ainsi que du degré d'intégration financière des marchés financiers, le régime de change convenable aux pays de la CEDEAO. La section 4 est une analyse qui interpelle les autorités monétaires quant à la valeur qu'il faudrait accordée à la future monnaie tandis que la section 5 évalue le potentiel d'internationalisation de cette monnaie. Enfin, dans la section 6, nous présenterons les différents résultats de nos travaux.

2. Revue de littérature sur le choix du régime de change

La liberté de choix d'un régime de change a été rendue possible avec l'effondrement du système de Brettons Woods au début des années 70 et l'adoption du deuxième amendement aux statuts du FMI (Ghosh et Ostry, 2009). Ces nouvelles reformes offrent la possibilité aux pays de choisir, sur la base de critères solides et spécifiques, le régime de change qui leur convient sans être confrontés à l'obligation d'arrimer leur monnaie à un système surveillé par le FMI. Cependant, le choix d'un régime de change optimal est loin d'obtenir l'unanimité des experts en économie internationale, qu'ils soient du monde universitaire ou politique. Leur divergence se fonde surtout sur l'incidence du régime de change sur les résultats macroéconomiques (inflation, croissance et vulnérabilité aux crises) des pays qui l'adoptent.

Au début des années 90, la pratique courante reposait sur la fixation du taux de change par rapport à une monnaie forte¹ (système d'ancrage souple) et s'opérait surtout dans les pays en transition vers une économie de marché (Ghosh et Ostry, op.cit.). Cependant, avec les crises du compte de capital survenues dans les pays émergents² et ayant entraîné des inversions brutales des entrées de capitaux, cette pratique a été révélée susceptible de crises et est en voie d'abandon (Andrew et al., 2003; Mark et al., 2008). Cette fragilité du système d'ancrage souple a donc orienté les choix, dans les années 90, vers ce qu'il convenait d'appeler la solution bipolaire. Ainsi, était-il de plus en plus conseillé aux pays d'opter, soit pour un régime d'ancrage ferme (dollarisation, caisse d'émission ou union monétaire, par exemple), soit, pour un régime de flottement libre dans lequel le marché détermine la valeur de la monnaie sans intervention de l'État. Cependant, l'effondrement en 2002 de la caisse d'émission en Argentine a aussi jeté le doute sur le régime d'ancrage ferme (Ghosh et Ostry, op.cit.).

Plusieurs investigations aussi bien théoriques qu'empiriques ont essayé d'identifier le régime de change le plus approprié pour une économie en se fondant sur ses effets sur les variables macroéconomiques (Ghosh et al., 1997; Calvo, 1999 ; Mussa et al., 2000; Calvo et Reinhart, 2000; Ghosh, Gulde, and Wolf, 2002; Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2003; Rogoff et al., 2004; Reinhart and Rogoff, 2004; Ghosh, Ostry and Tsangarides, 2010 cités par Ghosh et Ostry, op.cit.). Bien avant, cette problématique a été évoquée par Friedman (1953) et Mundell (1960) en mettant au centre de leur analyse un objectif de stabilité³. Ainsi, selon Friedman, le système de change fixe serait générateur de crises spéculatives et d'instabilité car affirme-t-il :

« Ce système ne fournit ni la stabilité que les taux de changes réellement rigides pourrait fournir dans un contexte de commerce sans restrictions, ni la volonté et la capacité d'ajuster la structure intérieure des prix aux conditions extérieures ni la sensibilité continue du taux de change flexible ».

Les résultats obtenus par Mundell s'alignent également sur ces conclusions de Friedman. Toutefois, il précise que cette critique à l'égard des régimes de change fixes n'est valable qu'en présence d'une faible mobilité des capitaux⁴. Ghosh et al., (1997) mettent en évidence l'incidence du régime de change sur l'inflation. Par rapport aux régimes de change flottants, ils obtiennent que les régimes de change fixe et intermédiaire permettent d'obtenir de meilleures

¹ Dollar et Deutsche Mark

² Mexique, 1994 ; Thaïlande, Indonésie et Corée du Sud, 1997 ; Russie et Brésil, 1998 ; Argentine et Turquie, 2000 ; Turquie, 2001.

³ Voir Ripoll, 2001

⁴ Voir Ripoll, 2001

performances en termes de maîtrise d'inflation. Les résultats obtenus par Levy Yeyati et Sturzenegger (2003), Husain, Mody et Rogoff (2005) confirment cette incidence négative des changes fixes sur l'inflation. Cependant les derniers apportent une nuance en arguant que ces effets sont valables uniquement dans les pays émergents et en développement. Klein et Shambaugh (2010, cités par Ripoll, 2001) nient aussi l'existence de ces effets à long terme. Calvo (1999, cité par Ripoll, 2001), dans la même lignée que Friedman, est aussi critique des régimes de change fixes. Selon lui, ces régimes ont tendance à provoquer des craintes de dévaluation dues aux attaques spéculatives. Ce qui maintient les taux d'intérêt élevés dans les pays dans lesquels ces changes sont pratiqués et nuit à la fois à l'investissement et à la croissance. En analysant les comportements des taux de change, des réserves de change, des agrégats monétaires et des taux d'intérêt selon les divers régimes de change adoptés afin de vérifier si les déclarations officielles des pays représentent fidèlement les pratiques effectives, Calvo constate également avec Reinhart (2002) que la plupart des pays qui déclarent laisser flotter leur monnaie font l'opposé (Voir Ripoll, 2001 et Aloui et Sassi, 2005). Ils considèrent ce comportement qualifié de *peur de flottement* (*fear of floating*) comme étant la résultante de plusieurs facteurs tels que les pratiques de tarification du marché, l'endettement en monnaie étrangère, les transactions internationales et domestiques effectuées en devises (péché originel) et les marchés financiers très peu développés pour permettre une bonne couverture du risque de change. Pour Bénassy-Quéré et Salins (2010, cités par Diop et Fall, 2011), l'adoption très répandue du régime de change intermédiaire dans les pays émergents ou en développement, malgré la violation du triangle d'impossibilité de Mundell, est à chercher dans ces arguments avancés par Calvo et Reinhart (op.cit.). Le choix du régime de change est aussi motivé par la taille de l'économie, son degré d'ouverture, l'historique de son niveau d'inflation, la solidité de son système financier et la pertinence de sa monnaie (Obstfeld, 1995, Ripoll, 2001). Dans les petites économies ouvertes avec de bons résultats en termes d'inflation, mais dotées d'un système financier peu solide, et en l'absence d'une monnaie pivot naturelle, il est conseillé d'adopter des taux de change flottants (Obstfeld 1995)⁵

Aizenman et Frenkel (1982), Aizenman et Hausmann (2001); Allegret et al. (2006) quant à eux mettent en rapport le degré de flexibilité/rigidité du taux de change avec les chocs affectant l'économie ainsi que ses objectifs de politiques économiques. Le modèle de Allegret et al, inspiré des travaux de leurs prédécesseurs montre que le degré de flexibilité du taux de change tend à baisser lorsque : i) l'impact de la variation du taux de change sur les prix domestiques

⁵ Voir OCDE et Asian Development Bank, 2000

(passthrough) est élevé, *ii*) la volatilité des chocs nominaux relativement aux chocs réels est grande, *iii*) la perte associée à l'inflation est importante et *iv*) le biais discrétionnaire sur le marché du travail est élevé. Partant de cette analyse, ils concluent que les changes intermédiaires seraient adaptés aux pays émergents et aux pays en développement.

Une étude analytique menée par le FMI (cité par Ghosh et Ostry, *op.cit.*), sur la base des travaux disponibles en 2003 des auteurs ci-dessus cités conclut que les régimes de parités fixes n'étaient guère avantageux pour les pays émergents sur le double plan de l'inflation et de la croissance ; les probabilités d'une crise monétaire ou financière paraissant plus grandes sous ces régimes (voir Ghosh et Ostry, 2009). Ces différents résultats constituent la preuve des nombreuses contradictions que suscite le choix d'un régime de change optimal. Le résultat prédominant dans la littérature est qu'aucun des régimes n'est optimal (Ripoll, 2001).

3. Quel régime de change pour les pays de l'Afrique de l'Ouest ?

3.1. Historique de la mise en place d'une union monétaire regroupant les pays membres de la CEDEAO

L'instauration d'une monnaie commune dans la CEDEAO a vu naître ses germes en mai 1983 à la suite des succès engrangés dans la coopération monétaire initiée par les Etats de la CEDEAO en 1975⁶. Le 20 avril 2000 à Accra (Ghana) cinq pays de l'Afrique de l'Ouest⁷ décidèrent ainsi de former à l'instar des pays de l'UEMOA une seconde union monétaire. Le but de cette union était de faciliter, par la suite, la fusion des Etats qui la constituent avec ceux de l'UMOA en vue de former une union monétaire plus élargie en janvier 2004, dont les frontières épouseraient ceux de la Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO). L'objet du projet est d'éviter une balkanisation monétaire des Etats de la communauté, obstacle majeure à l'intégration économique, et de favoriser leur indépendance monétaire. Dans ce scénario, tous les Etats participant à l'Union devraient abandonner leurs monnaies au profit d'une monnaie commune, l'ECO dont le rapport avec les autres monnaies, notamment le dollar et l'euro, reste encore à définir.

Dans leur volonté de parvenir à la création de la seconde union monétaire qui incombe des leurs, le projet portant création de la Zone⁸ Monétaire de l'Afrique de l'Ouest (ZMAO) et de

⁶ Cette coopération a été facilitée par la création d'une Chambre de Compensation de l'Afrique de l'Ouest en 1975

⁷ Il s'agit du Nigeria, du Ghana, de la Sierra Léone, de la Gambie et de la Guinée

⁸ Le concept d'union monétaire est distinct de celui d'une zone monétaire qui réunit des Etats qui, tout en conservant leur propre monnaie, ont passé des accords de coopération monétaire en vue de stabiliser leur taux de change bilatéraux (Jeanneney, 2015 p.15).

ses statuts juridique et administratif ont été adoptés par les cinq pays porteurs du projet en marge du second sommet des Chefs d'Etat et de Gouvernement de la CEDEAO tenu à Bamako le 15 décembre 2000. En mars 2001, l'Institut Monétaire de l'Afrique de l'Ouest (IMAO) fut mis sur pieds. Le rôle dévolu à cet institut, est d'organiser la surveillance de la convergence des six économies et préparer le cadre institutionnel, notamment les statuts de la future banque centrale commune aux cinq pays. Les pays ont aussi arrêté un ensemble de critères dits de convergences (primaires et secondaires) que chaque Etat se devrait de respecter à l'horizon 2003. Au nombre des critères primaires, les pays candidats devraient donc parvenir i) à une décélération du rythme de l'inflation à moins de 10% en 2000 et 5% en 2003 ; ii) à une réduction du ratio du déficit budgétaire par rapport au PIB à 5% en 2000 puis à 4% en 2002 ; iii) au respect dans la limite maximale de 10% des recettes fiscales de l'année précédente, du financement de leur déficit budgétaire par la Banque centrale, et enfin iv) détenir des réserves de change couvrant au moins trois mois d'importations en 2003 et six mois d'importations en 2006 (Voir O. Ouédraogo, 2003). Les critères de convergence secondaires touchent à la gestion monétaire et des changes tels que le maintien des taux d'intérêts réels positifs et des taux de change réels stables et aux opérations financières des Etats (non accumulation des arriérés de paiement, une pression fiscale d'au moins 20%, une couverture de la masse salariale par au plus 35% des recettes fiscales et des investissements publics représentant au moins 20% des recettes fiscales). Initialement prévue au 1^{er} janvier 2003, la date lancement de la monnaie unique de la ZMAO a été repoussée à plusieurs reprises⁹. A la date actuelle, aucune monnaie commune n'a toujours pas vu le jour. Une autre échéance, concernant désormais une monnaie unique pour l'ensemble des pays de la CEDEAO, est prévue pour l'année 2020.

A la question de savoir pourquoi ce projet tant souhaité de la part des Chefs d'Etats de la communauté peine à se concrétiser ; plusieurs arguments ont été avancés. Outre les contraintes liées à la crise financière et économique mondiale qui ont compromis les capacités des Etats à remplir, collectivement et individuellement, les critères de convergences en 2009 ; d'aucuns (Masson et Patillo, 2001, 2002; Bénassy-Quéré et Coupet, 2005 ; Houssa R., 2008 ; Tapsoba, 2009 cités par Nubukpo, 2010) pensent qu'il était trop tôt pour les Etats de la communauté de procéder à cette unification monétaire en raison des divergences de chocs très importants qui les caractérisent. Ce qui induirait plus de coûts que de bénéfices attendus du projet. En effet, soutiennent-ils que les pays de l'UEMOA sont importateurs nets de pétrole alors que le géant

⁹ Après le rendez-vous manqué de janvier 2003, l'instauration de la monnaie unique de la ZMAO a été reportée à juillet 2005, ensuite à décembre 2009, puis en 2015 sans concrètement voir le jour bien que le projet d'actualité.

économique de la zone, le Nigéria, est exportateur net. Ce qui compromet leur chance d'être dans la même phase de cycle économique lors de la survenance d'un choc d'offre.

Pour s'apercevoir du degré de divergence qui caractérise les Etats, il a été donné de s'intéresser, dans la présente étude, à la synchronisation des cycles des pays par une analyse des corrélations entre les taux de croissance de leurs PIB réels et entre les taux d'inflations annuels mesurés par la hausse annuelle du Niveau Général des Prix (NGP) (Voir tableaux 1 et 2 en annexe).

S'agissant des coefficients de corrélation entre taux de croissance du PIB réel par habitant (tableau1) ; sur 105 coefficients, 58 sont négatifs ; signifiant ainsi l'absence de synchronisation entre les cycles de plus de la moitié des pays. Parmi les coefficients positifs, seul un, est supérieur à 0,50. Il s'agit du coefficient de corrélation entre le Sénégal et la Gambie. Cela constitue la preuve d'une faible synchronisation des cycles entre les Etats. Les pays dont le niveau de synchronisation des cycles à ceux des autres pays est satisfaisant sont le Niger et le Sénégal (09 coefficients positifs chacun), le Bénin, le Burkina Faso, la Gambie et la Guinée (08 coefficients positifs chacun). La Côte d'Ivoire et le Libéria sont à des niveaux moyens tandis que les situations économiques du Cap Vert, du Ghana, de la Guinée-Bissau, du Mali, du Nigéria et du Togo restent les plus déconnectées de celles des autres pays.

En termes de variation des niveaux généraux des prix, tous les pays concernés par cette analyse sont corrélés positifs à l'exception de la Gambie dont les taux d'inflation sont corrélés négatifs avec ceux des autres pays (tableau 2).

Ainsi, pourrait-on bien être en accord avec ceux qui souhaitent que la mise en place de l'union monétaire soit repoussée en raison des divergences entre les situations économiques des Etats. Cependant, pour certains auteurs, l'argument selon lequel la suspension de l'introduction d'une monnaie unique ouest-africaine se justifie par l'absence de convergence ne résiste pas à une analyse rigoureuse de la convergence en Afrique de l'Ouest, et de son rôle dans le succès du projet de monnaie unique (Voir Bakou et Ndoye, 2016). Deux raisons majeures les incitent à de telles conclusions. Premièrement, ils nient l'existence réelle des zones monétaires optimales au sens de Mundell (1961). Deuxièmement, ils considèrent que la convergence véritable, celle qui permettrait de rendre les conjonctures homogènes, est hors de portée car la modification des structures du secteur réel d'une économie est une tâche qui nécessite beaucoup de temps.

Ouédraogo (2003), se fondant sur les analyses de Mundell (1973, 2001)¹⁰, conclut que le principe de partage des risques qu'illustre la centralisation des réserves de change d'une part et, d'autre part, la différenciation des appareils productifs nationaux, lesquels, au lieu d'être une source de divergence d'intérêts quant à l'utilisation ou non du taux de change comme instrument d'ajustement, deviennent un facteur de stabilisation de la zone monétaire, concourent à plaider pour un schéma volontariste dans la mise en place de la monnaie unique CEDEAO.

Notre analyse s'inscrit dans ce dernier courant de pensée et se réserve le droit de n'aborder dans cette étude que des aspects en lien avec le régime de change applicable aux pays de la CEDEAO.

3.2. Diversité des régimes de change, objectifs de politiques économiques et consensus autour d'un régime de change unique en Afrique de l'Ouest.

La volonté des pays de former une union monétaire résulte des avantages économique et monétaire qu'ils espèrent de cette union. Une union monétaire est source de croissance économique pour les pays qui la constituent en raison de la stabilité des taux de change qu'elle favorise et de l'intensification des échanges de biens, de services, de capitaux, voire de personnes (Jeanneney, op.cit.).

Par ailleurs l'union monétaire pourrait être également favorable aux pays à tradition inflationniste en termes de stabilité monétaire, si parmi les pays la constituant, certains sont réputés pour leurs politiques de stabilité monétaire. Ce dernier aspect peut donc valoir d'argument de refus d'intégrer une union monétaire pour les pays conservateurs si toutefois, les statuts de la nouvelle institution monétaire n'épousent pas les leurs. Ce cas de figure s'est posé dans le cadre de la formation de l'union monétaire européenne dont la Banque centrale a finalement été le reflet de la Bundesbank¹¹ afin d'obtenir la participation de l'Allemagne (Jeanneney, op.cit.). En effet, former une union monétaire avec des pays à tradition inflationniste présente également le risque d'une perte de crédibilité.

Par analogie, on pourrait émettre cette hypothèse dans le cadre de la formation d'une union monétaire regroupant les pays de la CEDEAO. Cette communauté possédant en son sein une union (UEMOA) réputée pour sa stabilité monétaire, il est fort probable que cette dernière réclame la même discipline aux pays non membres afin de rendre possible la formation d'une union monétaire plus élargie. Par ailleurs, compte tenu de la perte de l'instrument monétaire et de change empêchant les Etats de réagir à une conjoncture qui leur est spécifique, les pays non

¹⁰ Articles dans lesquels Mundell prend du recul par rapport à son analyse des zones monétaires optimales en 1961

¹¹ Appellation de la Banque Centrale d'Allemagne

membres de l'UEMOA pourraient également ne pas être incités d'intégrer une union monétaire :

« Les unions monétaires ont leurs avantages et un coût. En théorie, une union monétaire rend les activités de marché et l'emprunt plus pratiques et moins coûteux pour les pays membres. Cependant, elle entraîne aussi une certaine perte de souveraineté, liée à l'adoption d'une monnaie et d'une politique monétaire communes. Cela signifie que les pays ne peuvent imprimer plus d'argent quand ils le veulent ou utiliser des taux d'intérêt pour influencer leurs économies. Ces outils de politique monétaire deviennent alors l'apanage de la banque centrale régionale. La perte de recettes douanières liée à l'émergence d'un marché unique ou commun est un autre point négatif. En Afrique de l'Ouest, les recettes tarifaires peuvent représenter jusqu'à 40 % des recettes fiscales de certains pays »¹².

Ces pays pourraient d'ailleurs être confortés dans leur situation lorsque l'on se réfère aux discours politiques actuels à propos de l'union monétaire européenne.

Parmi, les pays non membres de l'UEMOA et qu'il est convenu de classer dans un autre groupe dit la ZMAO, figurent le Nigeria, le Ghana, la Guinée, la Sierra Léone, le Cap-Vert, le Libéria et la Gambie. Le Nigeria, première puissance économique africaine, a concentré depuis 2011 sa politique monétaire sur un objectif clair d'inflation à un seul chiffre, contribuant ainsi à orienter les attentes en matière d'inflation¹³. En mars 2015, il a remplacé son système de change administré par un système de change ancré sur le dollar américain. Malgré l'ensemble de ces efforts consentis, l'inflation annuelle reste toujours à deux chiffres.

3.2.1. Régimes de change et conduite de la politique monétaire des pays de la CEDEAO

Il existe un lien étroit entre le régime de change et la conduite de la politique monétaire. Afin d'atteindre leurs objectifs de politique monétaire en évitant au mieux les échecs répétitifs, les autorités monétaires se doivent de définir un cadre propice à la politique qu'elles souhaitent. En effet, l'un des aspects fondamentaux à la réussite d'une politique monétaire reste la crédibilité de la banque centrale. Cette crédibilité est nécessaire pour maîtriser les pressions du marché, attirer les investisseurs et atténuer l'impact négatif de la volatilité du taux de change sur la volatilité des prix des matières premières. Ainsi, plus les banques centrales sont-elles crédibles, plus les attentes inflationnistes des agents sont faibles. Ce qui offre plus de flexibilité

¹² Voir Manduna and Abimbola, 13oct.2014

¹³ BAD, 2013

à la politique monétaire et lui permet d'atteindre ses objectifs. Le régime de change est l'un des facteurs permettant de bâtir cette crédibilité. Cependant, les objectifs différant suivant les autorités monétaires, il est logique que les régimes de change qu'elles adoptent diffèrent. Par conséquent, il pourrait donc avoir un conflit d'intérêt entre pays souhaitant appartenir à une même union monétaire dans laquelle un consensus se doit d'être trouvé autour du régime de change.

Le système monétaire de la CEDEAO est caractérisé par une diversité de régimes de change ayant chacun ses implications en termes de politiques monétaires. Selon la classification de facto des régimes de change du FMI, au moins trois régimes de change cohabitent dans cette zone depuis 2012 (Tableau 3, annexe). Il s'agit du régime de parité fixe ou d'ancrage par le taux de change, du régime de flottement dirigé, de flottement stabilisé, de régimes de changes flottants purs et impurs. Depuis la création du FCFA¹⁴, les pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) ont ancré leur monnaie commune à une devise étrangère. Cette devise fut auparavant le franc français qui a été substitué par la suite par l'euro avec l'avènement de cette monnaie en 1999. Ce fut également le cas du Cap Vert qui a fini par abandonner l'arrimage de sa monnaie à la monnaie portugaise qu'il avait entrepris depuis le 05 juillet 1998, au profit de l'euro en 1999. Cet engagement pris par les autorités monétaires de ces pays vis-à-vis d'une autre devise les oblige à acheter la monnaie nationale lorsqu'elle tend à se déprécier ou à la vendre lorsque c'est le cas contraire afin de maintenir constant le taux de change ou sa fluctuation dans une bande d'amplitude donnée. La parité peut cependant être modifiée à titre exceptionnel pour maintenir l'équilibre du solde courant comme ce fut le cas pour les pays de l'UEMOA le 17 octobre 1948 puis le 12 janvier 1994¹⁵. L'engagement nécessite ainsi de constituer de nombreuses réserves de change afin de maintenir stable le taux de change. Le taux de change sert ainsi d'objectif intermédiaire à la politique monétaire. Ces régimes de change sont réputés pour leur maîtrise de l'inflation. Toutefois ils privent ceux qui les ont adoptés des effets protecteurs des changes flexibles contre les chocs réels externes et comportent le risque de se maintenir à des niveaux incompatibles avec la situation économique des pays. Par ailleurs, conformément au principe de la « trinité impossible », les pays ne peuvent pas conjuguer taux de change fixe, ouverture du compte de capital et indépendance de la politique monétaire. En outre, la parité fixe ne serait pas viable si les pays souhaitent financer leur déficit budgétaire par l'émission de monnaie, ou si la dynamique de la politique budgétaire

¹⁴ Le franc CFA est né le 26 décembre 1945, jour où la France ratifie les accords de Brettons Woods et procède à sa première déclaration de parité au Fonds monétaire internationale (FMI). Il signifie alors *"franc des Colonies Françaises d'Afrique"*.

¹⁵ BCEAO, histoire du FCFA

induit à terme une évolution des prix qui pourrait être incompatible avec le maintien de la parité. En effet, en absence de discipline budgétaire, des politiques budgétaires laxistes peuvent conduire à un épuisement des réserves de change ou à un gonflement excessif de la dette publique qui, au final, peut faire effondrer la parité fixe (voir, par exemple, Vuletin, 2013)¹⁶. Le laxisme peut aussi entraîner une hausse de l'inflation intérieure, qui débouche souvent sur une appréciation réelle et une aggravation du déficit courant. Le dollar libérien est aussi ancré à une devise étrangère qui est le dollar américain. Toutefois il jouit d'un flottement indépendant. L'objectif de la politique monétaire de la Banque Centrale du Libéria est la stabilité des prix et le maintien de la valeur du dollar libérien par rapport au dollar américain.

Les autres pays non membres de l'UEMOA ont chacun leur propre monnaie. Le régime de change du Nigeria, en raison de la conjoncture économique a beaucoup évolué au cours des dix dernières années. D'un régime de flottement dirigé, ce pays est passé à un régime de flottement stabilisé en mars 2015. Toutefois le ciblage d'un agrégat monétaire a toujours été au cœur de sa politique monétaire. Cette politique consiste à utiliser un ensemble d'instruments pour atteindre un taux de croissance cible d'un agrégat monétaire. En 2013, face à la fébrilité suscitée par l'annonce de Fed de la fin progressive du « quantitative easing », les autorités monétaires ont dû réagir en achetant de la monnaie nationale contre devises en vue de stabiliser le taux de change officiel qui était sous la pression des sorties capitaux engendrées par l'annonce de la Fed. Cela a beaucoup pesé sur les réserves de change brutes du pays qui ont évolué à la baisse. En 2014, les interventions du pays se sont à nouveau poursuivies en réaction à la chute libre du cours du pétrole qui a contraint le pays à procéder à une double dévaluation de sa monnaie. La première de 8% a eu lieu en novembre 2014, tandis que la seconde s'est opérée en février 2015 au taux de 18%. Durant les seize mois suivants, le taux de change du naira contre le dollar américain est resté fixé à 197 naira contre un dollar américain jusqu'au 20 juin 2016, date à laquelle le marché de changes interbancaires a été libéralisé. Comme les réserves internationales de change continuaient toujours de s'amenuiser, le pays a procédé en juin 2015 à l'interdiction d'accès aux devises au profit d'une quarantaine de catégories de produits à l'importation.

On comprend ainsi, que bien que dicté par la conjoncture économique, il est de la tradition de ce pays, l'usage du taux de change à des fins de politiques monétaires actives en lien avec sa situation économique. Pourtant, face aux projets d'extension des unions monétaires à des pays

¹⁶ IMF, oct. 2016

qui n'ont pas la même culture de stabilité monétaire, il est prudent de protéger la monnaie commune d'éventuelles vicissitudes politiques dans les Etats membres par une autonomie de la banque centrale (Jeanneney, op.cit.). La question reste ainsi posée quant à l'acceptation du Nigeria à se soumettre à une politique de change commune qui ne lui autorise pas cette flexibilité.

Le Ghana, la Gambie, la Guinée et la Sierra Leone ont longtemps eu recours à des régimes de change flottants avec des interventions ponctuelles de la banque centrale visant à amortir les fluctuations à court terme du marché des devises. A la différence des autres pays membres de la CEDEAO ; le Ghana a bâti depuis 2007, sa politique monétaire sur un objectif de ciblage de l'inflation en vue de ramener son taux d'inflation à moins de 8% avec une marge de 2% et limiter la volatilité de son taux de change. La politique de ciblage de l'inflation consiste à annoncer publiquement les objectifs que les autorités monétaires se fixent en termes d'inflation dans un horizon de moyen terme. Pour cela les autorités monétaires ont besoin de communiquer efficacement sur leurs objectifs avec le public et les marchés et les assurer quant à leur engagement à les atteindre. Les décisions de politique monétaire sont souvent guidées par l'écart des prévisions d'inflation future par rapport à l'objectif d'inflation annoncé, la prévision d'inflation agissant (implicitement ou explicitement) comme objectif intermédiaire de la politique monétaire. Quant à la Gambie, la Guinée et la Sierra Leone, le ciblage d'un agrégat monétaire constitue la cible intermédiaire de leur politique monétaire.

Il existe ainsi une forte hétérogénéité dans la mise en œuvre des politiques monétaires dans les pays de la CEDEAO. Cependant, il vaut de préciser que la plupart des pays aspirent à une maîtrise de l'inflation à des chiffres à un chiffre même si les outils utilisés pour parvenir à cette stabilité diffèrent. Ce constat nécessite de s'intéresser aux performances macroéconomiques engrangés par chaque Etat membre en vue d'apprécier son acceptation de pratiquer un autre régime de change dont il n'avait pas coutume.

3.2.2. Régimes de changes et performances macroéconomiques des pays de la CEDEAO

Le débat sur l'impact des régimes de change sur les résultats macroéconomiques est loin de faire l'unanimité. Cette section est une analyse de l'effet du régime de change sur les performances macroéconomiques notamment sur l'inflation et la croissance économique.

3.2.2.1. Effet du régime de change sur l'inflation dans les pays de la CEDEAO

L'opinion courante en ce qui concerne l'effet des régimes de change est que les performances en termes de maîtrise d'inflation sont meilleures dans les pays à régimes de change fixes que dans les pays à régimes de change intermédiaire ou flottant. En effet, d'après les modèles de crédibilité des politiques économiques, il semble que les taux de change fixes favorisent une discipline budgétaire et la confiance dans la monnaie des pays les ayant adoptés. Toute chose qui concourt à une croissance moins rapide de la masse monétaire, à des anticipations inflationnistes plus modérées, à une demande de monnaie plus importante et de ce fait, à une inflation plus basse (Barro et Gordon, 1983)¹⁷. L'arrimage du taux de change, du fait de son caractère contractuel, permet ainsi à l'autorité monétaire d'importer la crédibilité de la monnaie d'ancrage.

La mesure de l'effet du régime de change sur l'inflation peut être envisagée de deux manières (Diop et Fall, 2011). Une première méthode consiste à identifier les périodes d'hyperinflation durant lesquelles le régime de change fixe a été utilisé comme une stratégie de désinflation et à apprécier son impact sur l'inflation. Partant de cette procédure, Collins (1988, cité par Diop et Fall, 2011), remarque que la mise en place du Système Monétaire Européen (SME) en 1979 n'a pas été un facteur déterminant à la baisse du taux d'inflation dans les pays membres.

La seconde méthode est basée sur la recherche d'effets systématiques des régimes de change sur l'inflation en se reportant à un large panel de pays. Les premières études suivant ce schéma d'analyse ont été menées par Ghosh, Gulde et Wolf (1997). Basée sur un échantillon de 140 pays repartis entre régimes de change fixe, intermédiaire et flottant sur la période 1960-1990, les résultats de leur étude montrent des taux d'inflation moyens de l'ordre de 8,4% sous les régimes de change fixes, 11,6% sous les changes intermédiaires et 15,2% sous les changes flottants. Leurs résultats seront confirmés par les travaux de Ghosh, Gulde et Wolf (2002) et de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2001) qui démontrent également un impact négatif des régimes de changes fixes sur l'inflation. Toutefois le rôle de l'arrimage du taux de change dans la lutte contre l'inflation a besoin d'être relativisé. Selon Hussain, Mody et Rogoff (2005), cet argument n'est valable que pour les pays émergents et les pays en développement. Cette même opinion est partagée par Klein et Shambaugh (2010) qui confirment que le rôle du régime de change fixe dans la maîtrise de l'inflation est surtout visible dans les pays en développement. Par ailleurs, il convient d'ajouter que le résultat selon lequel les taux de change fixes sont associés

¹⁷ Voir Perspectives économiques régionales, 2016

à une basse inflation n'est valable qu'à court terme et que seule la discipline monétaire permet d'aboutir à une maîtrise de l'inflation à long terme (théorie quantitative de la monnaie).

Le lien entre inflation et taux de change a aussi été l'objet de plusieurs investigations à l'échelle du continent africain, notamment en ce qui concerne l'Afrique subsaharienne (voir FMI¹⁸, 2016 ; Diop et Fall, 2011). Ce lien a été identifié en régressant la relation entre inflation et régime de change (le régime de change flexible étant le régime de référence ou de base) et en neutralisant l'effet des facteurs potentiellement déterminants (croissance de la monnaie au sens large, croissance du PIB réel, ouverture commerciale, indépendance de la banque centrale mesurée par le taux de rotation du gouverneur, le solde budgétaire et la détérioration des termes de l'échange) (voir FMI¹⁹, 2016). Les estimations montrent que l'inflation est toujours plus basse dans les pays subsahariens ayant un régime de change fixe. L'effet direct (confiance) d'un arrimage *de facto* est une inflation inférieure de 5 points à ce qu'elle serait avec un régime flexible, tandis que l'effet total, y compris lié à une moindre croissance monétaire (effet de discipline), passe à 5,8 points après neutralisation de l'effet de tous les autres déterminants de l'inflation.

S'agissant des pays de la CEDEAO, Diop et Fall (2011) montrent que les taux d'inflation sont de l'ordre de 11,5% ; 15,5% et 15,1% respectivement dans les pays de la CEDEAO ayant adopté de droit des régimes de change fixe, intermédiaire et flottant et de l'ordre de 10,3%, 25,1% et 18,2% pour les pays ayant adopté de facto ces mêmes régimes.

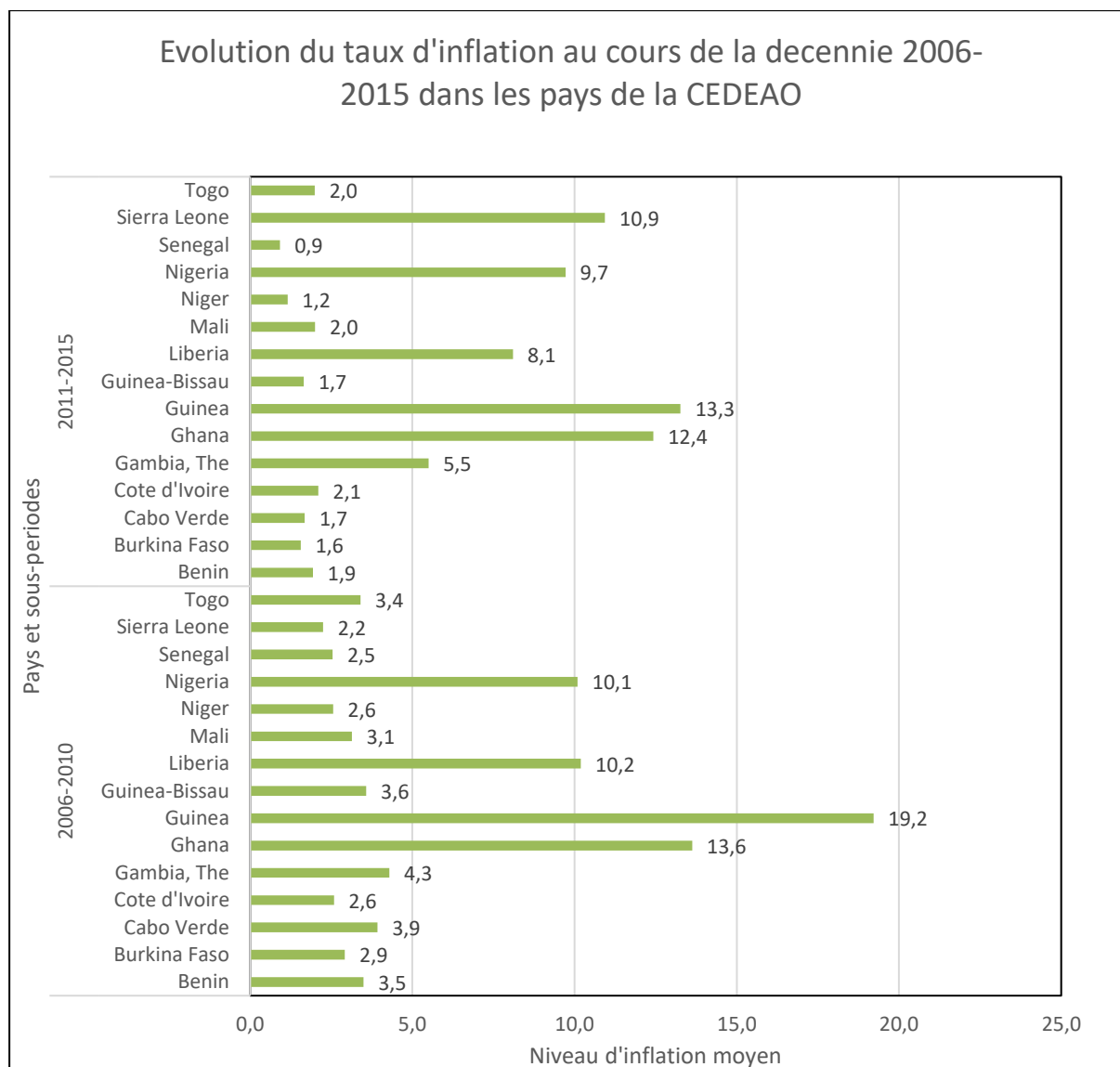
Pour visualiser cet effet du régime de change sur les pays de la CEDEAO, notre analyse a consisté à une observation des taux d'inflation moyens sur la période 2006-2011 et sur la période 2012-2016. Le graphique 1 ci-dessous fournit les niveaux moyens de taux d'inflation atteints par les différents pays sur ces périodes. Ainsi, constate-t-on que les pays de l'UEMOA²⁰ et le Cap-Vert sont ceux qui affichent les meilleures performances en termes de maîtrise de l'inflation contrairement aux autres pays membres de la CEDEAO. Le niveau maximal d'inflation atteint dans ces pays est ressorti à 2,1% sur la période 2006-2011 et à 3,4% sur la période 2012-2014. Ces résultats confirment l'existence d'une relation inverse entre régimes de change fixes et niveaux d'inflation.

¹⁸ FMI, 2016, « perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne, une croissance à plusieurs vitesses »,

¹⁹ FMI, 2016, « perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne, une croissance à plusieurs vitesses »,

²⁰ Les pays de l'UEMOA sont le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo.

Graphique 1 : évolution du taux d'inflation au cours de la décennie 2006-2015 dans les pays de la CEDEAO



Sources : Nos propres calculs sur la base des données du World Development Indicators

3.2.2.2. Impact du régime de change sur la croissance économique

Selon la théorie de la croissance et la littérature sur les régimes de change, la nature du régime de change adopté par un pays donné peut agir sur sa croissance économique à moyen terme de deux manières : soit directement à travers ses effets sur les ajustements aux chocs, soit indirectement via son impact sur d'autres déterminants importants de la croissance économique tels que l'investissement, le commerce extérieur et le développement du secteur financier (voir Aloui et Sassi, 2005). S'agissant des effets directs, ils se fondent sur la capacité des régimes de change à protéger l'économie contre les chocs externes (réels ou monétaires). Ainsi certains

auteurs, notamment Friedman (1953), seraient favorables à des régimes de change flexibles, en mettant en avant les effets isolationnistes de tels systèmes face aux chocs étrangers et l'autonomie de la politique monétaire. Toutefois, en présence d'une parfaite mobilité des capitaux, le bénéfice de l'isolationnisme accordé aux régimes de change flexibles diminue au profit des régimes de change fixes (Mundell, 1960). Considérant les prix ou salaires nominaux rigides et en partant d'une catégorisation des chocs (internes, réels ou monétaires, et externes) pouvant affecter une petite économie ouverte, Boyer (1978, cité par Aloui et Sassi, 2005), trouve que la localisation du choc importe peu. Seul l'aspect monétaire ou réel influence le choix du régime de change. Ainsi, si les chocs sont purement monétaires, le régime de change fixe est optimal grâce à une intervention sur le marché des changes et si les chocs sont réels, le régime de change flexible est préconisé (Aloui et Sassi, 2005). Ainsi, l'effet du régime de change sur la croissance renvoie-t-elle à la vitesse d'ajustement de l'économie aux perturbations aléatoires qui l'affectent²¹.

Quant aux effets indirects des régimes de change, ils se manifestent par le canal d'un certains nombres de variables déterminant la croissance économique. Certains auteurs, tel Aizenman (1994, cité par Aloui et Sassi, 2005), soulignent que l'investissement a tendance à être important sous les régimes de change fixes grâce à la réduction de l'incertitude des politiques économiques, des taux d'intérêt réels et de la variabilité des taux de change. Cependant, en éliminant un mécanisme d'ajustement important, les taux de change fixes peuvent aggraver les pressions protectionnistes et réduire l'efficacité d'un stock de capital donné et ce, à cause des déséquilibres durables des taux de change qui affectent l'allocation de l'investissement à travers les secteurs.

L'impact du régime de change sur la croissance économique a aussi servi de champs d'investigation à plusieurs chercheurs au niveau empirique. Dans une étude ancienne portant sur un échantillon de 49 pays et couvrant la période 1946-1986, Baxter et Stockman, 1989, cité par Aloui et Sassi, 2005) relèvent qu'il n'existe pas de différences systématiques dans le comportement de certains agrégats économiques tels que la production, la consommation, les échanges extérieurs et les taux de change réels selon le régime de change appliqué. Dans une autre étude utilisant des données se rapportant à 136 pays couvrant la période allant de 1960 à 1989, Ghosh, Gulde, Ostry et Wolf (1997 cité par Aloui et Sassi, 2005) n'ont pu également

²¹ Selon Aizenman (1994), une économie qui s'ajuste plus facilement aux chocs devrait jouir d'une croissance de la productivité plus élevée, compte tenu du fait qu'elle tourne en moyenne plus près des limites de sa capacité.

décélérer aucune différence systématique dans les taux de croissance et la variabilité de la production qui soit attribuable au régime de change.

Plus récemment, Levy Yeyati et Sturzenegger (2003, cité par Aloui et Sassi, 2005) montrent, à partir d'un échantillon de 183 pays couvrant la période 1977-2000, que les régimes de change plus rigides sont associés à une croissance plus faible dans les économies en développement, et dans les économies industrialisées, le type de régime n'a pas d'effet sensible sur la croissance. Quant à Husain, Mody, et Rogoff (2004), le choix d'un régime de change dépend essentiellement du niveau du développement économique. Ainsi, pour les pays en développement, la rigidité du régime de change est associée à une inflation moindre mais sans affecter la croissance. En régime de changes flexibles, ces pays affichent une inflation plus élevée mais ne bénéficient pas d'une meilleure croissance. Pour les pays développés, en revanche, les résultats de leur étude suggèrent cependant qu'une plus grande flexibilité du taux de change est associée à une inflation moindre et une croissance économique plus élevée. En ce qui concerne l'étude conduite par Aloui et Sassi (2005), les résultats obtenus suggèrent que les régimes de change assortis d'un point d'ancrage aux fins de la conduite de la politique monétaire, qu'il s'agisse de régimes de change fixes ou flottants ou de régimes intermédiaires, exercent une influence positive sur la croissance. Les résultats révèlent qu'il est très important de tenir compte du cadre de politique monétaire qui accompagne le régime de change lorsque l'on évalue les effets de ce régime sur la tenue globale de l'économie.

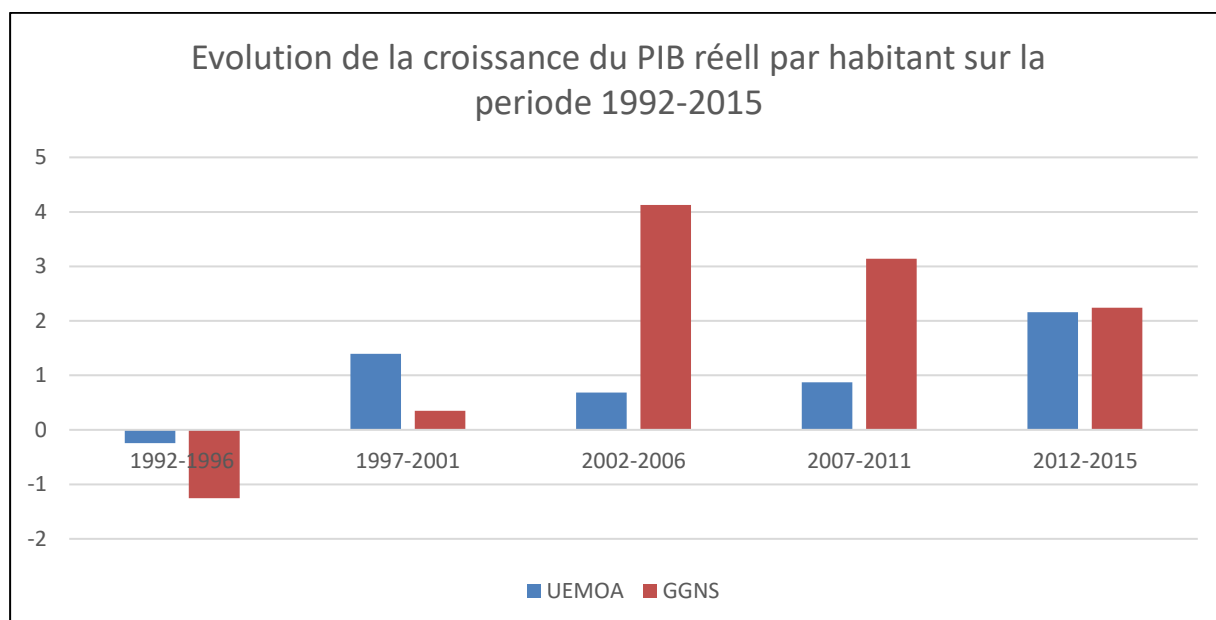
Ghosh et Ostry (2009), pour leur part, soutiennent que la croissance serait plus forte sous les régimes de change intermédiaires. Ce comportement de la croissance, selon eux, tient essentiellement à ce que les régimes intermédiaires représentent un compromis heureux entre l'ancrage fixe et le flottement libre. En effet, affirment-ils, si les changes rigides ont le mérite de favoriser la croissance par le biais d'une inflation basse, d'une ouverture commerciale plus large et d'une faible volatilité du taux de change nominal, ils présentent le risque d'être surévalués, ce qui freine la compétitivité et nuit à la croissance. Par ailleurs, soutiennent-ils, si les régimes de change flottants présentent l'avantage d'être moins surévalués que les régimes de change fixes, ils ne peuvent, en revanche, ni freiner l'inflation, ni réduire l'instabilité, ni favoriser l'intégration commerciale. Face aux effets contradictoires de ces cas extrêmes sur la croissance économique, les auteurs considèrent ainsi qu'une combinaison des deux serait plus bénéfique à la croissance plutôt qu'en faisant le choix de l'un ou de l'autre.

A la lumière de ces différents résultats, il est, *a priori*, difficile d'établir une relation de causalité stricte entre la nature du régime de change et la croissance économique. Au niveau de l'Afrique

subsaharienne, il semble que les performances en termes de croissance seraient meilleures sous les régimes de change flexible et intermédiaire. En effet, selon le rapport d'octobre 2016²² du FMI sur les *Perspectives économiques régionales pour l'Afrique subsaharienne*, les régimes fixes seraient directement associés à une croissance par habitant plus faible d'environ 2,3 points de pourcentage par an à celle des régimes flexibles. Si l'on tient compte des effets indirects du régime agissant par les différents canaux, la croissance par habitant des pays à régime fixe est inférieure d'environ 1,6 point à celle des pays à régime flexible. Le constat reste quasiment le même lorsque l'on considère les croissances moyennes par habitant sur cinq ans au cours de la période 1980-2014. Ces croissances avoisinent 0,9% dans les pays à régimes de change fixes alors qu'ils affichent des niveaux de 2% et de 1,8% respectivement dans les pays à régimes de change intermédiaire et flexible.

Au niveau de la CEDEAO, l'observation du graphique ci-dessous (graphique 2) semble confirmer ces résultats. En effet, après les années 90, la croissance dans les pays à régimes de change intermédiaires ou flexibles²³ (Gambie, Ghana, Nigeria, Sierra Leone, en abrégé GGNS) est restée supérieure à celle des pays à régimes de change fixes (UEMOA).

Graphique 2 : évolution de la croissance du PIB réel par habitant de 1992-2015



Sources : nos propres calculs sur la base des données du World Development Indicators

²² Le rapport sur les *Perspectives économiques régionales pour l'Afrique subsaharienne* est publié deux fois par an, au printemps et à l'automne, et rend compte de l'évolution économique de la région.

²³ La comparaison a porté uniquement sur la GGNS en raison de l'évolution de leurs régimes de changes qui est restée stable dans le temps contrairement aux autres pays tels que le Libéria, la Guinée et la Guinée-Bissau

3.3. Régime de change et vulnérabilités structurelles des pays d'Afrique de l'Ouest

Un des aspects importants dans le choix d'un régime est la prise en considération de l'endettement et des modalités de financement des pays. En effet, les pays ne subissent pas les mêmes pressions suivant que leur financement soit inter-médié ou direct ou suivant que la dette soit émise en devises locale ou étrangère.

En présence d'intermédiation, des dispositifs tels que des «groupes» de créanciers qui permettent de coordonner les actions engagées par les créanciers peuvent être utiles pour enrayer ou limiter les effets des crises de liquidité grâce au partage d'information et à la coordination des réponses (FMI, 2003).

En revanche, ce dispositif s'avère vain en présence d'un financement direct en raison d'un nombre important d'acteurs intervenant sur le marché. Ce qui accroît la vulnérabilité des Etats en présence d'une parfaite mobilité des capitaux et leur impose le plus souvent le choix d'un régime de change rigide. Ce comportement est qualifié de « peur de flottement » (Calvo et Reinhart, op.cit.). Peur, en ce sens que les capitaux mis à la disposition des pays émergents et les pays en développement sont souvent des capitaux de courts termes. En période d'incertitude, ces capitaux peuvent se déplacer massivement et rapidement d'une place financière à une autre²⁴. Cela peut exposer les pays concernés à des crises de change qui pourraient se transmettre par la suite au secteur bancaire si les passifs de ces derniers sont majoritairement libellés en devises étrangères. En effet, face à des sorties massives de capitaux, la monnaie nationale se déprécie et les entreprises et ménages ont davantage besoin de monnaies nationales pour honorer leurs engagements vis-à-vis de l'étranger.

Par ailleurs, lorsqu'un pays est fortement endetté dans une devise étrangère, il pourrait être confronté à d'énormes difficultés de remboursement en cas de dépréciation de sa monnaie. Ce fait est connu sous le nom de « péché originel » (Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza, 2002). En effet, les intérêts de la dette extérieure libellée en devises devraient augmenter comme le prix des devises, ce qui contribuera à creuser le déficit. De même, l'amortissement de la dette extérieure, contrairement à celui de la dette intérieure, augmentera

²⁴ Deux faits permettent d'expliquer ces mouvements : les différences de taux d'intérêt sur les différentes places financières internationales, qui se traduisent par la recherche des placements plus rémunérateurs et les anticipations des agents sur les variations futures du taux de change (http://www.bibliotheque.auf.org/doc_num.php?explnum_id=435)

en monnaie nationale, ce qui peut refréner l'envie de dévaluer des gouvernements très endettés en devises (Jeanneney, op.cit.).

Ces deux phénomènes majeurs seront au cœur de la présente section. Dans un premier temps, elle examinera le problème du péché originel des pays de la CEDEAO en s'intéressant à la composition de la dette extérieure en monnaies et taux d'intérêt, à la structure de ses échéances et à la disponibilité d'avoirs pour le paiement des dettes qui sont autant de déterminants importants de la vulnérabilité d'une économie aux crises de liquidité externes (FMI, op.cit.). Dans un deuxième temps, elle s'intéressera aux mécanismes de financement des pays de la zone CEDEAO, notamment par la vérification d'existence de dispositifs tels que des groupes de créanciers qui interviennent leur financement.

3.3.1. Les Etats de la CEDEAO et la peur du flottement

3.3.1.1. Le péché originel et le Currency mismatch

A l'exception des pays émetteurs des principales monnaies internationales comme les Etats-Unis (le dollar américain), la Zone Euro (l'euro), le Japon (le yen), l'Angleterre (la livre sterling) et la Suisse (le franc suisse), la plupart des pays, notamment les pays en développement, souffrent d'un problème d'émission de dettes dans leurs propres devises (Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza, op.cit.). Cette difficulté d'émettre de la dette dans sa propre devise expose les pays concernés à un phénomène qualifié de « péché originel » susceptible d'impacter énormément la structure financière et la stabilité macroéconomique des Etats concernés. Dans leur article intitulé « Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin ; Why They Are Not the Same and Why It Matters », Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann Ugo Panizza (2007) démontrent que l'incapacité de certains pays à gérer leurs dettes est liée à leur incapacité d'emprunter dans leur propre monnaie à l'étranger.

Lorsqu'un pays est confronté au phénomène du « péché originel », par définition, sa dette extérieure est majoritairement libellée en devise étrangère (Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza, op.cit.). En guise d'illustration de ce phénomène, nous empruntons à ces auteurs le tableau 1 ci-dessous élaboré sur des groupes de pays.

Tableau 1 : illustration du péché originel

Table 1: International bonded debt, by country groups and currencies

	1993-1998							
	Total Debt Instruments Issued by residents		Total Debt Instruments Issued by residents in own currency		Total debt instrument issued in groups' currency		Share of own currency	Share of groups' currency
Major financial centers	939.1	34%	493.6	64%	1868.4	68.1%	52.6%	199.0%
Euroland	855.9	31%	198.4	26%	647.5	23.6%	23.2%	75.7%
Other Developed Countries	390.1	14%	68.6	9%	128.2	4.7%	17.6%	32.9%
Developing Countries	269.0	10%	6.3	1%	16.8	0.6%	2.3%	6.3%
International Organizations	289.7	11%	0.0	0%	0.0	0.0%	0.0%	0.0%
ECU	0.0	0%	0.0	0%	82.8	3.0%	0.0%	0.0%
Total	2743.7	100%	766.8	100%	2743.7	100.0%	27.9%	100.0%
1999-2001								
Major financial centers	2597.7	45%	1773.6	61%	3913.8	67.8%	68.3%	150.7%
Euroland	1885.6	33%	1071.5	37%	1722.2	29.8%	56.8%	91.3%
Other Developed Countries	477.6	8%	45.9	2%	89.9	1.6%	9.6%	18.8%
Developing Countries	434.0	8%	11.6	0%	47.4	0.8%	2.7%	10.9%
International Organizations	378.4	7%	0.0	0%	0.0	0.0%	0.0%	0.0%
ECU	0.0	0%	0.0	0%	0.0	0.0%	0.0%	0.0%
Total	5773.3	100%	2902.5	100%	5773.3	100.0%	50.3%	100.0%

Major financial centers: The US, Japan, the UK, and Switzerland
 Source: Bank for International Settlements

Ce tableau présente la structure par devise des obligations émises à l'étranger par les grandes places financières²⁵, les pays développés de la zone euro, les autres pays développés, les pays en voie de développement, les institutions financières internationales et les pays de l'ECU.

Les colonnes 1 et 2 représentent respectivement les montants moyens des dettes émises par les résidents de chaque groupe de pays et leurs parts en pourcentage du total des dettes émises. Les colonnes 3 et 4 donnent respectivement les montants des dettes émises par les groupes de pays dans leurs propres monnaies et leurs proportions en pourcentage du total des dettes émises. Les colonnes 5 et 6 donnent la répartition par devise des différents groupes de pays des dettes émises indépendamment du lieu de résidence des émetteurs. La colonne 7 donne la part en pourcentage de la dette émise par chaque groupe de pays dans sa propre monnaie (rapport entre la colonne 3 et 1) tandis que la colonne 8 donne la part en pourcentage de la devise de chaque groupe de pays dans le total des dettes émises (rapport entre la colonne 5 et 1).

²⁵ Ces grandes places sont constituées des Etats-Unis, du Japon et du Royaume Unis

Ainsi, se référant à la période 1993-1998; pendant que les grandes places financières possèdent une part de 34% dans le total des dettes émises, la part des dettes émises dans leur monnaie représente 68,1%. Egalement, pendant que la part des pays développés autres que ceux de la zone euro dans le total des dettes émises représente 14%, moins de 5% des dettes ont été émises dans leur monnaie. Quant aux pays en développement, leur part dans le total des dettes émises représente 10%, alors que la proportion de la dette émise dans leur monnaie représente 0.6% du total des dettes émises.

Le constat reste quasiment le même sur la période 1999-2001. La part de la dette émise par les pays disposant de grandes places financières s'établit à 45% pour une part de dettes émises dans leur monnaie de 67,8%. La part des pays en développement dans le total des dettes émises est ressortie à 8% pour une part de dettes émises dans leur propre monnaie à peine de 1%.

Ces résultats démontrent une présomption d'existence de « péché originel » dans les pays de la CEDEAO car étant tous des pays en développement et ne disposant pas de monnaies pertinentes.

3.3.1.2. Mesure du péché originel et du currency mismatch des pays de la CEDEAO

La mesure du péché originel a fait l'objet de plusieurs approches. Parmi les premières approches, figurent les travaux pionniers de Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza (2002) et les travaux de Goldstein et Turner (2004)²⁶. Les mesures du péché originel selon Barry et al. se basent sur trois principaux indicateurs donnés par les formules ci-dessous :

$$OSIN1_i^{27} = 1 - \left(\frac{\text{Titres émis par le pays } i \text{ dans la monnaie } i}{\text{Total des titres émis par le pays } i} \right)$$

$$OSIN2_i = \max \left(\frac{\text{Titre} + \text{prêts émis par le pays } i \text{ dans les principales monnaies}}{\text{Total titres et prêts émis par le pays } i} ; OSIN3_i \right)$$

$$OSIN3_i = \max \left(1 - \frac{\text{Titres émis dans la monnaie } i}{\text{Total des titres émis par le pays } i} ; 0 \right)$$

L'indicateur OSIN1_i permet d'évaluer la capacité du pays à émettre des emprunts sur le marché des titres dans une monnaie qui est la sienne. L'indicateur OSIN3_i lui offre la possibilité de se couvrir en prenant en considération l'utilisation de sa monnaie dans des contrats de dettes sur le marché des titres tandis que l'indicateur OSIN2_i met en exergue l'état de la dollarisation du

²⁶ Pour d'autres mesures du péché originel et du currency Mismatch, voir Rancière et al (2010), Tobal (2013)

²⁷ OSIN renvoie à original sin

pays par la prise en considération des titres et prêts émis par ce pays dans les principales monnaies²⁸.

Ainsi, pour un pays donné, plus les niveaux de ces indicateurs sont proches de 1 (de 0), plus (respectivement moins) il est exposé au péché originel.

Conformément aux résultats obtenus par Eichengreen, Hausmann et Panizza (2002) sur la base des données de la Banque des Règlements Internationaux, les pays en développement affichent donc une exposition totale au péché originel²⁹.

Cependant, Morris Goldstein et Philip Turner (op.cit.) considèrent que ces indicateurs ne permettent pas d'appréhender correctement le problème du péché originel et par conséquent du déséquilibre de monnaies auquel les pays pourraient être confrontés. Leur critique tient essentiellement en un certain nombre de facteurs :

- ✓ l'étude ne tient pas compte du degré d'ouverture des économies, mesurée par le ratio des exportations sur le produit intérieur brut, des quantités de réserves détenues par les différents groupes de pays ainsi que de la taille des obligations émises à l'étranger qui sont autant de variables pertinentes dans l'analyse de l'exposition d'un pays au péché originel.
- ✓ leurs mesures du péché originel ne prennent pas en considération les changements intervenus dans les recettes et les actifs au fil du temps. La part de la dette d'un pays libellée en devises étrangères dans la dette totale pourrait croître au fil du temps sans que le déséquilibre monétaire auquel ce pays est confronté s'accroisse. Cela reste possible si le pays connaît au cours de la même période une forte augmentation de ses recettes d'exportation³⁰ ;
- ✓ le porteur du risque de change au sein de l'économie confrontée au péché originel est ignoré dans l'analyse. Pourtant cet aspect pourrait être déterminant dans l'analyse du déséquilibre de devises dans des économies où une part importante de la dette extérieure est émise par le secteur des biens non échangeables, qui par définition ne génère pas de devises étrangères. Les économies où ce secteur occupe une part importante dans la dette extérieure, sont plus vulnérables aux crises de change. Cet argument a valu dans l'explication de la crise financière des années 1997-98 des pays asiatiques dans lesquels la majorité des investissements à long terme, à l'époque, dans le secteur de l'immobilier ont été financés par des emprunts à court termes émis à l'étranger.

²⁸ Voir Akmar et Colliac, 2003

²⁹ Voir Eichengreen, Hausmann et Panizza (2002), tableau 3: Measures of original sin by country groupings (simple average).

³⁰ Voir Martinez et Werner, 2001, op.cit. Morris Goldstein and Philip Turner (2004)

- ✓ la présente mesure du péché originel restreint l'attention aux obligations internationales et aux emprunts bancaires. Elle ignore donc la composition de la monnaie et l'importance croissante du marché des obligations domestiques et des prêts bancaires octroyés par les filiales des banques étrangères exerçant leurs activités dans les économies émergentes. A cela il convient d'ajouter l'accès limité de certains pays en développement aux marchés mondiaux des capitaux.
- ✓ par ailleurs, le rôle des marchés dérivés a été sous-estimé dans cette analyse du péché originel.

Juglant ces différents aspects aussi bien importants dans l'analyse de l'endettement des Etats, Goldstein et Turner proposent ainsi d'autres mesures du péché originel et du Currency Mismatch qui tiennent à la fois compte de la part de la dette totale en devises, du degré d'ouverture des économies et de leurs positions nettes en devises³¹. Ces mesures sont données par les indicateurs ci-dessous :

$$MISM = \frac{FC\%TD}{X/Y}$$

$$AECM = \frac{NFCA}{Y} * \frac{FC\%TD}{X/Y} = \frac{NFCA \cdot FC\%TD}{Y}$$

Où FC%TD (Foreign Currency share of Total Debt) représente la part en pourcentage de la dette totale de la dette extérieure libellée en devises étrangères, NFCA (Net Foreign Currency Asset Position), la position nette en devises, X les exportations de biens et services, Y le produit intérieur brut.

Le ratio MISM dit « ratio de pur mismatch » représente le rapport entre la dette libellée en devises (en pourcentage de la dette totale) et les exportations (en pourcentage du PIB). Il permet de s'assurer si par l'activité d'exportation de biens et services, un pays génère suffisamment de devises étrangères à même de lui permettre de rembourser sa dette libellée en devises. Quant au ratio AECM (Aggregate Effective Currency Mismatch), il représente le ratio de pur mismatch pondéré par la position nette du pays en devises (en pourcentage du PIB). Ce dernier indicateur, en plus de l'ampleur du péché originel du pays, insiste sur le degré de vulnérabilité du pays face aux crises de change par la prise en compte de sa position nette en devises.

En effet, si le ratio de pur mismatch indique que le pays est fortement endetté en devises étrangères, il n'indique cependant pas le risque de change auquel il pourrait être confronté. La

³¹ Michael et al., March 2016

position nette en devises permet de mettre en évidence ce risque d'où l'importance du Aggregate Effective Currency Mismatch (déséquilibre monétaire effectif global)³².

Pour un pays donné, un ratio de pur mismatch supérieur à l'unité suppose un endettement excessif en devises étrangères que les entrées de devises liées aux exportations de biens et services ne suffisent à rembourser. Le pays reste ainsi confronté à un péché originel dont l'ampleur est donnée par le signe de la position nette du pays en devises. En effet, une position nette en devises négative a un effet de bilan négatif lorsque la monnaie nationale se déprécie. Cet effet croît au fur et à mesure que le déséquilibre entre les passifs et les actifs en devises du pays perdure.

Bien que sujettes à des critiques, les méthodes proposées par Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza constituent d'importants chemins d'exploration qui pourraient être suivis dans l'analyse de la structure financière des pays de la CEDEAO et de leur stabilité macroéconomique. Cependant, au regard des données utilisées dans leurs approches qui, à la date actuelle, ne sont pas abondantes³³ pour les pays de la CEDEAO, la présente étude se servira des indicateurs proposés par Morris Goldstein et Philip Turner (2004).

Les tableaux 2 et 3 ci-dessous donnent les niveaux de ces différents indicateurs pour les pays de la CEDEAO. Ces ratios ont été calculés sur la base des données de la Banque Mondiale portant sur la dette extérieure des Etats, leurs exportations de biens et services en pourcentage du PIB ainsi que sur la base de leurs positions nettes en devises en pourcentage du PIB. La période sur laquelle ces ratios sont calculés va de 2001 à 2015. Cette période se justifie par la disponibilité des données qui permet de calculer les ratios pour l'ensemble des pays de la CEDEAO.

Les ratios de pur mismatch sont donnés par le tableau 2. Sur la base de ces indicateurs, il ressort que tous les pays de la CEDEAO sont fortement endettés en devises étrangères et leurs recettes d'exportation sont insuffisantes pour servir au remboursement de cette dette. En effet, exception faite du Libéria qui a affiché un ratio de pur mismatch de 0.95 en 2006, tous les pays ont enregistré au cours de la période d'étude, des ratios supérieurs à l'unité. Preuve que leur endettement en devises étrangères est largement supérieur à leurs recettes d'exportations. Ces niveaux d'endettements restent élevés particulièrement pour la Sierra Leone (10.19 fois les

³² Voir Michael Chui et al., 2016

³³ En effet l'émission des premières obligations internationales africaines date de 2006 avec les Seychelles. Jusqu'en 2014, seuls le Ghana, la Côte d'Ivoire, le Sénégal et le Nigeria, parmi les pays de la CEDEAO, ont pu émettre des euro-obligations. En ligne [<http://www.un.org/africarenewal/fr/magazine/avril-2014/%C3%A0-la-recherche-d%E2%80%99euro-obligations>]

recettes d'exportations en 2003), le Burkina Faso (9.31 en 2003), le Niger (6.37 en 2003) et la Gambie (5.71 en 2006).

Bien qu'étant élevés, ces ratios affichent néanmoins une évolution à la baisse comme le démontrent le graphique 3 ci-dessous. Ce qui signifie, soit une réduction de l'endettement en devises des pays de la CEDEAO, soit une évolution positive de leurs recettes d'exportations.

Par ailleurs, lorsque l'on s'intéresse aux ratios du déséquilibre monétaire global effectif (tableau 3), ils sont en majorité positifs pour tous les pays sur l'ensemble de la période. Ce qui témoigne de la capacité des pays à honorer leurs engagements vis-à-vis de l'extérieur et atténue leur vulnérabilité en cas de crises de change. Toutefois, il serait utile d'approfondir cette analyse en s'intéressant aux conditions dans lesquelles les pays se sont endettés, au degré d'intégration de leurs marchés financiers, à l'attrait dont ils suscitent vis-à-vis des investisseurs étrangers et à la solidité de leur secteur bancaire ; informations toutes utiles pour évaluer la capacité des pays de la CEDEAO à laisser flotter leur monnaie.

Tableau 2 : ratios de pur mismatch

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
[BEN]	4,04	4,07	4,15	4,06	4,07	3,97	3,23	2,95	3,24	2,88	3,20	2,79	2,49	2,26	2,65
[BFA]	8,75	8,77	9,31	6,94	8,08	7,10	7,59	8,50	6,66	4,47	3,42	3,34	3,25	3,31	3,46
[CPV]	3,11	2,84	2,94	2,88	2,37	1,98	2,41	2,35	2,83	2,77	2,59	2,29	2,32		
[CIV]	2,30	1,99	2,25	2,05	1,90	1,82	2,02	2,02	1,94	1,94	1,83	2,04	2,39	2,39	2,50
[GMB]	3,65	2,99	2,63	4,07	4,04	5,71	5,61	5,78	4,09	3,96	3,58	3,06	3,20	3,57	4,32
[GHA]	2,09	2,22	2,32	2,33	2,47	3,23	3,38	3,32	2,91	2,93	2,37	2,19	2,65	2,33	2,12
[GIN]	3,14	3,38	3,44	3,65	2,61	2,24	3,15	2,59	3,40	3,18	2,97	3,08	3,19	3,29	3,39
[GNB]	3,60	4,29	4,11	4,19	3,91	4,56	3,84	3,91	4,19	3,98	3,50	6,52	4,89	4,98	3,39
[LBR]	2,36	1,88	2,19	1,14	1,32	0,95	1,28	1,28	2,23	2,27	2,16	2,28	1,98	3,72	3,80
[MLI]	3,10	2,80	3,09	3,39	3,50	3,06	3,45	3,31	3,67	3,54	3,58	2,97	3,18	3,65	3,83
[NER]	5,74	6,07	6,37	5,54	5,71	5,43	5,15	5,28	4,63	4,29	4,61	4,26	4,12	4,46	5,43
[NGA]	2,10	2,65	2,41	3,20	3,03	1,86	2,34	1,97	2,44	2,93	2,49	2,49	4,50	4,48	7,92
[SEN]	3,11	3,14	3,37	3,24	3,24	3,30	3,30	3,30	3,65	3,62	3,47	3,25	3,19	3,24	3,12
[SLE]	10,19	9,46	5,87	4,95	4,79	4,96	5,91	6,74	6,84	5,53	5,62	2,71	3,09	2,89	4,63
[TGO]	2,73	2,53	2,13	2,40	2,31	2,42	2,44	2,61	2,53	2,24	2,45	2,02	1,81	2,17	2,30

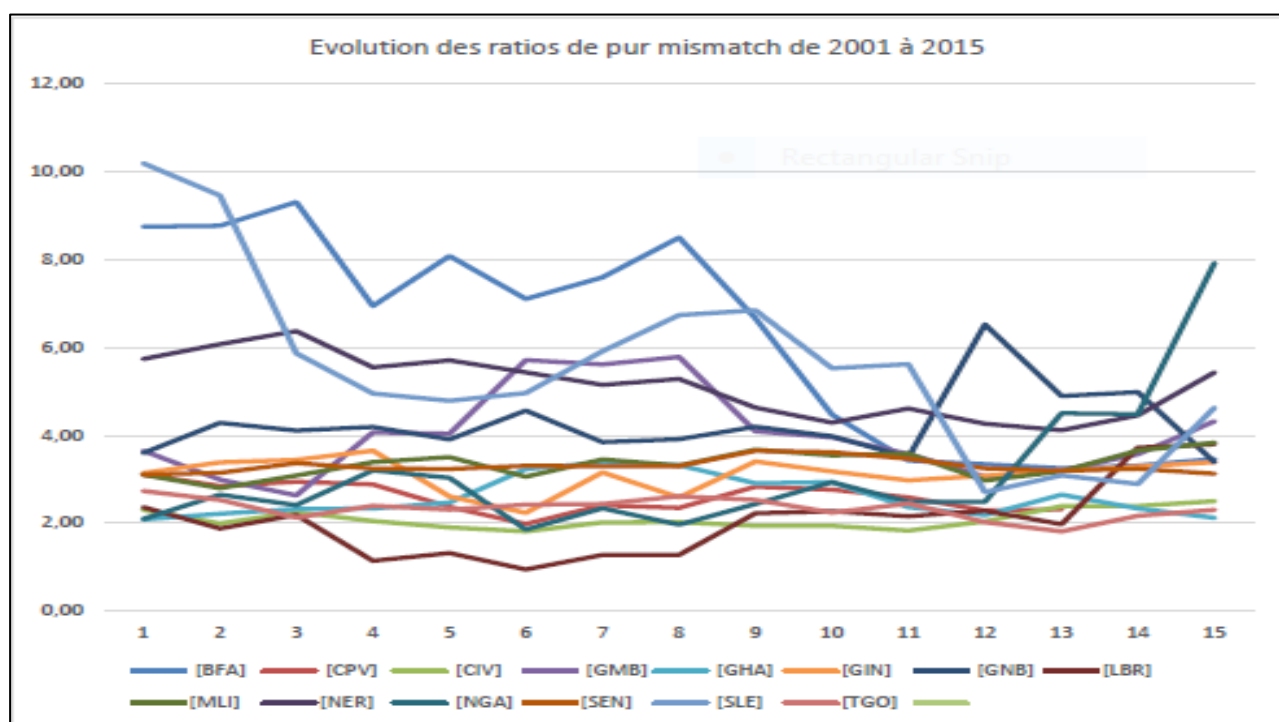
Sources : Nos propres calculs sur la base des indicateurs du « World Development Indicators

Tableau 3 : ratios de déséquilibre monétaire effectif global

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
[BEN]	97,60	80,65	73,30	57,70	59,26	76,33	75,02	64,20	62,49	61,83	63,73	54,92	52,12	52,85	65,26
[BFA]	95,63	94,88	153,75	74,45	46,26	53,11	92,92	85,40	37,82	21,79	11,53	43,34	28,16	5,18	8,91
[CPV]	44,44	43,28	37,87	48,18	60,14	51,29	61,21	50,56	57,02	56,85	34,95	38,57	50,51		
[CIV]	8,63	20,96	11,78	16,27	15,22	17,49	22,09	18,51	18,67	21,04	24,78	22,35	22,29	23,84	23,78
[GMB]	36,68	44,31	28,30	66,82	65,89	117,34	104,97	83,29	51,55	52,93	57,85	47,60	39,84	35,60	
[GHA]	4,48	15,97	32,79	36,53	37,50	36,11	35,51	29,59	28,59	34,64	29,04	20,24	15,49	18,28	17,42
[GIN]	8,90	3,78	-0,58	2,51	4,11	6,27	4,62	8,54	18,00	-2,35	42,93	32,02	29,02	15,49	0,97
[GNB]	42,45	71,87	17,06	43,78	44,34	60,22	58,33	61,87	83,66	79,91	76,69	87,98	89,52	137,39	86,19
[LBR]	-301,05	-257,98	-346,36	-190,67	-173,00	-117,64	-127,91	-98,70	-126,47	62,93	54,12	45,01	34,31	62,37	56,46
[MLI]	25,76	34,44	56,58	43,58	43,89	44,18	41,11	4,23	53,34	47,76	39,47	32,28	38,27	32,95	29,17
[NER]	4,40	2,92	23,01	15,86	-78,57	47,21	8,71	60,89	35,26	43,91	36,45	50,25	57,96	77,03	76,08
[NGA]	56,59	46,65	37,43	71,70	79,50	61,41	81,60	68,57	70,32	32,76	25,97	29,88	45,93	33,52	42,92
[SEN]	6,76	17,89	35,69	41,81	-28,01	43,02	44,05	32,74	41,80	46,10	34,41	31,61	25,38	35,87	43,43
[SLE]	-157,40	-99,78	-65,62	-26,29	-0,70	49,37	61,93	61,15	67,58	44,57	55,75	26,68	27,30	30,53	50,94
[TGO]	16,51	19,40	17,77	-59,56	-50,90	42,50	41,20	43,96	1,55	38,02	41,73	30,03	7,05	0,65	-3,25

Sources : Nos propres calculs sur la base des « World Development Indicators ».

Graphique 3 : évolution de ratios de pur mismatch de 2001-2015



Sources : Nos propres calculs sur la base des « World Development Indicators ».

3.3.2. Structure par terme et mécanisme de financement des pays de la CEDEAO

La structure par terme et par taux de l'endettement des Etats de la CEDEAO renvoie à l'étude des échéances de remboursement de cette dette et des taux d'intérêt servis aux Etats emprunteurs. En effet, outre la structure par devise, la composition de la dette en taux d'intérêt, la structure de ses échéances et la disponibilité d'avoirs pour le paiement des dettes sont autant de déterminants importants de la vulnérabilité d'une économie aux crises de liquidité externes (Fond Monétaire International, 2003). Selon le Fond Monétaire International, il est estimé que si un pourcentage élevé de la dette extérieure est à court terme, une économie devient particulièrement vulnérable à des retournements imprévus de la conjoncture financière.

Le terme court terme renvoie à l'échéance initiale de la dette (c'est-à-dire la dette émise avec une échéance maximale de un an) et à l'échéance restante (dette arrivant à échéance dans un an au maximum).

3.3.2.1. Structure par terme de l'endettement des Etats

L'ampleur et la sévérité des crises croissent avec l'endettement de court terme, la dette extérieure libellée en devises et la faiblesse des réserves de change (Frankel et Wei, 2004). Ainsi, pour examiner la structure par terme de l'endettement des Etats, nous optons directement pour l'analyse de leur capacité à honorer leur engagement à court terme en rapportant leurs réserves totales à leurs dettes à court terme (ratio réserves internationales sur dettes à court terme). Toute chose égale par ailleurs, un ratio de réserves internationales en pourcentage de la dette extérieure à court terme supérieure à 100 suppose que le pays dispose suffisamment de réserves pour honorer sa dette à court terme vis-à-vis de l'étranger.

Le tableau 4 ci-dessous fournit ces indicateurs. Sur l'ensemble de la période, les pays qui ont connu par moment des niveaux de réserves de change inférieurs à leurs dettes extérieures à court terme ont été la Côte d'Ivoire (1990-2001 ; 2006), le Ghana (1990 ; 1992 ; 1997-2002), la Guinée (1991-1992 ; 1994-2002 ; 2005), la Guinée-Bissau (1990-2008), le Libéria (1990-2008), le Niger (1997-1999) ; le Nigeria (1992-1996) ; le Sénégal (1990-1994), la Sierra Leone (1990-1993) et le Togo (1994 ; 1999 ; 2001-2002 ; 2005). Mis à part ces situations, tous les pays ont connu au cours de la décennie récente (2005-2015) des niveaux de réserves de change largement supérieurs à leurs endettements à court terme. Si cette tendance se poursuit et si les pays mettent en commun leurs réserves de change dans le cadre de la future union monétaire, ils pourraient être moins vulnérables à un retournement soudain du sentiment des investisseurs et n'auront pas à craindre le flottement de leur régime de change. Cependant, il ne faudrait pas ignorer le fait que le régime de change de la majorité des pays de la CEDEAO est fixe. Cela

suppose, conformément au triangle d'incompatibilité de Mundell, que des contrôles ont été exercés sur les mouvements de capitaux en vue de préserver la souveraineté des Etats et éviter l'afflux des capitaux à court terme dont les reflux exposent à des crises de change et bancaire :

« Tous les pays membres de l'UEMOA respectent l'article VII des Statuts du FMI. Par conséquent, le compte courant est totalement libéralisé. Le compte de capital, en revanche, ne l'est qu'en partie. Les flux de capitaux sont autorisés, sauf en ce qui concerne l'épargne des résidents et les investissements dans des comptes bancaires étrangers. Les exportations d'or sont également limitées. Toutes ces transactions exigent une autorisation préalable du ministère des Finances³⁴ ».

Tableau 4 : ratios de réserves internationales sur dettes à court terme de 1990-2015

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
[BEN]	124,58	316,09	904,21	750,10	848,32	421,12	558,48	185,88	304,24	327,76	691,94	723,82	786,87	2048,09
[BFA]	362,64	461,93	660,26	1294,00	592,15	622,15	634,50	523,69	628,25	285,30	287,78	410,69	2697,96	5319,93
[CPV]	1654,54	1381,87	1261,34	829,12	430,30	126,26	464,94	277,79	150,97	221,55	723,06	1260,08	2555,15	5246,99
[CIV]	0,59	0,74	0,49	0,38	6,89	13,53	10,43	23,24	54,29	50,20	73,60	89,03	227,73	362,77
[GMB]	352,06	329,77	435,85	248,19	415,09	716,00	452,40	726,02	686,78	501,63	400,51	396,25	285,79	180,98
[GHA]	96,64	163,75	99,32	109,12	118,84	129,39	142,31	91,18	63,30	74,46	58,32	81,95	99,86	194,14
[GIN]		85,46	79,69	102,67	57,25	52,95	48,90	29,52	80,20	69,18	54,70	96,50	91,36	
[GNB]	32,26	22,96	27,77	20,33	21,38	21,36	15,51	46,83	46,10	42,13	66,49	70,32	91,46	26,58
[LBR]		0,18	0,13	0,29	0,58	2,87	0,04	0,04	0,05	0,04	0,02	0,03	0,18	0,36
[MLI]	319,97	436,98	566,73	733,57	558,72	451,25	560,61	151,09	217,52	184,97	335,88	361,24	410,97	2688,72
[NER]	147,61	355,92	270,87	197,58	294,34	133,67	177,23	58,23	80,50	49,81	113,23	320,32	399,75	686,07
[NGA]	274,60	544,81	54,13	41,45	34,17	30,24	76,27	140,74	111,18	90,43	901,77	2564,22	512,83	284,32
[SEN]	5,30	7,69	6,26	3,20	72,90	104,68	158,53	181,81	158,29	131,12	265,18	225,65	219,51	714,26
[SLE]	3,66	4,70	14,02	18,98	251,78	128,89	109,62	406,56	146,09	114,56	106,30	266,42	815,98	396,70
[TGO]	316,97	278,57	196,73	165,71	68,56	153,63	100,61	269,65	227,21	79,36	106,29	85,03	86,43	116,41

Sources : Nos propres calculs sur la base des « World Development Indicators ».

³⁴ BAD, 2010

Tableau 4 (Suite)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
[BEN]	2495,17	1600,99	2229,99	1034,30	1414,00	576,92	352,33	178,66	131,57	366,87	1239,83	933,55
[BFA]	2738,09	1972,65	622,99	663,92	10874,27							
[CPV]	13339,46	18507,51	35292,00	28318,75	25067,07	26525,11	25479,34	22574,52	25056,11	31688,94	34062,05	32966,37
[CIV]	237,15	154,76	98,67	132,33	167,62	677,16	881,95	915,35	533,10			
[GMB]	311,24	439,15	675,00	660,52	730,79	517,47	451,17	15699,15	1044,58	1782,99	1177,44	
[GHA]	317,80	245,79	192,01	181,92	178,80	239,26	246,61	214,31	215,86	153,06		
[GIN]	136,45	55,87						185,50	146,94	155,95	369,10	276,35
[GNB]	59,42	66,12	64,95	75,56	85,05	109,12	123,53	664,19	483,29	562,27	873,28	623,13
[LBR]	0,84	1,05	2,75	5,06	11,45	406,59	105407,13	4205,26	4140,41	4337,99	2626355,40	
[MLI]	1686,86	3121,14	3195,98	17109,24	15799,85	6484,57	22060,65	713,49	3457,49	1942,99	1480,64	766,64
[NER]	2797,54	634,15	969,01	226,92	759,04	502,12	441,01	433,08	1034,42	705,72	1121,18	990,43
[NGA]	443,04	923316,73	4273546903,25	5190703458,70	5359928355,69			1813182926,63		8661941,02	16232571,95	13926445,28
[SEN]	3825,84	3322,03	1585,91	500,01	813,30	19302081,02						5588297,57
[SLE]	581,83	804,73	1537,85	4277,21	2445,49	1760,71	9933,72	1254,66	3414,19	249,20	2451,68	1505,39
[TGO]	182,66	87,97	161,67	141,18	539,53	1497,10	1837,47	13345,38	890,42	583,41	568,05	1061,84

Sources : Nos propres calculs sur la base des « World Development Indicators ».

3.3.2.2. Mécanismes de financement et composition de la dette des pays de la CEDEAO

S'agissant du mode de financement, force est de constater que le financement multilatéral sert de principal moyen à la mobilisation des ressources financières en Afrique subsaharienne et en particulier en Afrique de l'Ouest. En effet, selon le tableau ci-dessous extrait d'une étude réalisée en 2013 par le Fond Monétaire International³⁵, ce mode de financement reste dominant dans la dette extérieure de la majeure partie des pays d'Afrique subsaharienne. En 2011, cet instrument a permis au Benin, au Burkina Faso, au Mali, au Niger et Nigeria de s'endetter à hauteur d'au moins 80% de leur dette extérieure totale ; à la Gambie, la Guinée et au Sénégal à au moins 70% ; au Cap Vert et au Togo à environ 60% et enfin à la Côte d'Ivoire, au Liberia, à la Guinée Bissau, la Sierra Leone et au Ghana de se financer à hauteur d'une fourchette variant du quart de leur endettement à un peu plus de la moitié. Le financement bilatéral vient en seconde position tandis que le financement obligatoire reste très minoritaire. En effet, mis à part le Sénégal, le Ghana et le Nigéria, ce mécanisme de financement jusqu'en 2011 n'était utilisé par aucun pays membres de la CEDEAO. La part de ce financement dans la dette extérieure des pays qui y ont recouru vaut à peine 10%.

³⁵ FMI, Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne, créer une dynamique dans une économie mondiale à plusieurs vitesses, 2013

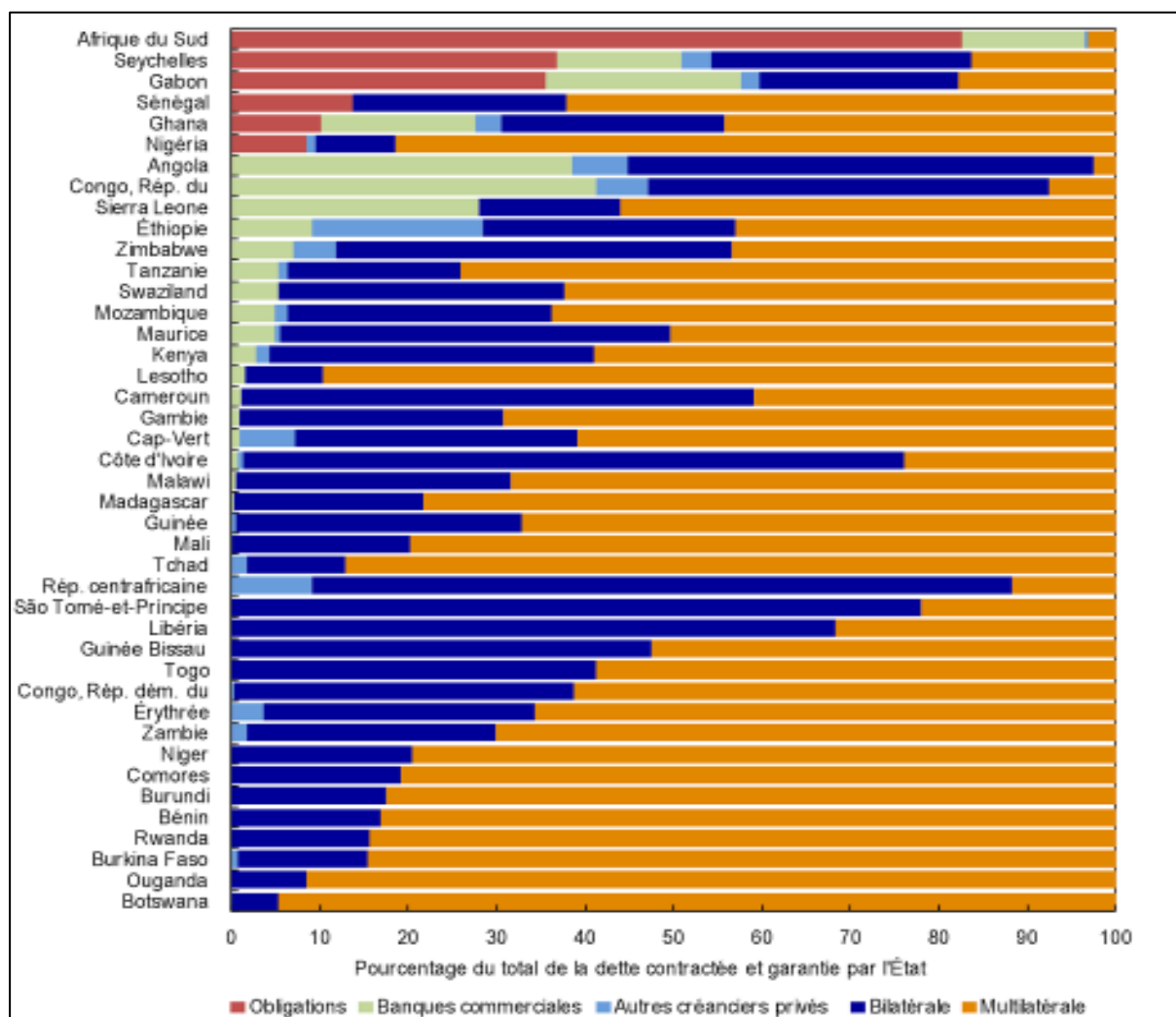
Il convient aussi de remarquer que la majorité de la dette contractée par les pays de la CEDEAO est concessionnelle³⁶. La figure 2 en annexe tirée du Rapport 2016 de la CNUCED sur développement économique en Afrique donne la part de cette dette, sur la période 2011-2013, dans la dette totale des pays très endettés de la communauté à plus de 80% pour le Burkina Faso, le Niger et le Mali, un peu moins de 80% pour la Gambie, environ 75%, 70% et 60% respectivement pour le Sénégal, les deux Guinées et le Bénin tandis qu'en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Libéria et au Togo, elle conserve des parts variant de 30% à 50%. Pour le reste des pays de la communauté, peu endettés, elle se chiffre 80% de la dette totale du Cap Vert et 30% de la dette totale du Nigéria.

Ces mécanismes de financement et la composition de la dette extérieure (essentiellement constituée de dette concessionnelle) atténuent la vulnérabilité de la zone face à des crises de change malgré leur exposition totale au phénomène de péché originel. Une large proportion de leur dette n'étant pas assortie d'un taux lié à un taux flottant tel que le LIBOR par exemple, ils n'auront pas à subir de graves conséquences sur le coût réel de leur dette suite à une forte hausse des taux d'intérêt à court terme³⁷. Cela augure de bons espoirs quant à la possibilité des pays de la CEDEAO, pris dans leur ensemble, de se servir de l'instrument monétaire en tant qu'outil de politique économique.

³⁶ En règle générale un prêt est réputé concessionnel si son élément don est d'au moins 35 %. Cependant, ce seuil peut être supérieur dans certains cas. Jusqu'en fin juin 2016, les prêts concessionnels étaient accordés à des pays à faible revenu à des taux exceptionnels de 0% (voir FMI, en ligne [<https://www.imf.org/external/french/np/pdr/conc/index.htm>])

³⁷ Voir FMI, 2003, Statistiques de la dette extérieure : guide pour les statisticiens et les utilisateurs

Graphique 4 : Afrique Subsaharienne : dette extérieure publique totale par créanciers, 2011



Source : FMI, 2013

3.3.3. Degré d'intégration financière de la CEDEAO

La notion d'intégration financière revêt deux dimensions : une, au niveau mondial et une autre au niveau régional. L'intégration financière mondiale implique la suppression du contrôle des capitaux, l'innovation financière et le progrès dans le domaine des technologies (AMAO³⁸, 2009). Elle nécessite une parfaite mobilité des capitaux à destination de n'importe qu'elle place financière quelle que soit le niveau de développement (développé, émergent ou en voie de développement) du pays dans laquelle elle se trouve. Quant à l'intégration financière au niveau

³⁸ Agence Monétaire de l'Afrique de l'Ouest

régional, elle renvoie au renforcement des interactions entre systèmes financiers (bancaires et/ou marchés financiers) nationaux, intervenant tant au niveau global que régional³⁹.

La question de l'intégration financière reste particulièrement déterminante dans le choix des régimes de changes lorsque l'on tient compte de l'impact des déséquilibres de court terme induit souvent par les mouvements internationaux de capitaux. En effet, la plupart de ces mouvements sont dominés par les capitaux à court terme. Leur très forte volatilité peut influencer le niveau général des prix des matières premières, affecter le taux de change et exposer les Etats à des crises de change ou financières. Friedman (1953), considère les changes fixes particulièrement néfastes pour les économies ouvertes. En effet, affirme-t-il : « ce système ne fournit ni la stabilité que les taux de changes réellement rigides pourraient fournir dans un contexte de commerce sans restrictions, ni la volonté et la capacité d'ajuster la structure des prix aux conditions extérieures, ni la sensibilité des taux de changes flexibles⁴⁰ ». De cette affirmation, il reste clair que les changes flexibles sont le régime de change qui convient le mieux aux économies ouvertes sur le Reste du Monde. Toutefois, cette analyse n'intègre pas la mobilité du capital, ou du moins s'inscrivait dans un contexte de faible mobilité des capitaux. Prenant en compte ce facteur, Mundell (1960) parvient à deux conclusions majeures : quand le capital est mobile, le système idéal est le système de change fixe car le taux d'intérêt a un effet direct sur la balance des paiements. Quand le capital est immobile, le système flexible est optimal car le taux d'intérêt affecte de façon cyclique la balance des paiements via l'interaction entre le marché des biens et services et le niveau des prix⁴¹. Les deux auteurs restent ainsi unanimes sur le choix à opérer en présence d'une mobilité imparfaite des capitaux.

De l'examen des marchés financiers africains et de leurs relations avec le Reste du Monde, il reste que ces marchés sont peu intégrés aux marchés financiers internationaux. Selon l'Agence Economique et Financière (AGEFI), excepté l'Afrique du Sud, la plupart des plateformes financières en Afrique sont souvent locales⁴². Collectivement, les marchés d'actions africains représentent 12 % des marchés émergents mondiaux, mais attirent moins de 2 % des investissements de portefeuille⁴³.

La CEDEAO dispose de cinq (05) marchés boursiers : La Bourse des Valeurs du Nigeria (The Nigerian Stock Exchange), la Bourse des Valeurs du Ghana (The Ghanaian Stock Exchange),

³⁹ Guérineau et Jacolin, 2014

⁴⁰ Voir Ripoll, 2001

⁴¹ Voir Ripoll, 2011

⁴² AGEFI Hebdo du 13 octobre 2013 en ligne [<http://www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20151210/marches-financiers-d-afrique-l-ouest-en-voie-d-150347>]

⁴³ <http://blog.secteur-prive-developpement.fr/2010/04/01/recente-montee-en-puissance-des-marches-financiers-africains/>

la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) pour les pays de l'UEMOA, la bourse des valeurs du Cap -Vert et la Bourse des Valeurs de la Sierra Leone (The Sierra Leone Stock Exchange). En raison de leur niveau de développement qui se situe à un stade embryonnaire, les débouchés pour l'investissement sont sous-identifiés et la plupart des investisseurs étrangers sont cantonnés aux titres d'Etats⁴⁴. S'agissant de la BRVM et de la Bourse des Valeurs du Nigéria par exemple, l'analyse de la répartition du portefeuille d'investissements directs étrangers dans les places financières africaines révèle qu'elles ne concentraient chacune que 3% des investissements directs étrangers en 2009 contre 25% et 24% respectivement pour la Bourse de Johannesburg et la Bourse de l'Egypte (Ikko, 2010). S'agissant de l'intégration financière au sein de la Région, il ressort que les marchés boursiers de la Communauté, en plus de l'insuffisance de liquidité dont ils souffrent, ne sont pas connectés entre eux pour permettre aux investisseurs de la sous-région de tirer pleinement profit des opportunités qu'offre la bourse (AMAO, 2011).

Ainsi, l'intégration financière bien que constituant une aspiration profonde pour la plupart des pays africains du fait des nombreux avantages qu'elle offre en matière de développement économique, reste limitée en Afrique. Cet état des marchés financiers en plus des barrières officielles érigées par certains pays de la région (ceux de l'UEMOA surtout, en raison de leur régime de change qui est fixe) n'est donc pas favorable à l'afflux massif de capitaux dans la région et atténue ainsi sa vulnérabilité à la spéculation à court terme et aux effets de contagion des crises bancaires. L'option de la flexibilité du régime de change pourrait donc être envisagée par les autorités monétaires de la CEDEAO dans le cadre de la future union monétaire. Cette option pourrait même trouver sa légitimité dans l'aspiration des autorités monétaires de développer les marchés financiers de la zone ; d'autant plus que la flexibilité du régime est aussi une des conditions à la réussite de l'intégration financière (Ghosh et Ostry, op.cit.).

3.3.4. Partenaires commerciaux et devises d'importation des pays d'Afrique de l'Ouest

Que ce soit en termes d'importations ou d'exportations, les échanges commerciaux de la CEDEAO sont en majorité tournés vers les 15 principaux pays développés de l'Union Européenne (UE15), les Etats-Unis, le Reste de l'Afrique, la Chine et le Japon (graphique 5) En moyenne sur la période 2001-2016, le volume des exportations (respectivement des importations) s'est établi à 26 milliards de dollar américains (20 milliards) pour l'Union

⁴⁴ AGEFI Hebdo du 13 octobre 2013 <http://www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20151210/marches-financiers-d-afrique-l-ouest-en-voie-d-150347>

Européenne, 17 milliards (5 milliards) pour les Etats-Unis, 15 milliards (9 milliards) pour le Reste de l'Afrique, 2 milliards (11 milliards) pour la Chine et 1 milliard (3 milliards) pour le Japon. Ainsi, le solde commercial de la CEDEAO est-il resté positif dans ses échanges avec partenaires commerciaux l'Union Européenne, les Etats-Unis, le Reste de l'Afrique tandis que ses importations provenant de la Chine et du Japon sont supérieures à ses exportations à destinations de ces deux pays. Cette configuration du commerce extérieur de la CEDEAO nécessite donc de tenir compte du rapport de sa future monnaie avec celles de ses partenaires commerciaux.

En ignorant le partenariat commercial avec le reste de l'Afrique⁴⁵, cette situation confronte les pays de la CEDEAO à un dilemme : celui de jouer sur la valeur de leur monnaie pour assurer leur compétitivité vis-à-vis leurs partenaires commerciaux majeurs. S'ils optent pour un régime de change flottant pur, ce dilemme pourrait être résolu par la loi de l'offre et de la demande sur le marché des changes⁴⁶. En revanche, s'ils optent d'ancrer leur monnaie à l'euro, le dollar américain, le yuan chinois et le yen Japonais, le dilemme pourrait bien être réel et leur situation économique s'en trouverait impactée (risque de mésalignement du taux de change défavorable l'équilibre interne et externe). En effet, d'une part, la CEDEAO pourrait être tentée d'ajuster son taux de change à une valeur qui lui permettrait d'être compétitive vis-à-vis de la Chine et du Japon. Cependant, compte tenu de la sous-évaluation des monnaies de ces pays par rapport à l'euro et au dollar américain, elle courrait le risque de voir également sa monnaie sous-évaluée. Or, un taux de change sous-évalué peut générer un surplus du compte courant en rendant les exportations plus profitables et les importations plus chères, ce qui engendrerait des tensions inflationnistes (cas de la Yougoslavie et du Brésil durant les années 80)⁴⁷. D'autre part, elle pourrait décider du maintien de sa monnaie à une valeur qui équilibre sa balance commerciale avec l'Union Européenne et les USA tout en rendant ses exportations moins profitables vis-à-vis de la Chine et du Japon et ses importations en provenance des mêmes pays moins chères. Cette situation pourrait aussi creuser un déficit de son compte courant et drainer les réserves de change à l'étranger (c'est le cas du Mexique en 1994, les pays asiatiques : la Corée du sud, la Malaisie, la Philippines et l'Indonésie en 1997, le Brésil en 1999)⁴⁸.

⁴⁵ Compte tenu de la convertibilité limitée de la plupart des monnaies africaines

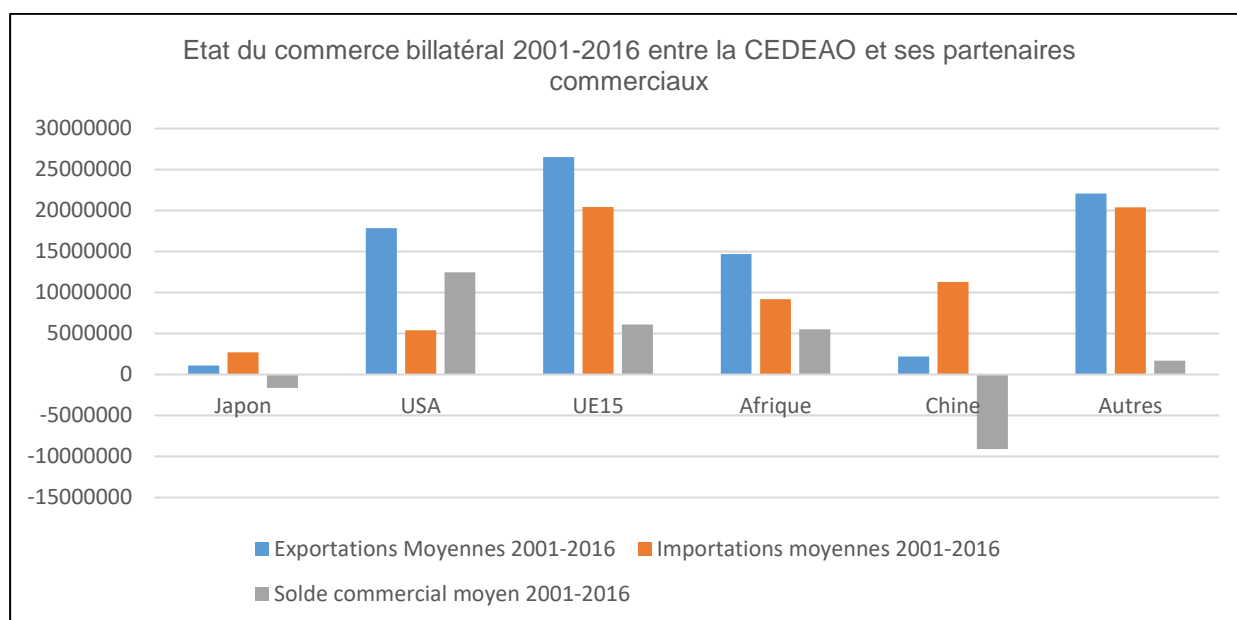
⁴⁶ En faisant l'hypothèse qu'il ne se posera pas de problème de crédibilité des autorités monétaires qui influencera négativement la valeur de la monnaie

⁴⁷ Charfi, 2008

⁴⁸ Charfi, 2008

Egalement, compte tenu du rapport entre le dollar et l'euro, utiliser l'euro comme monnaie d'ancrage c'est aussi courir le risque d'une surévaluation du taux de change réel vis-à-vis du dollar, tout comme se servir du dollar à des fins d'ancrage sous-évaluera la monnaie de la CEDEAO vis-à-vis de l'euro. Pour établir un consensus entre ces différentes monnaies internationales et la future monnaie unique de la CEDEAO; il est donc nécessaire de s'intéresser, non seulement, à la structure de son commerce extérieur en termes de produits importés ou exportés ; mais aussi aux défis qui se présentent à ses pays membres en termes de développement économique. Ces différents aspects sont analysés dans la section suivante.

Graphique 5 : état du commerce bilatéral 2001-2016 entre la CEDEAO et ses partenaires commerciaux



Source : nos propres calculs sur la base des données du Centre de Commerce international (ITC)

4. Le taux de change et la question du désalignement

Cette section se réfère à la valeur de la monnaie, notamment son lien avec les devises des pays partenaires et son rôle dans l'accroissement de la productivité. En d'autres termes, elle fait référence au taux de change effectif réel. Ce taux est défini comme étant le produit du taux de change nominal par les termes de l'échange. En termes mathématiques, le taux de change effectif réel est donné par $TCER = E * \frac{P}{P^*}$. Où E représente une moyenne pondérée des taux de changes bilatéraux côtés au certain et est appelé taux de change effectif nominal, p , l'indice des

prix à la consommation domestique et p^* une moyenne pondérée des indices de prix à la consommation des partenaires commerciaux du pays domestique. Toute chose égale par ailleurs, une appréciation du taux de change effectif nominal se traduit par une appréciation du taux de change effectif réel. Tout comme une amélioration des termes de l'échange se traduira par une appréciation du taux de change effectif réel. Pour maintenir l'équilibre interne et externe d'une économie, ce taux de change doit être maintenu à sa valeur d'équilibre. En outre, le maintien de ce taux à sa valeur d'équilibre est fondamental dans les pays où la technologie de production est extravertie. En effet, selon Strauss (1999, cité par Harris, 2010), la productivité n'a pas d'incidence sur le taux de change réel, mais celui-ci a une incidence sur la productivité⁴⁹. Ainsi, toute déviation permanente à la baisse du taux de change effectif réel par rapport à sa valeur d'équilibre pourrait avoir un effet récessif sur l'accumulation du capital et contribuer à la détérioration de la productivité du travail. En basant leur analyse du comportement du taux de change effectifs réels sur un échantillon de 52 pays exportateurs de matières premières et 16 pays exportateurs de pétrole, Virginie et al. (2009) concluent qu'il est difficile d'établir un lien net entre le régime de change et les mésalignements du taux de change effectifs réels. En revanche, elles considèrent que la devise sur laquelle la monnaie du pays exportateur est ancrée joue un rôle crucial.

Dans le contexte des pays de la CEDEAO, il convient ainsi d'analyser les avantages et inconvénients que pourraient procurer la sous-évaluation de leur monnaie par rapport à celles de leurs partenaires. L'analyse sera menée sous l'angle du rôle protecteur du taux de change et l'hypothèse relative aux coûts des facteurs de production.

4.1. Le rôle protecteur du taux de change

L'argument le plus traditionnel relatif à un effet positif de la dépréciation repose sur l'hypothèse qu'elle améliore la compétitivité des entreprises vis-à-vis de leurs concurrents étrangers en accélérant les exportations et en favorisant la substitution de la production industrielle nationale aux importations (Jeanneney, op.cit.). Il est également admis un effet positif de la dévaluation sur la productivité via les investissements directs étrangers. En effet, dans la mesure où ces investissements se réalisent principalement dans les secteurs des biens échangeables dont la rentabilité s'accroît, on peut espérer une délocalisation de la production des investisseurs étrangers dans les pays ayant procédé à une dévaluation de leurs monnaies afin de bénéficier

⁴⁹ Strauss (1999) a testé empiriquement l'hypothèse de Balassa-Samuelsou à l'aide de séries chronologiques portant sur plusieurs pays. D'après ses résultats, la productivité n'a pas d'incidence sur le taux de change réel, mais celui-ci pourrait influencer sur la productivité.

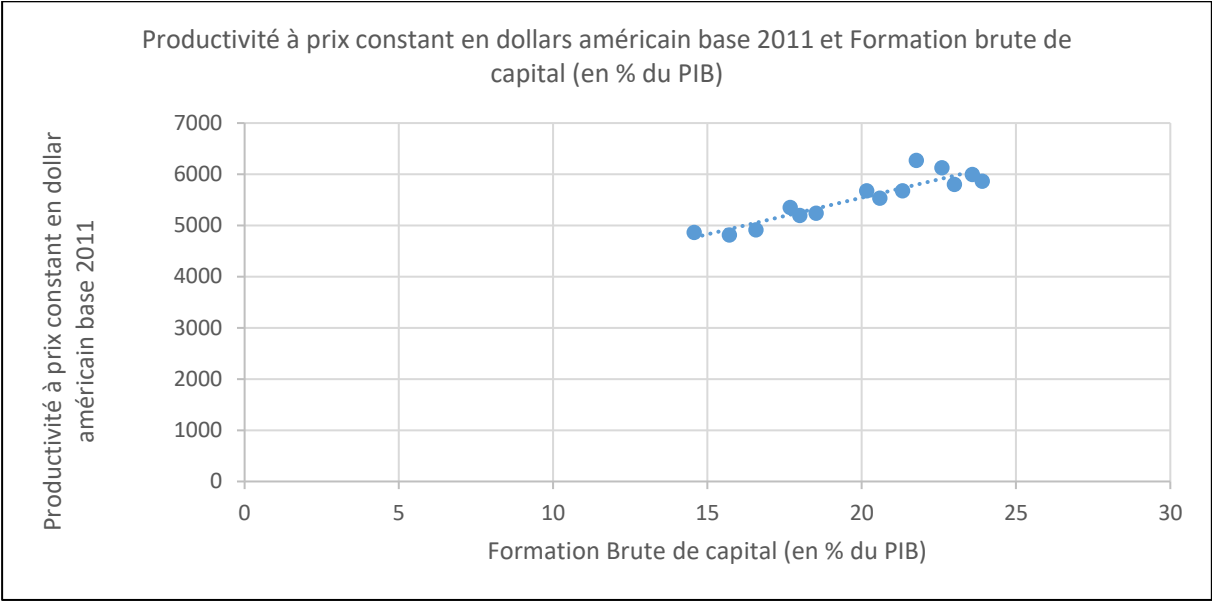
d'un coût faible de travail. Or, on considère que, de manière générale, les entreprises étrangères apportent du progrès technique et leur savoir-faire managérial (Jeanneney, op.cit.). Par ailleurs, dans les pays en développement, il est souvent admis l'existence d'un secteur marchand public en général concentré dans l'industrie lourde et les services et protégé de la concurrence extérieure. La dépréciation tend alors à leur être défavorable et à accentuer la diminution de leur part relative, ce qui est favorable à la productivité dans la mesure où les entreprises privées sont les plus efficaces, licenciant plus aisément du personnel et ayant une gestion en général plus rigoureuse (Jeanneney, op.cit.).

Ainsi, du point de vue de la compétitivité, il serait préférable pour un pays d'opter pour une monnaie faible par rapport à celles de ses partenaires commerciaux. Toutefois, le maintien d'une monnaie à une valeur inférieure à sa valeur d'équilibre pourrait avoir des effets néfastes sur la croissance de la productivité à long terme. Selon Robert et Lawrence (1999), une dépréciation du taux de change réel procéderait de la même manière qu'un droit de douane en protégeant les entreprises nationales contre toute concurrence extérieure. En protégeant les entreprises nationales de la concurrence étrangère, la dépréciation du taux de change réel réduit la croissance de la productivité intérieure en diminuant les incitations à investir dans l'accroissement de la productivité (Lafrance et Schembri, 2000).

Un autre effet indésirable de la dépréciation est lié à son impact, à la fois, sur les salariés non qualifiés et sur les travailleurs qualifiés. Haris (op.cit.) constate que l'essor prodigieux des technologies de l'information (TI) aux États-Unis combiné à la baisse du dollar canadien s'est traduit par une diminution des salaires exprimés en dollars américains qui sont payés au Canada dans les industries de pointe, notamment dans le secteur des technologies de l'information, relativement aux États-Unis ; et cela a contribué à « l'exode des cerveaux », lequel a, à son tour, ralenti le rythme d'intégration des nouvelles technologies au Canada. Ce même argument est soutenu par Jeanneney (op.cit.). En effet, elle fait valoir que la baisse relative de la rémunération du travail liée à la dépréciation réelle de la monnaie pourrait intensifier la « fuite des cerveaux » dans les pays en développement. L'argument d'un impact négatif de la dévaluation (ou dépréciation selon que l'on soit sous un régime de change flottant) a aussi justifié par moment l'adoption d'une monnaie forte par certains États. Lu et Yu (1999, cités par Harris, 2010) indiquent par exemple, que Singapour a pendant longtemps maintenu sa monnaie à un niveau élevé dans le but déclaré de forcer des gains relatifs de productivité et de compétitivité.

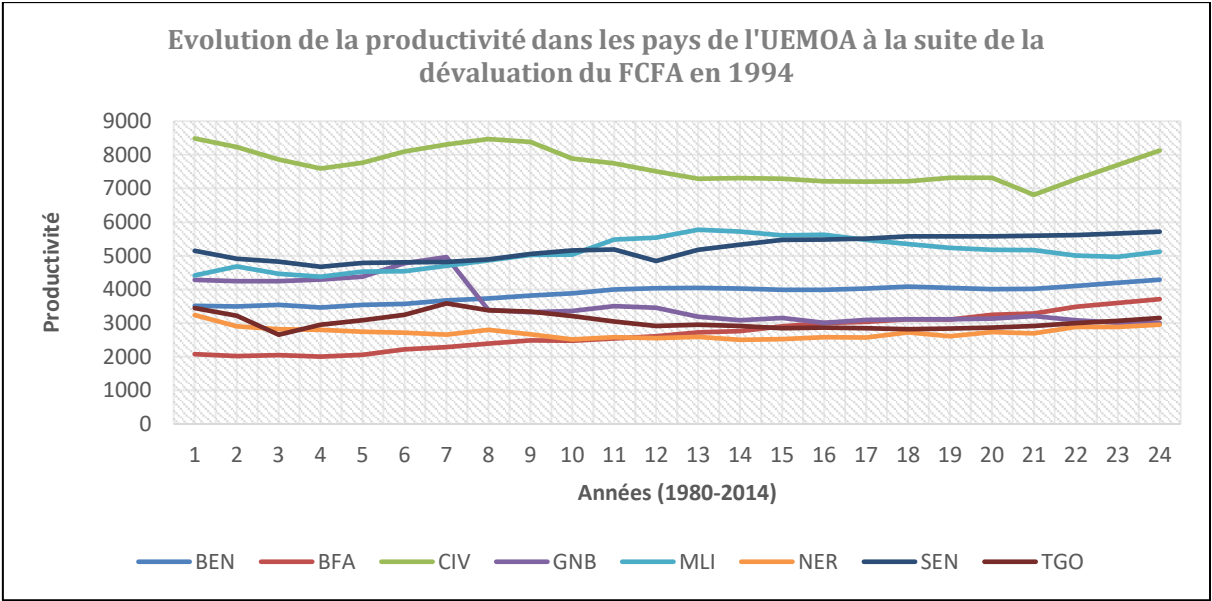
Le choix d'une monnaie forte par les pays de la CEDEAO pourrait être élucidé par une analyse de la productivité du travail dans l'UEMOA et de l'évolution de son solde commercial (qui devrait se traduire par une courbe en J si la dévaluation a eu un effet positif sur les exportations). Malgré la dévaluation qui a été opérée dans cette zone en janvier 1994, l'évolution de la productivité du travail au fil du temps y est restée constante (graphique 7). Celle de la Côte d'Ivoire s'est même traduite par une tendance à la baisse jusqu'en 2011, année à partir de laquelle elle a commencé à s'améliorer. Par ailleurs, le solde commercial est resté déficitaire depuis la dévaluation et a continué à se dégrader sans réussir à égaler son niveau initial (graphique 9). Ce qui est contraire aux effets attendus de la sous-évaluation d'une monnaie du point de vue de la compétitivité. Par ailleurs, la formation brute du capital est restée constante dans la majorité de ces pays après la dévaluation (graphique 8). En effet, hormis le Niger, dans lequel il a été observé une légère hausse de la formation brute du capital à partir de 2003, les autres pays n'ont pas connu d'évolution considérable en termes de pourcentage de PIB dans la formation de leur capital fixe. Ce qui pourrait signifier une faiblesse du pouvoir d'achat engendré par la dévaluation et empêchant ces pays de pourvoir convenablement à leurs besoins d'investissements dont la technologie est en majorité importée. L'analyse de la structure des exportations de la CEDEAO permet de confirmer en partie cette hypothèse. En effet, cette structure montre que les exportations de la zone sont en majorité dominées par les produits de l'industrie extractive suivis des textiles, vêtements et produits végétaux (cf., graphique 9 planche b). Ces produits exportés dans la plupart des cas à l'état brut constituent la preuve d'un sous-investissement dans l'accroissement de la productivité dans les secteurs concernés. Ainsi pour apporter plus de valeur ajoutée à leurs produits à l'exportation, les pays de la CEDEAO se doivent d'opter pour une monnaie forte à même de leur permettre de s'industrialiser et de transformer leurs produits sur place. Aussi, ces produits, notamment les produits de l'industrie extractive, étant des ressources non renouvelables, la prudence préconiserait d'opter pour une monnaie forte dans le but de les pérenniser même si cela pourrait impacter à court termes les finances publiques.

Graphique 6 : Productivité et formation brute de capital fixe dans les pays de la CEDEAO (2001-2014)



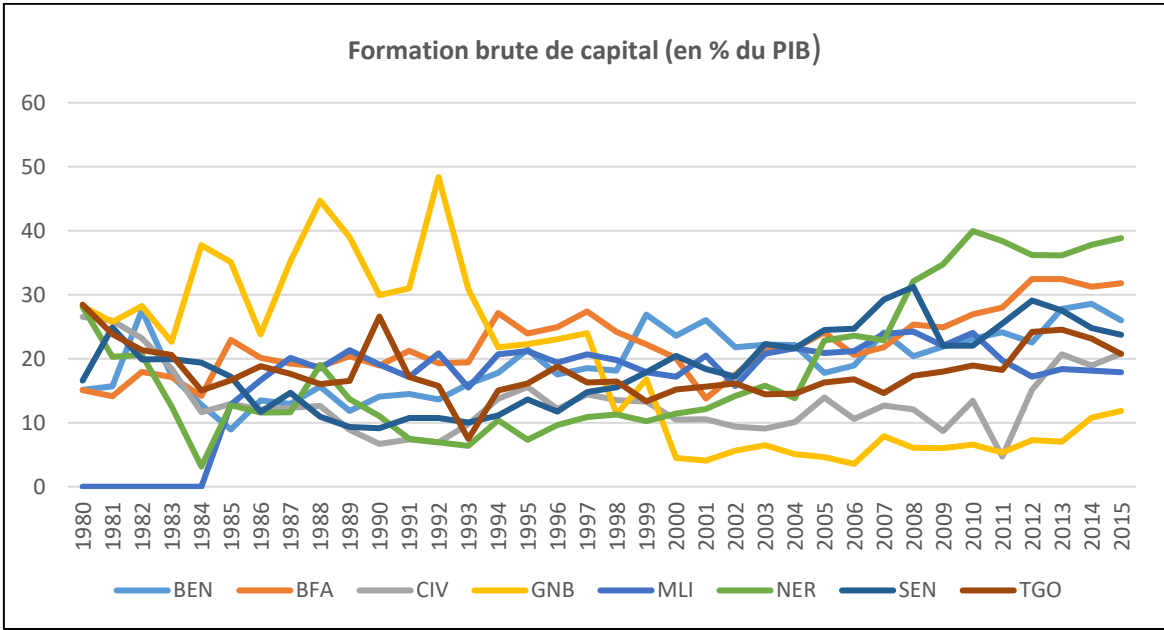
Sources : Banque Mondiale, Indicateurs de développement dans le monde.

Graphique 7 : évolution de la productivité du travail dans les pays de l'UEMOA après la dévaluation de 1994



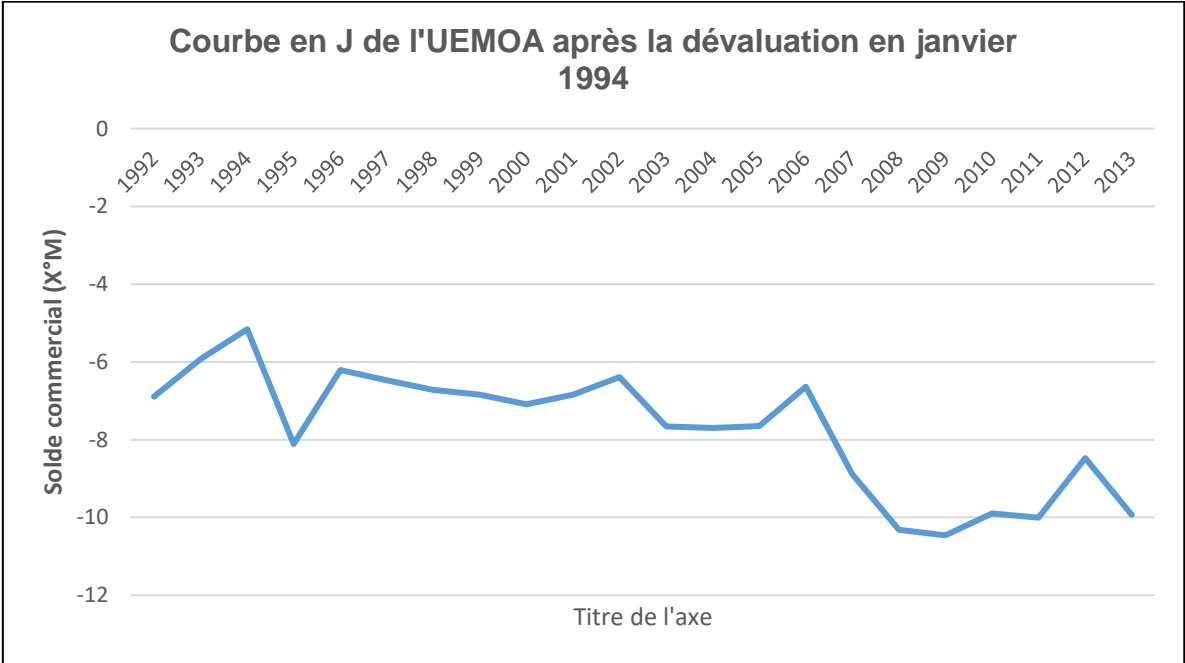
Sources : Banque Mondiale, Indicateurs de développement dans le monde.

Graphique 8 : évolution de la formation brute de capital fixe dans les pays de la CEDEAO (1980-2015)



Source: Construction personnelle sur données du World Development Indicators

Graphique 9 : courbe en J des pays de l'UEMOA après la dévaluation de 1994 (1992-2013)



Source : construction personnelle sur données du World Development Indicators

4.2. L'hypothèse relative au coût des facteurs de production

Cette hypothèse se fonde sur l'argument selon lequel la productivité du travail augmente avec la quantité de capital (et des autres facteurs) par travailleurs (voir Lafrance et Schembri, op.cit.). Elle cadre bien avec le modèle de la croissance endogène qu'avec celui où la croissance est exogène. Dans un modèle d'économie ouverte à la Solow, si les biens d'équipement sont importés, une hausse des prix de ces biens engendre une substitution de travail au capital et ralentit, par conséquent, la croissance de la productivité du travail, même si elle n'influe pas sur la croissance de la productivité totale des facteurs (Harris, op.cit.). De nombreuses recherches montrent, par exemple, que la croissance de la productivité totale des facteurs est directement liée aux investissements en machines et matériels⁵⁰. La dépréciation réelle tend à réduire l'intensité capitaliste dans la mesure où le prix du capital, en grande partie constitué de biens échangeables (biens d'équipements majoritairement importés dans les pays en développement), tend à s'élever relativement à celui du travail, principalement de nature non échangeable (Jeanneney, op.cit.). Porter (1993 cité par Harris 2010) dans son célèbre ouvrage sur la concurrence internationale et la croissance, a fait valoir que les dépréciations peuvent réduire la croissance et qu'une devise surévaluée peut, dans certaines circonstances, favoriser la progression de la productivité en obligeant les entreprises des secteurs des biens exportables à augmenter leur productivité.

En faisant le lien entre formation brute de capital et productivité, il ressort que la productivité est corrélée positivement à la formation brute du capital dans les pays de la CEDEAO (graphique 6). En effet, au fur et à mesure que le niveau de la formation brute du capital en pourcentage du PIB augmente, il est suivi d'une hausse de la productivité du travail mesurée par le PIB par travailleur. Cette tendance à la hausse de la productivité du travail soutenue par une hausse de la formation brute du capital fixe constitue donc une incitation à l'endroit des décideurs politiques dans la mise en place de politiques favorables à l'accumulation du capital et l'adoption d'une monnaie forte pourrait être un des moyens d'y parvenir. Cette option pourrait aussi trouver sa justification dans l'analyse de la structure des importations de la CEDEAO. En effet, suivant la planche a du graphique 10, les biens d'équipement constituent une part importante des importations de la CEDEAO. Que ce soit au niveau mondial ou vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux, le montant moyen consacré à l'achat de ces biens sur la période 2001-2016 est largement supérieur à celui des autres biens importés. Par ailleurs,

⁵⁰ Les liens entre investissement et croissance de la productivité ont fait l'objet de nombreuses études. L'article de De Long et Summers (1991 cités par Harris, 2010) demeure la référence dans ce domaine

les nombreux rapports et études produits par les partenaires au développement, entre autres institutions, soulignent le fait que l'un des principaux obstacles à la croissance et à la compétitivité de l'Afrique est l'insuffisance, la fragmentation et la sous-performance des systèmes d'infrastructures tels que les transports, les Technologies de l'Information et de la Communication (TIC), l'énergie et l'eau (Mbeng, Cédric et Duru, 2013). Ces rapports estiment le déficit d'infrastructures à 93 milliards d'USD par an. Malgré l'accompagnement des partenaires, le financement de ce déficit reste une contrainte majeure. Cette contrainte pourrait être cependant atténuée par la mise en place d'un système de change favorable l'accumulation du capital.

Il est donc évident que malgré l'existence d'effets positifs pouvant résulter de la sous-évaluation d'une monnaie, elle ne devrait pas, pour l'instant, être un outil de politique monétaire duquel les autorités politiques de la CEDEAO doivent se servir. En d'autres termes il serait intéressant de veiller au maintien de la future monnaie à un niveau acceptable en vue d'accélérer la croissance de la productivité du travail dans la région. Cependant, conformément à l'effet dit de « Balassa Samuelson », cet accroissement de la productivité pourrait être néfaste pour l'économie. En effet, selon l'effet « Balla Samuelson », un accroissement de la productivité du travail dans le secteur des biens échangeables entraîne une hausse des salaires qui se transmet s'il y a mobilité du travail au secteur des biens non échangeables dont les prix augmentent, ce qui correspond à une appréciation du taux de change réel (Jeanneney, op.cit.). Cependant au regard de la faible capitalisation de la région, cet effet mettra du temps à agir.

Graphique 10 : Structure des exportations et des importations de la CEDEAO (2001-2016)

Planche a

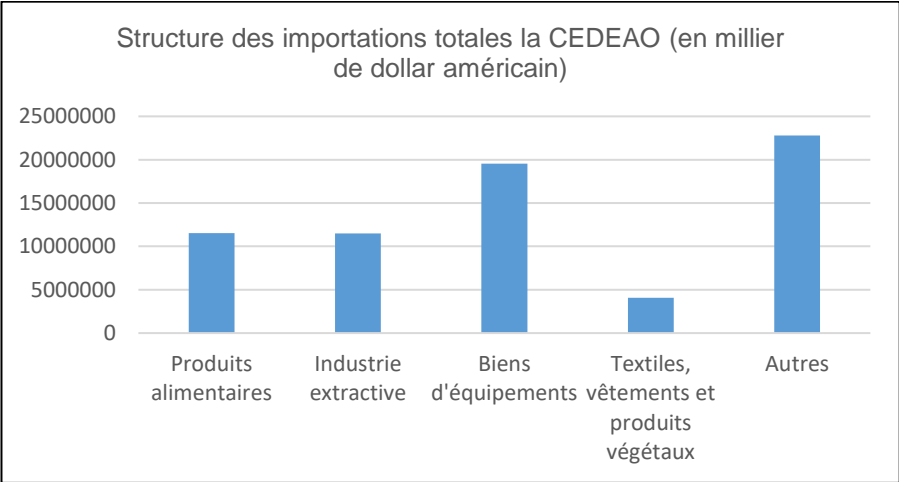
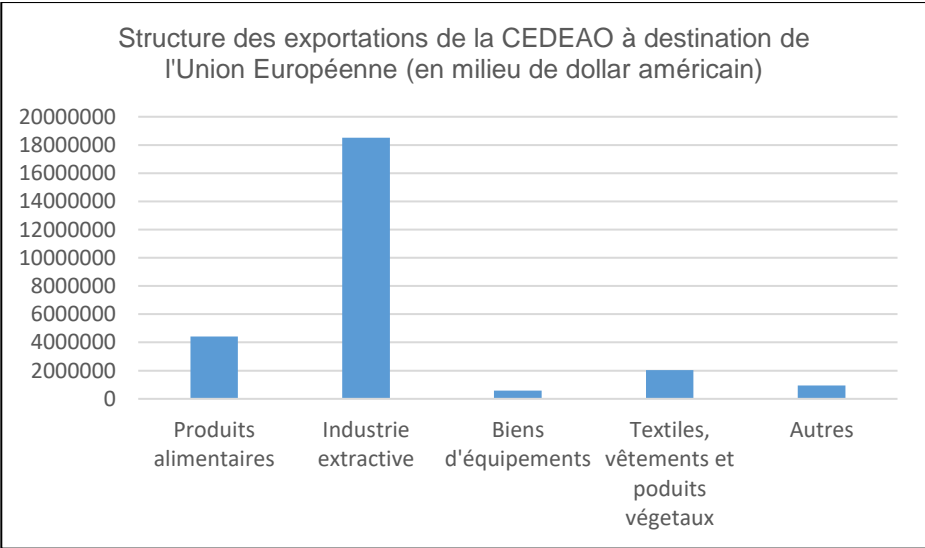
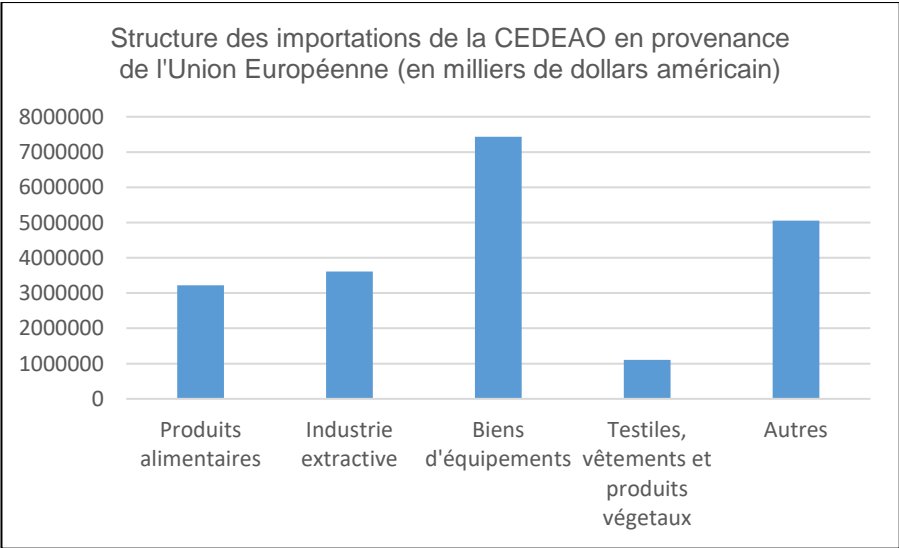
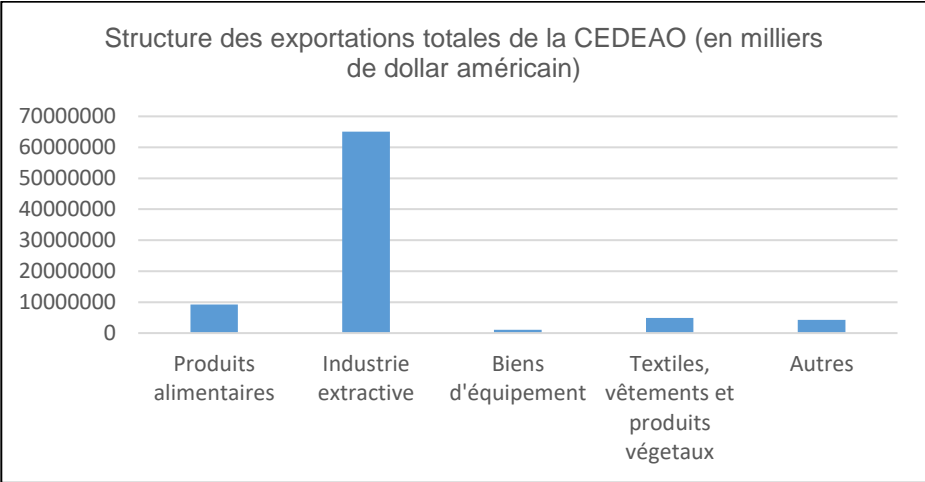
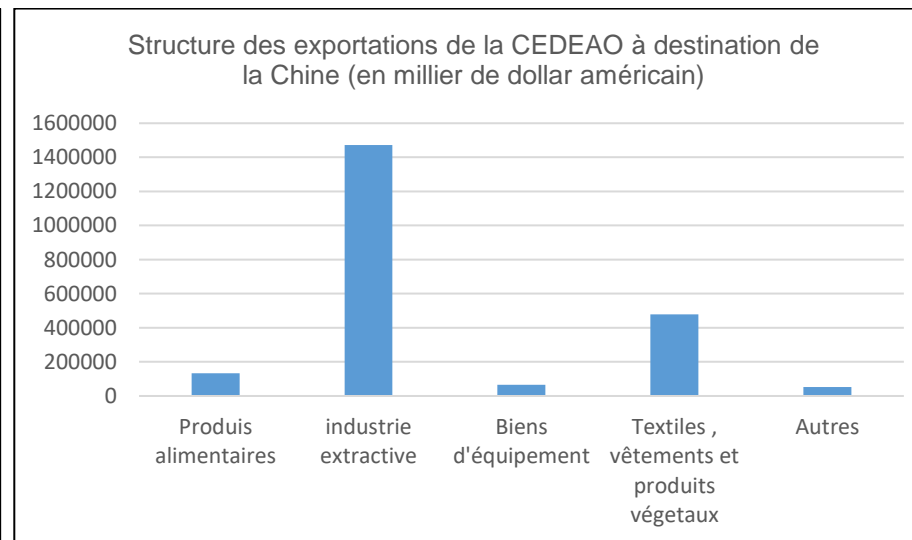
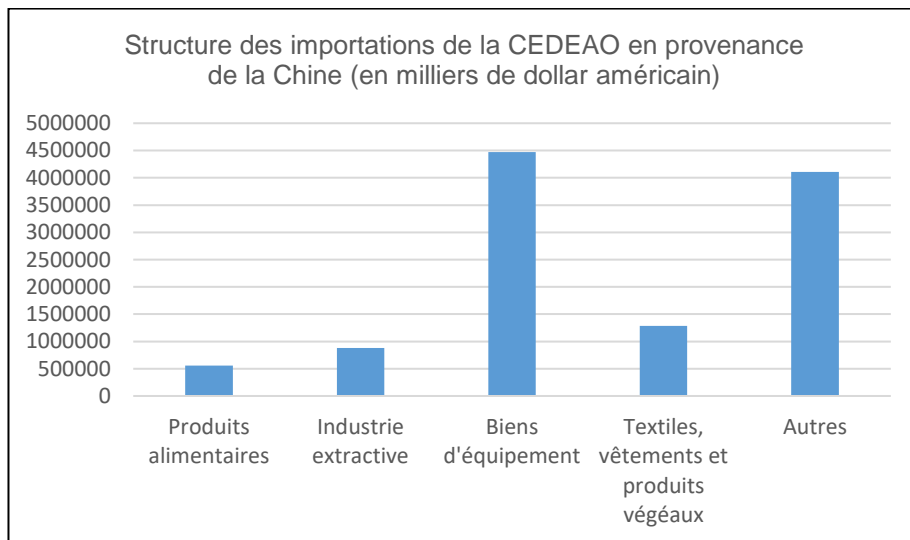
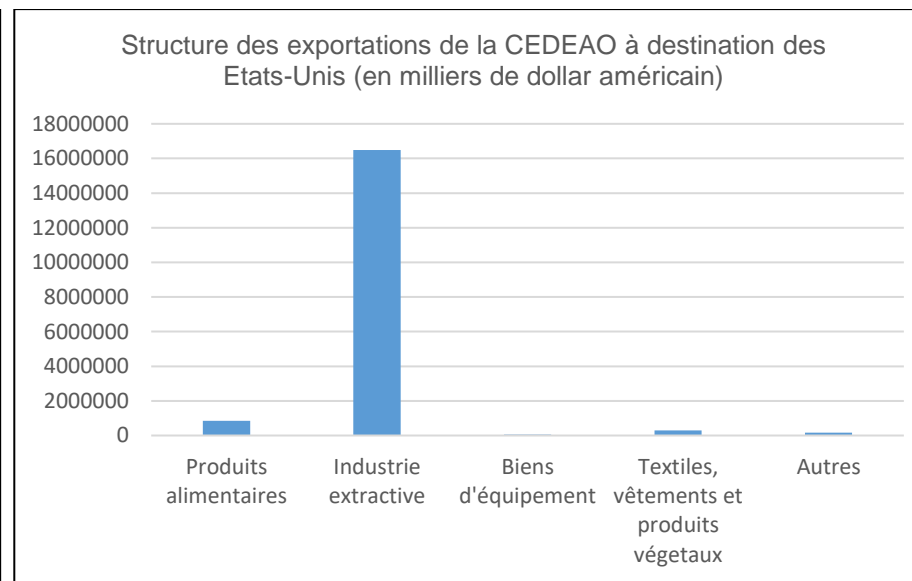
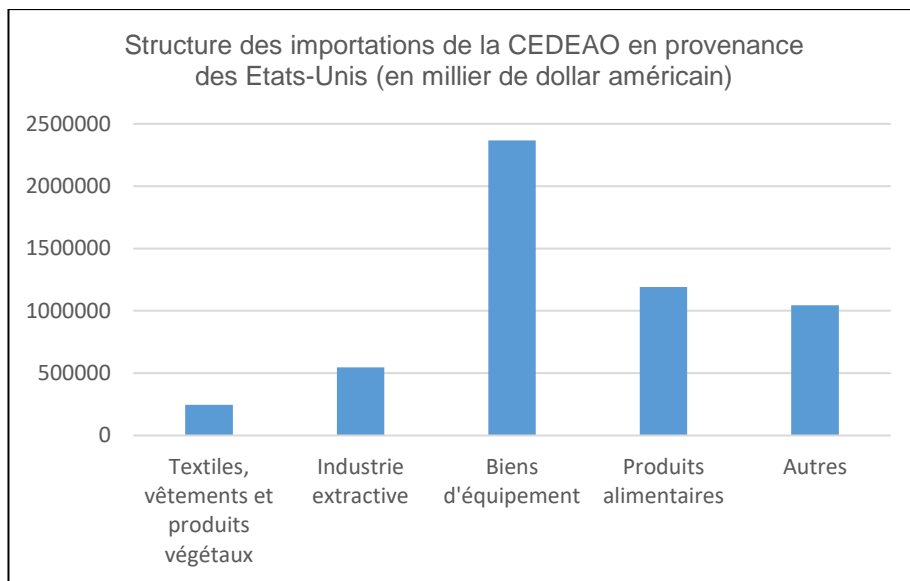
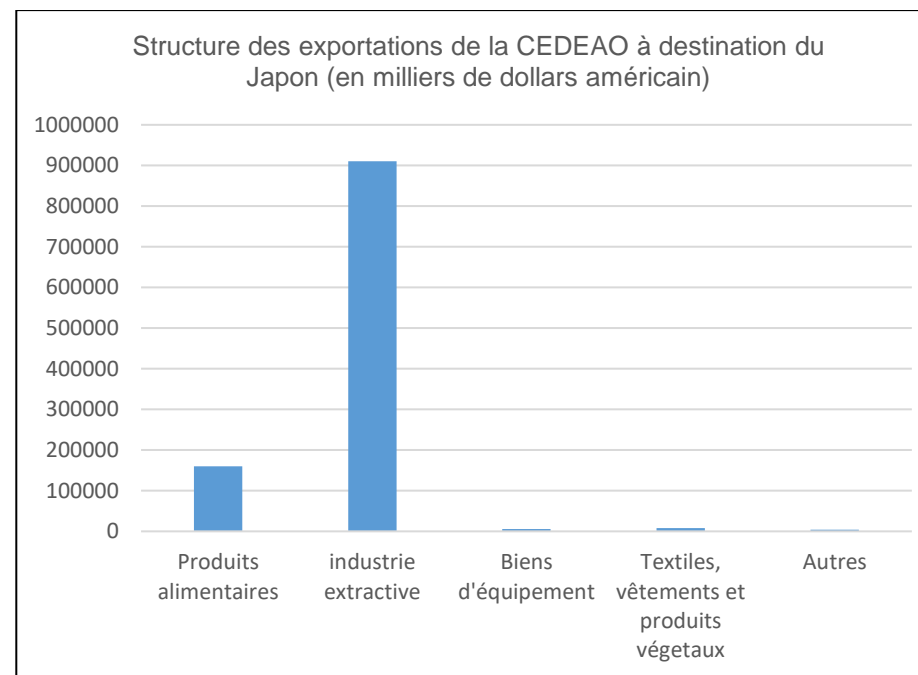
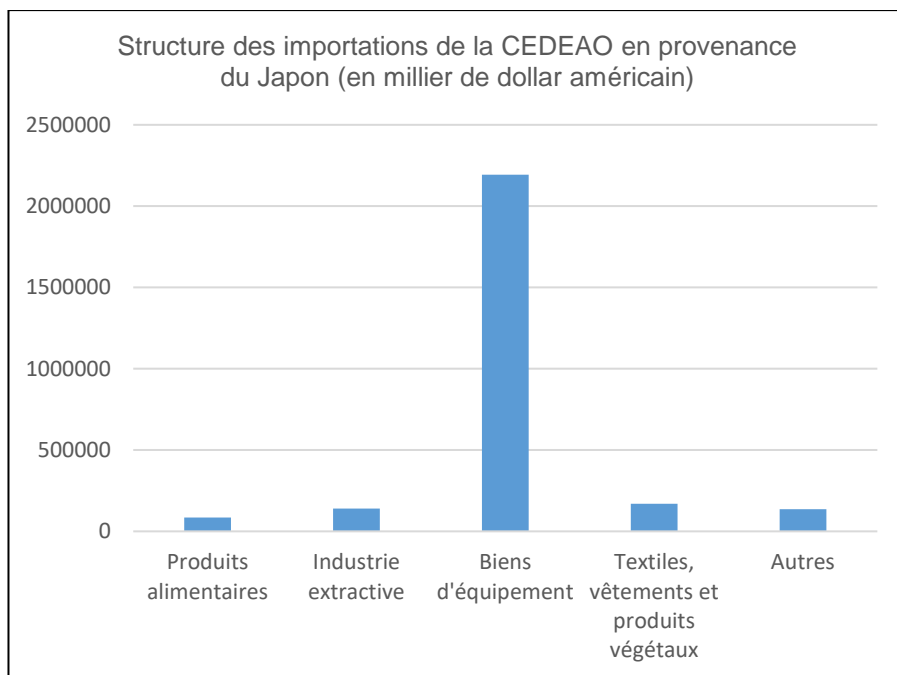


Planche b







Source : construction personnelle sur données du Centre de Commerce International (ITC)

5. Le régime de change et le potentiel d'internationalisation de la future monnaie unique ouest-africaine

L'internationalisation d'une monnaie désigne le processus par lequel cette monnaie peut être utilisée en dehors des frontières du pays ou de la zone qui l'émet, notamment par les non-résidents, pour réaliser les transactions commerciales et financières (Jude et Le Pavec, 2013). Elle nécessite une plus grande ouverture du compte de capital et un développement des marchés financiers. Par le biais du développement des marchés financiers, elle offre aux entreprises résidentes une alternative au financement bancaire. Elle permet également de limiter le risque de change car les entreprises pourront réaliser des transactions commerciales et financières dans une devise qui est la leur. La flexibilisation du taux de change est aussi une condition à l'internationalisation de la monnaie en raison d'une ouverture plus accrue du compte de capital, qui selon le triangle d'incompatibilité de Mundell ne saurait avoir lieu sous un régime de change fixe et permettre à l'autorité monétaire d'être indépendante. La monnaie une fois internationalisée, devrait également être détenue dans les réserves de change des différentes banques centrales et faire partie du panier de Droits de Tirage Spéciaux (DTS) du FMI.

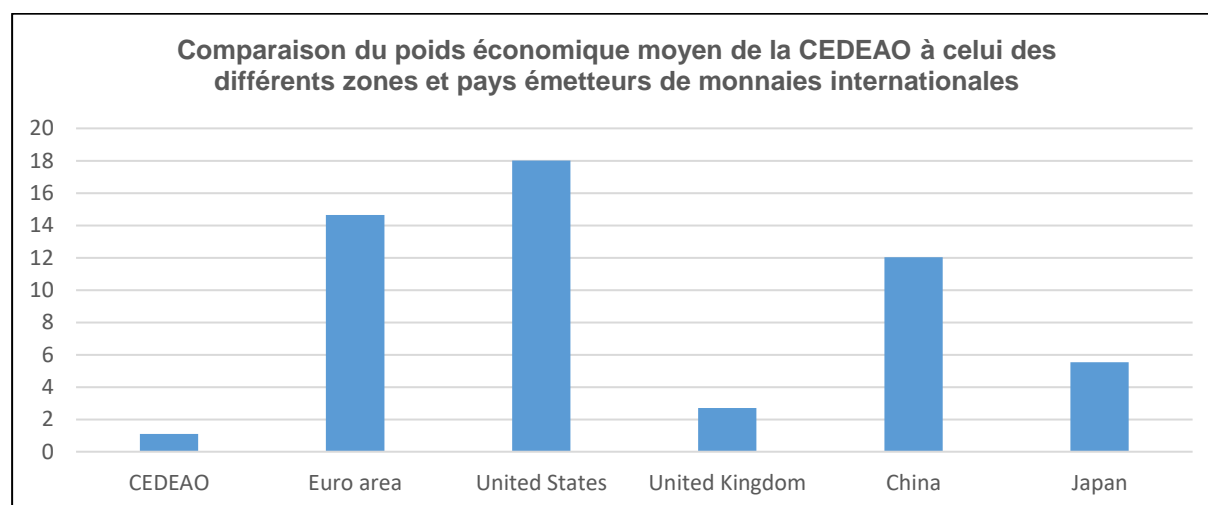
Plusieurs facteurs favorisent le caractère international d'une devise. On pourrait citer entre autres la taille économique du pays émetteur de la devise, son rôle dans le commerce mondial, le volume, la liquidité, la profondeur et le degré d'intégration de ses marchés financiers afin que le volume de transactions soit suffisant pour que chacune d'entre elles ait un impact faible sur les prix, sa stabilité financière, économique et politique, la capacité de l'autorité monétaire à atteindre ses objectifs en termes de stabilité des prix et la convertibilité pour les opérations courantes et financières, avec un degré élevé d'ouverture du compte de capital (voir Jude et Le Pavec, 2013). Il convient également d'ajouter à ces facteurs l'accumulation des réserves de change dans la monnaie en question et son usage des fins de facturation des produits d'exportations et d'ancrage par d'autres économies (voir Le Quéré, 1999).

Dans la présente étude, nous abordons uniquement les aspects liés au poids économique de la CEDEAO, à la taille de son marché financier (son degré d'intégration ayant été analysé dans la section 3), à sa place dans les échanges internationaux, à sa stabilité financière, économique et politique et à la crédibilité des autorités en charge de sa politique de changes.

5.1. Le poids économique des pays de la CEDEAO

Du point de vue du produit intérieur brut, la monnaie de la CEDEAO est loin de jouir du statut d'une monnaie internationale. En moyenne, sur la période 2000-2015, la part de son PIB réel dans le PIB réel mondial s'est établie à 1% tandis que celle des pays détenteurs de monnaies internationales s'est établie à 18% pour les Etats Unis, 14,64% pour la zone euro, 12% pour la Chine, 5,2% pour le Japon et 2.71% pour le Royaume-Unis⁵¹ (graphique 11). Par ailleurs, contrairement à la Chine dont le processus d'internationalisation de la monnaie a été accéléré par son pouvoir économique grandissant et l'accroissement des flux financiers mondiaux, le poids économique de la CEDEAO est resté constant dans le temps (graphique 12) prouvant ainsi qu'elle mettra suffisamment du temps pour parvenir à une internationalisation de sa monnaie au niveau mondial. Cependant lorsque l'on ramène la question à une dimension restreinte, la CEDEAO a d'énormes chances de voir sa monnaie s'imposer au niveau sous régional puisqu'elle détient 1% du poids africain dans l'économie mondiale qui se chiffre à 3%⁵².

Graphique 11 : Poids économique de la CEDEAO comparé aux poids des pays détenteurs des principales monnaies (2000-2015)

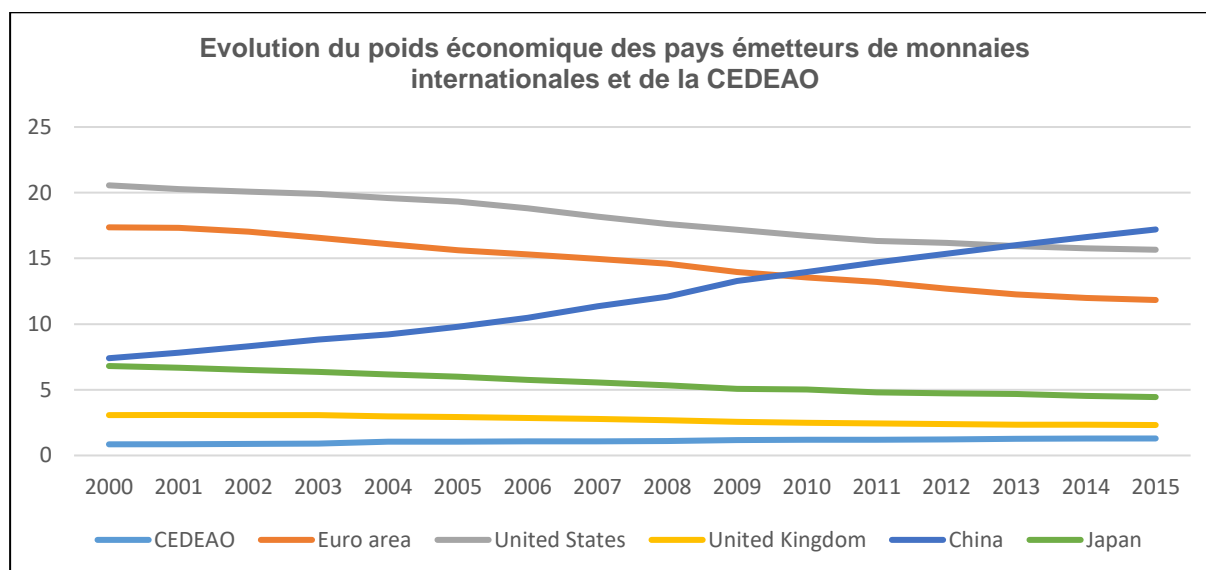


Source : Construction personnelle sur données du World Development Indicators

⁵¹ La livre sterling continue de jouir du statut d'une monnaie internationale en raison du statut de devise étalon dont elle a bénéficié pendant la première guerre mondiale et qui a répandu son usage à travers le monde (voir Cristina Jude et Le Pavec, 2013)

⁵² Forbes Afrique N°42, Mars 2017 en ligne [http://www.forbesafrique.com/Bourses-africaines-ce-que-ne-dit-pas-le-classement_a6676.html]

Graphique 12 : évolution du poids économique des pays émetteurs de principales monnaies et de celui de la CEDEAO (2000-2015)



Source : Construction personnelle sur données du World Development Indicators

5.2. La taille du marché financier des pays de la CEDEAO

En termes de développement financier, il convient de remarquer que la plupart des marchés financiers à l'échelle africaine se caractérisent par une faible liquidité et une faible capitalisation boursière (Tableau 4, en annexe). Leur taille est très marginale comparativement à celle des autres bourses à l'échelle mondiale. En 2008, la capitalisation boursière de l'Afrique subsaharienne (hors Afrique du Sud) se chiffrait à 90 milliards de dollars américain alors que la bourse de Thaïlande concentrait à elle seule 102,6 milliard de capitalisation boursière⁵³. La capitalisation boursière de la CEDEAO⁵⁴ en cette période se chiffrait à 60.3 milliards de dollars américains, soit une part de 10.37% de la capitalisation boursière de l'Afrique subsaharienne (y compris l'Afrique du Sud). Des chiffres très récents valorisent la capitalisation boursière du continent à 1.5% de la capitalisation mondiale (Forbes Afrique n°42 / mars 2017). Aussi, en termes de liquidité, les bourses africaines affichent des niveaux de liquidités moins satisfaisants comparativement à la liquidité observée dans les autres places financières. Le turnover⁵⁵ moyen des bourses subsahariennes a été de 10% en 2008, alors que celui des économies asiatiques émergentes fut de 50%. Ce turnover a atteint, en 2008, 4,1% sur la BRVM (représentée par la Côte d'Ivoire), 5,2% sur la bourse du Ghana et 29,3% sur la bourse du Nigeria. Ces chiffres constituent la preuve d'un faible développement des marchés financiers au niveau africain, et

⁵³ Voir Standley, 2010

⁵⁴ Cumul de la capitalisation boursière de la Côte d'Ivoire, du Nigeria, du Ghana, les plus importantes places boursières de la sous-région

⁵⁵ Le turnover est mesuré par le volume annuel des titres échangés rapporté à la capitalisation boursière

en particulier, au niveau de la communauté. Cependant, il convient de souligner que les bourses sont en perpétuelle croissance au niveau de la communauté. La BRVM a assisté, en trois ans, à un quasi-doublement du marché de ses actions dont la capitalisation boursière est passée de 3177 milliards de francs CFA en 2011 à 6 320 milliards au 31 décembre 2014, et à 7 520 milliards au 15 octobre 2015⁵⁶. La même tendance a été suivie par le marché des obligations dont la capitalisation boursière s'est fixée à 1 660 milliards de francs CFA à la même date. Aussi, l'indice composite de la BRVM a progressé de 20 % en 2012, 39 % en 2013, 11 % en 2014 et 17,7% en 2015. Ce qui a permis à la BRVM de se classer à la tête des bourses africaines en termes de progression de son indice de toutes les valeurs cotées. Si cette tendance se poursuit, la BRVM associée à la bourse de Lagos et d'Accra, permettront à la communauté de ravir la vedette aux autres bourses africaines et attirer davantage d'investisseurs. Ce qui contribuera à rayonner davantage sa monnaie au niveau internationale.

5.3. La place de l'Afrique de l'Ouest dans les échanges internationaux

Sur le plan du commerce international, on pourrait conclure à la non-participation de la CEDEAO dans les échanges internationaux. En effet, sa part moyenne dans les importations mondiales sur la période 2000-2015 s'est établie à 43 points de base tandis que celle des exportations vaut à peine 55 points de base. Ces parts sont très largement inférieures à celles détenues par les principaux émetteurs des monnaies internationales pour permettre à la future monnaie de l'Afrique de l'Ouest d'émerger au niveau mondial. Sur la période concernée, la zone euro est celle qui a le plus participé aux échanges internationaux avec 2673 points de base pour les importations et 2715 points de base pour les exportations. Elle est suivie, logiquement des Etats-Unis (1376 points de base pour les importations et 962 points de base pour les importations) ; le Japon et le Royaume Unis venant en dernière position.

Tableau 5 : parts de la CEDEAO et des émetteurs de monnaies internationales dans les importations et exportations mondiales (2000-2015)

	Importations	Exportations
Etats-Unis	13,76585	9,628564
Royaume Unis	4,353339	3,838051
CEDEAO	0,430912	0,549757
Zone Euro	26,73449	27,1504
Japon	4,682089	4,383654

Source : Nos propres calculs sur données du World Development Indicators

⁵⁶ Viviane Forson, 2016 en ligne [http://afrique.lepoint.fr/economie/bourses-africaines-la-brvm-truste-la-premiere-place-05-01-2016-2007209_2258.php]

5.4. Stabilité économique, politique et rôle de la crédibilité de la future banque centrale de l'Afrique de l'Ouest

Une stabilité plus forte de la valeur externe de la monnaie et la possibilité de la prédire sont des vecteurs d'internationalisation traditionnels (Le Quéré, op.cit.). Cette stabilité engage ainsi la crédibilité des autorités monétaires dans leur gestion de la politique monétaire et la stabilité économique et politique de la région. La crédibilité de l'autorité monétaire permet de contenir les anticipations inflationnistes des agents économiques et cela est nécessaire pour maîtriser les pressions du marché, attirer les investisseurs et atténuer l'impact négatif de la volatilité du change sur la volatilité des prix des matières premières. Certains auteurs estiment que la création d'une union monétaire porte en elle-même les garanties d'une stabilité des changes (Le Quéré, op.cit.). Selon Philippe (1997, cité par Le Quéré), le bénéfice retiré par un pays qui modifie son taux de change pour stabiliser l'économie en cas de choc est d'autant plus élevé que sa taille est petite : une dévaluation est suivie de plus d'effets (hausse de la production) dans un petit pays. En appliquant à l'Europe un modèle mobilisant le lien que l'on peut établir entre l'écart de taille des différentes zones (Europe, Japon, États-Unis) et la volatilité de leur taux de change, il démontre que la réduction de la volatilité des changes sur les parités dollar / monnaies européennes et dollar / euro est d'autant plus saillante que la taille de la zone euro est comparable aux États-Unis, et que l'écart relatif qui prévalait avant l'intégration est notablement réduit.

En l'état, il est difficile de prévoir une stabilité externe de la monnaie qui sera créée compte tenue de la nature des produits exportés par les pays de la communauté qui sont en majorité des matières premières et dont le cours varie avec la conjoncture internationale. Néanmoins, on pourrait toujours faire valoir cet argument, puisque l'UEMOA qui est une union monétaire affiche une stabilité satisfaisante en termes de maîtrise de l'inflation.

S'agissant de la stabilité politique, la région est tributaire d'un passé qui ne l'honore pas. De 1960 à 1990, elle a connu 72 coups d'Etat militaires dont 35 ont échoués (Palm, 2004). Cependant avec la signature en 2007 et la ratification par plus de 23⁵⁷ pays de la Charte Africaine de la Démocratie, des Elections et de la Gouvernance, on pourrait s'attendre désormais à plus de stabilité dans la région.

⁵⁷ Il en fallait 15 pour qu'elle soit opérationnelle (Voir OCDE, United Nations Economic Commission for Africa, 2014 et Conférence de l'union treizième session ordinaire 1er – 3 juillet 2009 Addis Abeba, Ethiopie)

6. Conclusion

Le choix du régime de change est une problématique qui n'a cessé de mobiliser de plus en plus le monde universitaire et politique depuis Friedman (1953), Mundell (1961) aux récentes crises qui ont touché les pays émergents en passant par l'effondrement du système de Brettons Woods et l'amendement aux statuts du FMI au début des années 70. En effet, après la rupture du lien entre le billet vert et l'or, les pays se croiraient totalement libres dans le choix de leurs régimes de change. Mais très vite, ils ont été confrontés à un autre dilemme qui est le choix du régime de change qui cadre avec leurs objectifs de politiques économiques. Tous reste unanime qu'aucun régime de change n'est optimal et que ce choix est appelé à évoluer. Néanmoins, en fonction du niveau de développement d'un pays, de sa taille, de son degré d'ouverture, de la profondeur de son marché financier, de sa stabilité économique, politique et financière, il serait optimal d'opter pour un régime de change plutôt que l'autre. Pour Friedman (1953), le régime de change idéal pour les économies fortement ouvertes sur le reste du monde serait un régime de change flexible. Cependant Mundell (1960) rappelle qu'en présence d'une parfaite mobilité des capitaux, il faudrait plutôt opter pour un régime de change fixe. Obsfeld (1995), quant à lui serait également favorable à des changes flottants dans les petites économies ouvertes avec de bons résultats en termes d'inflation, mais dotés d'un système financier peu solide, et en l'absence d'une monnaie pivot naturelle. Ces différentes positions révèlent toute la complexité qui est liée au choix du régime de change.

Engagées dans un processus de mise en place d'une union monétaire depuis les années 2000, ce choix est une décision majeure qui incombe désormais aux autorités politiques de la CEDEAO. En effet, si le rapport entre les monnaies des différents pays ne fait pas l'objet de débats, puisqu'une union monétaire suppose d'office l'usage de la même monnaie par tous les pays qui en font partie, le rapport de la monnaie commune avec celles des pays tiers en crée. Ce choix doit être bien pensé en vue de répondre pleinement aux aspirations de développement économique de la communauté. La présente étude se veut une contribution à cette réflexion.

En passant en revue les différents travaux qui ont porté sur le choix du régime de change aussi bien au niveau mondial, africain que de la CEDEAO et en se fondant sur les méthodes de mesures du péché originel et du déséquilibre monétaire proposées par Morris Goldstein et Philip Turner (2004), notre étude révèle que les pays de la CEDEAO sont totalement exposés au phénomène dit de péché originel. En effet, à l'exception du Libéria qui a affiché un ratio de pur mismatch de 0.95 en 2006, tous les pays ont enregistré au cours de la période 2001-2015, des ratios supérieurs à l'unité. Ce qui constitue la preuve qu'ils sont fortement endettés en devises

étrangères que leurs recettes d'exportation ne permettent pas de rembourser. Toute chose égale par ailleurs, cette situation recommande l'adoption d'un régime de change fixe. Toutefois le signe positif des ratios de déséquilibre monétaire global, les niveaux des ratios de réserves internationales sur dettes à court terme, le mécanisme de financement, la composition de la dette extérieure par créancier et le degré d'intégration des marchés financiers au niveau de la communauté indiquent que malgré le péché originel qui affecte les pays membres de la CEDEAO, ils peuvent se servir d'un régime de change flexible.

Références bibliographiques

- Abimbola, O., et C. Manduna.** (13oct.2014). Intégration financière régionale et coordination monétaire dans la Zone monétaire de l’Afrique de l’Ouest et dans la Communauté de l’Afrique de l’Est. BAD en ligne [<https://www.afdb.org/fr/blogs/integrating-africa/post/regional-financial-integration-and-monetary-coordination-in-the-west-african-monetary-zone-and-the-east-african-community-13603/>].
- Andrew B., E. Borensztein, M. Paolo** (2003). Quel régime de change pour l’Amérique latine? Faut-il opter pour une devise commune ou laisser les taux de change flotter? *Finances & Développement* Septembre 2003, 24-27.
- Aloui, C., et H. Sassi** (2005). Régime de change et croissance économique : une investigation empirique. *Économie internationale* 2005/4, N° 104, 97-134.
- AMAO.** (2011). l’intégration du système financier de la CEDEAO : opportunités, défis et perspectives. Freetown.
- BAD.** (2010). Guide des marchés obligataires africains et des produits dérivés.
- BAD.** (2013). Document de stratégie Pays 2013-2017.
- Bakouf, F. et D. Ndoye** (2016). Pourquoi et quand instaurer une monnaie unique dans la CEDEAO? *AEB Volume 7 Issue 1* 2016.
- Bailliu, J., Lafrance, R., Perrault, J.-F** (2001), Exchange rate regimes and economic growth in emerging markets, . actes du colloque organisé par la Banque du Canada, novembre 2000, Bank of Canada Ottawa, 347-377.
- Barro, Robert J. and David B. Gordon** (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy . *Journal of Monetary Economics* 12 1: , 101–21.
- Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza** (2002). Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption. Conference on Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin, Inter-American Development Bank.
- Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza,** (2007). Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin ; Why They Are Not the Same and Why It Matters in Capital Controls and Capital Flows in Emerging. National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press.
- Baxter, M., Stockman, A. C.,** (1989). Business cycles and the exchange-rate regime: some international evidence. *Journal of Monetary Economics* 23 (3), mai, 377-400.
- BCEAO. (s.d.)**. Histoire du F CFA en ligne [<http://www.bceao.int/Histoire-du-Franc-CFA-55.html>].
- Bénassy-Quéré A., Coupet M.,** (2005). On the Adequacy of Monetary Arrangements in Sub-Saharan Africa. *World Economy*, 28 (3), 349-373.
- Bénassy-Quéré, A., V. Salins,** (2010). A Case for Intermediate Exchange-Rate Regimes. CEPII Working Paper N°2010-14, August 2010.

- Benassy-Quéré A., et J. Pisani-Ferry**, (2011), « Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ? », CEPII Document de travail N° 2011 – 04a Mars.
- Calvo, Guillermo A., Carmen. M. Reinhart**, (2000). Fear of floating . NEBER Working Paper 7993.
- Coudert, C., C. Couharde, V. Mignon**, (2009). Termes de l'échange et taux de change : un lien troublé par les politiques d'ancrage. **La lettre du CEPII N°285-11 mars 2009.**
- Calvo, Guillermo A.**, (1999). Fixed versus Flexible Exchange Rate : Preliminaries of a Turn-of- Millennium Rematch . Mimeo, University of Maryland, 1-16.
- Carmen M. Reinhart And Kenneth S. Rogoff**, (2004). The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation . The Quarterly Journal of Economics, Vol. 19, No. 1, p. 1–48.
- Charfi, F. M.**, (2008). Taux de change réel d'équilibre et mésalignement : Enseignements d'un modèle VAR-ECM pour le cas de la Tunisie. Panoeconomicus, 2008, 4, Str, 439-464.
- Colliac, S., N. Akmar.**, (2003). Les Implications Systémiques du Péché Originel Financier.
- Collins, S.**, (1988). Inflation and the European Monetary System. dans F. Giavazzi S. Micossi et M. Miller, eds., The European Monetary System. Cambridge: Cambridge University Press, 112-135.
- Cristina Jude et Jean Le Pavec**, (2013). Internationalisation du yuan : une stratégie à pas comptés. Trésor-Eco, n°121 Novembre.
- De Long, J. B., L. H. Summers**, (1991). Equipment Investment and Economic Growth. Quarterly Journal of Economics, vol. 106, no 2, 445-502.
- Diaw, A., B. KA**, (2012). Régime de change et Croissance économique : le cas des pays de la CEDEAO. Conférence économique africaine, Kigali, Rwanda 30 octobre au 02 novembre 2012.
- Diop, M. B. et Fall, A.**, (2011). La problématique du choix du régime de change dans les pays de la CEDEAO . Document d'Etude N°20, Direction de la prévision et des études (DPEE).
- Dupasquier C., Osakwe P. et S. Thangavelu**, (2005). Choice of monetary and exchange rate regimes in ECOWAS: an optimum currency area analysis . SCAPE Policy Research Working Papers Series 0510, National University of Singapore, Department of Economics.
- Eduardo Levy Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, Iliana G. Reggio**, (2006). On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes . Harvard University Faculty Research Working Papers Series RWP06-047 en ligne [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726910].
- (2003). To float or to to Fix : Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes. American Economic Review, Vol. 93, No. 4, p. 1173–93.

- Equebat, Ikko R. D.**, (2010). analyse de la performance d'une place financière : cas de la BRVM. mémoire de fin de formation.
- FMI**, (2003). Statistiques de la dette extérieure : guide pour les statisticiens et les utilisateurs.
- FMI**, (2013). Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne, créer une dynamique dans une économie mondiale à plusieurs vitesses.
- Forson, V.**, (2016). Bourses africaines : la BRVM truste la première place. Le Point Afrique en ligne [http://afrique.lepoint.fr/economie/bourses-africaines-la-brvm-truste-la-premiere-place-05-01-2016-2007209_2258.php].
- Forbes Afrique N°42**, (Mars 2017). Top 100, le Match des Champions de la bourse : qui perd, qui gagne?
- Françoise, L. Q.**, (1999). Les sources de l'internationalisation de l'euro. In: Revue d'économie financière, n°52.
- Frenkel J.A. et J. Aizenman**, (1982). Aspects of the optimal management of exchange rates. *Journal of International Economics*, 13, 231-256.
- Friedman, M.**, (1953). The case for Flexible Exchange Rates. In Friedman's Essays in Positive Economics, University of Chicago Press, .
- Ghosh Atish R. et Jonathan D. Ostry**, (2009). Le choix du régime de change, nouveau regard sur une vieille question : faut-il choisir un régime fixe ou flottant ou une solution intermédiaire? *Finances & Développement* Décembre 2009.
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf**, (1997). Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?, NBER Working Paper 5874 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides**, (2010). Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System. IMF Occasional Paper 270.
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde and Holger C. Wolf**, (2002). Exchange Rate Regimes : Choices and Consequences. (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Goldstein M. et T. Philip**, (2004). Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets. Peterson Institute for International Economics.
- Guillaumont, Jeanneney, S.**, (2015). Régimes et stratégies de change dans les pays en développement. *Economica*, Paris.
- Harris**, (2010). Le taux de change peut-il influencer sur la productivité ?. *Revue de la Banque du Canada*, 17-30.
- Houssa, Romain** (2008). Monetary Union in West Africa and Asymmetric Shocks : A Dynamic Structural Factor Model Approach . *Journal of Development Economics*, 85 (1-2), 319-347.

- Husain, Aasim. M., A. Mody, Kenneth S. Rogoff** (2005). Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies. *Journal of Monetary Economics*, 2005, v52(1,Jan), 35-64.
- IMF.** (oct. 2016). Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne, Une croissance à plusieurs vitesses. *Études économiques et financières*.
- Jean-Pierre Allegret, Mohamed Ayadi, Leila Haouaoui Khouni,** (2006). Un modèle de choix de régime : Aspects théoriques et analyse empirique. *Intégration financière internationale, régimes monétaires et stabilisation macroéconomique*, May 2006, Hammamet, Tunisie.
- Jeffrey A. Frankel, Shang-Jin Wei** (November 2004). *Managing Macroeconomic Crises*. NBER Working Paper No. 10907.
- J Aizenman, R Hausmann** (2001). Exchange Rate Regimes and Financial-Market Imperfections . NBER Working Paper, juillet.
- Joshua Aizenman** (1994). Monetary and real shocks, productive capacity and exchange rate regimes. *Economica* 61 (244), novembre, 407-434.
- Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes** (2004). Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. IMF Occasional Paper 229 (Washington: International.
- Kisu, S.** (2010). Choice of exchange rate regimes for African countries: Fixed or Flexible Exchange rate regimes? Munich Personal RePEc Archive.
- Klein Michael W. and Jay C. Shambaugh** (2010). *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*. The MIT Press.
- Lafrance, R., et Lawrence L. Schembri,** (2000). Le taux de change, la productivité et le niveau de vie. *Revue de la Banque du Canada* (hiver 1999-2000).
- Le Quéré F.** (1999), Les sources de l'internationalisation de l'euro. In: *Revue d'économie financière*, n°52.
- Lu, D., et Q. Yu** (1999). Hong Kong's Exchange Rate Regime : Lessons from Singapore . *China Economic Review*, vol. 10, no 2, 122-140.
- Mark Stone, Harald Anderson et Romain Veyrune** (2008). Exchange Rate Regimes: Fix or Float? A quarterly magazine of the IMF, *Finances & Développement*, March 2008, Volume 45, Number 1.
- Masson P., Pattillo C.,** (2002). Monetary Union in West Africa: an Agency of Restraint for Fiscal Policies? *Journal of African, Economies*, 11 (3), 387-412.
- Masson P., Pattillo C.,** (2001). Monetary Union in West Africa (ECOWAS). IMF Occasional Papers 204, International Monetary Fund.
- Masson P. et Pattillo C.,** (2004). Une monnaie unique pour l'Afrique? Probablement pas, mais un élargissement sélectif des unions monétaires existantes pourrait inciter les pays à améliorer leurs politiques. *Finances & Développement* Décembre 2004.

- Mbeng Mezui, Cédric Achille et Duru Uche** (2013). Détenir des réserves de change excédentaires ou financer les infrastructures : que doit faire l'Afrique? Serie de documents de travail n°178 Banque Africaine de Développement, Tunis, Tunisie.
- Michael Chui, Emese Kuruc and Philip Turner** (March 2016). A new dimension to currency mismatches in the emerging markets : non financial companies. BIS Monetary and Economic Department Working Papers No 550.
- Mundell, R. A.** (2001). Currency Areas and International Monetary Reform at the Dawn of a New Century. *Review of International Economics*, Wiley Blackwell, vol. 9(4), November., 595-607.
- Mundell, R. A.** (May 1960). The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74, No. 2 (May, 1960), pp. 227-257.
- Mundell, R** (1973). Uncommon Arguments for Common Currencies . in n H.G Johnson and A.K. Swoboda (eds.), *The Economics of Common Currencies*, George Allen and Unwin Ltd, London, 114-32.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, and Andrew Berg** (2000). Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF Occasional Paper 193.
- Nubukpo, K.** (2010). Instauration d'une monnaie unique dans l'espace CEDEAO et développement d'un marché régional intégré en Afrique de l'Ouest : quelles liaisons ? en ligne [<http://www.ictsd.org/bridges-news/passerelles/news/instauration-d%E2%80%99une-monnaie-unique-dans-l%E2%80%99espace-cedeao-et>].
- Obstfeld, M.** (1995). International Currency Experience : New Lessons and Lessons Relearned. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1995.
- OCDE et Asian Development Bank**, (2000). séminaires du Centre de Développement : vers une stabilité financière en Asie.
- OCDE, United Nations Economic Commission for Africa**, (2014). Examen mutuel de l'efficacité du développement en Afrique : promesses et résultats 2014.
- Ouédraogo, O.**, (2003). Une monnaie unique pour toute l'Afrique de l'Ouest ?. Le dossier économique, Karthala, Collection Economie et Développement, Paris, 2003, 174P.
- Palm, D. J. M.**, (2004). La communauté économique des Etats de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) et le règlement des conflits dans la sous-région. *Revue du CAMES - Série B*, vol. 006 N° 1 - 2, 109 - 120.
- Philippe, M.** (1997). The Exchange Rate Policy of the Euro : A Matter of Size ? CEPII, Document de travail, n°97-06, Avril.
- Porter, M. E.** (1993). L'avantage concurrentiel des nations. Paris, Éditions du Renouveau pédagogique.
- Ripoll, L.** (2001). Choix du régime de change : quelles nouvelles? LAMETA, Faculté des Sciences Economiques.

Samuel Guerineau, L. Jacolin, (2014). L'inclusion financière en Afrique subsaharienne : faits stylisés et déterminants. *Revue d'économie financière* 2014/4 (N° 116), 57-80.

Standley, S. (2010). Quels sont les déterminants du développement des marchés financiers d'Afrique subsaharienne ? *Secteur Privé et Développement*, Revue de PROPARCO n°5 Mars.

Strauss, J. (1999). Productivity Differentials, the Relative Price of Nontradables and Real Exchange Rates. *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, no 3, 383-409.

Tapsoba S.J. (2009). Union monétaire en Afrique de l'Ouest : Quelles réponses à l'hétérogénéité des chocs? *Etudes et Documents E 2009. 12*, CERDI, avril 2009, 34P.

Vuletin, Guillermo J. (2013). Exchange Rate Regimes and Fiscal Discipline : The Role of Capital Controls. *Economic Enquiry* 51 4: 2096–109.

Webographie :

[http://terangaweb.com/des-marches-financiers-en-afrique-absolument/\(capitalisation boursière\)](http://terangaweb.com/des-marches-financiers-en-afrique-absolument/(capitalisation-boursiere))

<http://www.agenceecofin.com/bourses/0404-27884-la-capitalisation-boursiere-des-entreprises-africaines-cotees-a-londres-atteint-desormais-de-395-2-milliards>

<http://lemagazinedumanager.com/14231-cedeao-une-capitalisation-boursiere-de-84-milliards.html>

<http://lemagazinedumanager.com/14231-cedeao-une-capitalisation-boursiere-de-84-milliards.html>

<http://www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20151210/marches-financiers-d-afrique-l-ouest-en-voie-d-150347>

http://afrique.lepoint.fr/economie/bourses-africaines-la-brvm-truste-la-premiere-place-05-01-2016-2007209_2258.php

http://www.forbesafrique.com/Bourses-africaines-ce-que-ne-dit-pas-le-classement_a6676.html

<https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/062600f.htm#IV>

<https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/062600f.htm#IV>

<http://www.reussirbusiness.com/analyses/la-competitivite-du-fcfa-comparee-aux-autres-monnaies-de-la-cedeao>

<http://www.ictsd.org/bridges-news/passerelles/news/instauration-d%E2%80%99une-monnaie-unique-dans-l%E2%80%99espace-cedeao-et>

<http://www.algerie-eco.com/2016/06/18/nigeria-banque-centrale-va-reintroduire-taux-interbancaire-flexible-marche-changes/>

<https://www.mataf.net/fr/forex/edu/formation-forex/regimesdechange>

http://www.ouestaf.com/Le-demarrage-de-la-Zone-monetaire-de-l-Afrique-de-l-Ouest-repousse_a2506.html

<https://www.one.org/fr/blog/la-charte-africaine-de-la-democratie-des-elections-et-de-la-gouvernance-il-vaut-mieux-la-prendre-au-serieux/>

Annexe

Tableau 1 : matrice de corrélation des taux de croissance des pays de la CEDEAO (1994-2015)

	[BEN]	[BFA]	[CPV]	[CIV]	[GMB]	[GHA]	[GIN]	[GNB]	[LBR]	[MLI]	[NER]	[NGA]	[SEN]	[SLE]	[TGO]
[BEN]	1,00	-0,39	0,28	0,20	0,10	-0,18	-0,37	-0,37	0,27	-0,16	0,11	0,03	-0,15	0,41	-0,21
[BFA]		1,00	-0,29	-0,09	-0,10	0,46	0,20	-0,05	-0,44	0,37	0,11	-0,09	0,25	0,04	0,18
[CPV]			1,00	-0,46	-0,06	-0,21	0,20	0,19	0,36	-0,30	-0,39	0,29	0,06	0,10	-0,44
[CIV]				1,00	0,31	-0,12	-0,35	-0,40	0,00	-0,15	0,46	-0,15	0,31	-0,11	0,51
[GMB]					1,00	-0,30	-0,36	-0,26	-0,13	0,07	0,12	0,34	0,53	-0,23	0,05
[GHA]						1,00	0,46	0,33	0,09	-0,30	0,31	-0,06	-0,31	0,19	0,36
[GIN]							1,00	-0,16	0,25	-0,14	0,32	-0,10	-0,42	0,44	-0,51
[GNB]								1,00	0,32	0,02	-0,42	-0,04	-0,06	-0,51	0,08
[LBR]									1,00	-0,51	-0,22	-0,17	-0,48	0,07	-0,38
[MLI]										1,00	0,22	-0,18	0,30	-0,49	-0,15
[NER]											1,00	-0,30	0,16	0,05	0,28
[NGA]												1,00	0,30	0,06	0,01
[SEN]													1,00	-0,50	0,24
[SLE]														1,00	-0,14
[TGO]															1,00

Source : Calculs personnels sur la base des données du World Development Indicators

Tableau 1 : matrice de corrélation des taux d'inflation dans les pays de la CEDEAO (1996-2015)

	[BEN]	[BFA]	[CPV]	[CIV]	[GMB]	[GHA]	[GNB]	[MLI]	[NER]	[NGA]	[SEN]	[SLE]	[TGO]
[BEN]	1												
[BFA]	0,94	1											
[CPV]	0,26	0,32	1										
[CIV]	0,96	0,91	0,32	1									
[GMB]	-0,28	-0,28	-0,35	-0,17	1								
[GHA]	0,32	0,31	0,40	0,41	-0,04	1							
[GNB]	0,30	0,29	0,67	0,34	-0,32	0,77	1						
[MLI]	0,91	0,94	0,38	0,89	-0,32	0,42	0,36	1					
[NER]	0,96	0,96	0,23	0,95	-0,30	0,30	0,30	0,91	1				
[NGA]	0,76	0,68	0,35	0,82	-0,03	0,73	0,54	0,80	0,70	1			
[SEN]	0,95	0,89	0,26	0,94	-0,23	0,21	0,23	0,85	0,94	0,67	1		
[SLE]	0,17	0,01	0,13	0,17	-0,16	0,16	0,22	0,05	0,04	0,30	0,14	1	
[TGO]	0,97	0,92	0,31	0,96	-0,27	0,37	0,38	0,90	0,97	0,78	0,94	0,13	1

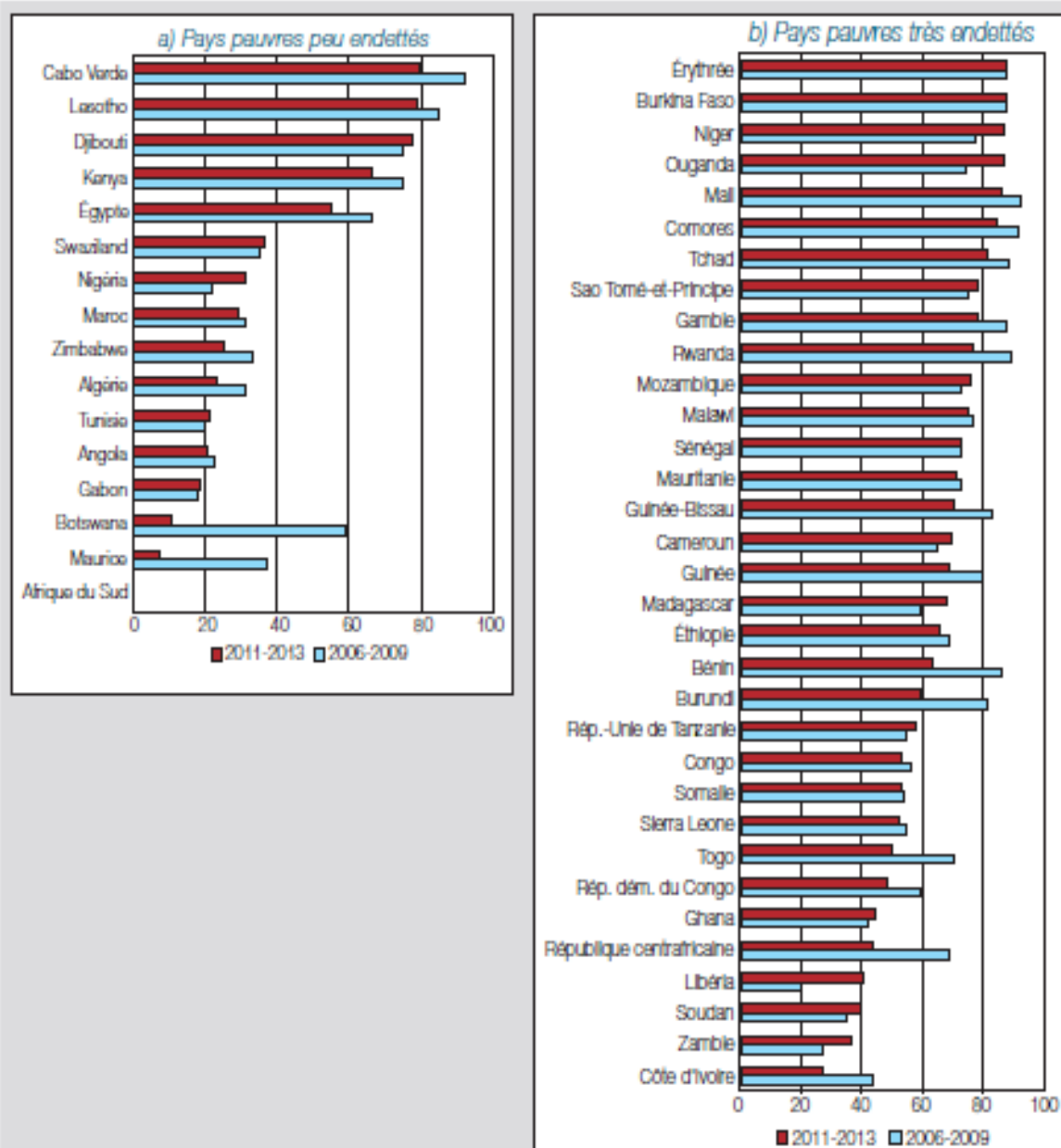
Source : Calculs personnels sur la base des données du World Development Indicators

Tableau 3: De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Framework, April 30, 2014

	Exchange rate anchor			Monetary target	Inflation targeting framework	Other	Years
	US dollar	Euro	Other				
Conventional peg		Cap Vert, UEMOA					2012
Other managed arrangement	Liberia (11/11)			Nigeria			
Floating				The Gambia, Guinea, Sierra Leone	Ghana		
Conventional peg		Cap Vert, UEMOA					2013
Other managed arrangement	Liberia			Nigeria			
Floating				The Gambia, Guinea, Sierra Leone	Ghana		
Conventional peg		Cap Vert, UEMOA					2014
Other managed arrangement	Liberia			The Gambia, Nigeria			
Floating				Guinea, Sierra Leone	Ghana		
Conventional peg		Cap Vert, UEMOA					2015
Other managed arrangement	Liberia			Nigeria			
Floating				The Gambia, Sierra Leone	Ghana		
Stabilized arrangement				Guinea			
Crawl-like arrangement						Guinea	
Conventional peg		Cap Vert, UEMOA					2016
Other managed arrangement	Liberia			The Gambia (02/15)			
Floating				Sierra Leone	Ghana		
Stabilized arrangement				Nigeria (03/15)			
Crawl-like arrangement						Guinea	

Source : FMI

Figure 2. Part de la dette concessionnelle en pourcentage de la dette extérieure totale



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après World Bank, 2016b (consultée en décembre 2015).
 Note : Aucune donnée n'est disponible pour les pays pauvres peu endettés ci-après : Guinée équatoriale, Libye, Namibie, Soudan du Sud et Seychelles.

Tableau 4 : indicateurs boursiers dans quelques pays (2008)

	<i>Nombre de sociétés cotées</i>	<i>Capitalisation boursière (Mds de dollars)</i>	<i>Volume échangé (Mds de dollars)</i>	<i>Turnover (%)</i>	<i>Capitalisation boursière (% du PIB)</i>
Botswana	19	3,6	0,14	3,1	27,4
Côte d'Ivoire	38	7,1	0,32	4,1	30,2
Ghana	35	3,4	0,15	5,2	21,1
Kenya	53	10,9	1,44	11,8	31,6
Malawi	14	1,8	0,06	3,9	41,5
Maurice	41	3,4	0,40	8,9	39,8
Namibie	7	0,6	0,02	2,8	7,2
Nigéria	213	49,8	19,95	29,3	23,5
Afrique du Sud	425	491,3	401,49	60,6	177,5
Swaziland	7	0,2	0,00	0,0	7,8
Tanzanie	7	1,3	0,01	2,1	6,3
Ouganda	6	0,1	0,01	5,2	0,8
Zambie	15	2,3	0,07	4,1	16,4
Zimbabwe	81	5,3	0,81	5,1	n.a.
Total Afrique subsaharienne	961	581,1	424,9	...	89,5
Total Afrique subsaharienne hors Afrique du Sud	536	89,9	23,4	...	24,1
MOYENNES RÉGIONALES					
Afrique subsaharienne	69	41,5	30,3	10,4	33,2
Afrique subsaharienne hors Afrique du Sud	41	6,9	2,3	6,6	21,1
Amérique latine et Caraïbes	91	78,6	75,4	14,1	33,2
Europe et Asie centrale	354	109,0	52,0	34,1	19,6
Asie de l'Est et Pacifique	534	413,0	714,0	50,5	56,7
Asie du Sud	1,249	137,0	223,0	72,6	25,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	166	36,4	19,8	37,6	61,7
Pays de l'OCDE	982	947,0	2,530,0	124,4	48,4
AUTRES MARCHÉS ÉMERGENTS					
Kazakhstan	74	31,1	3,4	11,7	23,5
Pérou	199	55,6	5,1	6,3	43,7
Thaïlande	476	102,6	116,8	78,2	39,4

Source : Revue de PROPARCO n°5 Mars 2010