

F O N D S M O N É T A I R E I N T E R N A T I O N A L

Département Afrique

Gestion des réserves internationales de la CEMAC

Une nouvelle approche à moyen terme

*Mario de Zamaróczy, Vincent
Fleuriet et José Gijón*

Département Afrique

Gestion des réserves internationales de la CEMAC : une nouvelle approche à moyen terme

Mario de Zamaróczy, Vincent Fleuriet et José Gijón

Copyright ©2018 Fonds monétaire international

Données de catalogage avant publication

Joint Bank-Fund Library

Names: Zamaróczy, Mario de. | Fleuriet, Vincent. | Gijón-Spalla, José G. | International Monetary Fund.
Title: Gestion des réserves internationales de la CEMAC : une nouvelle approche.
Other titles: Central African Economic and Monetary Community: a new medium-term approach for international reserve management | International Monetary Fund. African Department (Series).
Description: Washington, DC : International Monetary Fund, [2018] || Includes bibliographical references. | At head of title: The African Department. | Departmental paper series.
Identifiers: ISBN 9781484364475 (paper)
Subjects: LCSH: Foreign exchange reserves—Africa, Central. | Bank reserves—Africa, Central. | Petroleum industry and trade—Africa, Central. | Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale.
Classification: LCC HG3853.4 .C44 2018

Les documents du Département Afrique présentent les travaux de recherche menés par les services du FMI sur des sujets d'intérêt régional ou international. Les opinions exprimées dans ce document n'engagent que leurs auteurs et ne sauraient être attribuées au Fonds monétaire international, à son Conseil d'administration ou à la direction de l'institution.

Les commandes de publication peuvent être passées en ligne, par fax ou par courrier :
International Monetary Fund, Publication Services
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.
Téléphone : (202) 623-7430 Fax : (202) 623-7201
Messagerie électronique : publications@imf.org
www.imfbookstore.org
www.elibrary.imf.org

Table des matières

Remerciements.....	v
Avant-propos	vii
Aperçu	ix
Acronymes	xiii
1. Le pourquoi de ce document	1
2. Contexte économique et institutionnel.....	3
3. Adéquation des réserves internationales de la CEMAC.....	9
4. Réserves internationales et règles budgétaires.....	17
5. Recommandations pour un nouveau cadre de gestion des réserves	21
6. Considérations pour la gestion des réserves.....	29
7. Conclusion.....	33
Annexe 1. Les réserves internationales dans une union monétaire	35
Annexe 2. La CEMAC a-t-elle besoin d'une mise en commun des réserves internationales ?.....	37
Annexe 3. CEMAC : transactions de change et dispositifs de paiement	39
Annexe 4. Obligations de cession dans les unions monétaires.....	41
Annexe 5. Cadre de gestion des réserves internationales de la BEAC	43
Annexe 6. Adéquation des réserves internationales dans les unions monétaires	45
Annexe 7. Réserves internationales et politique budgétaire	47
Graphiques	
1. CEMAC : production pétrolière, 1980–2030.....	5
2. CEMAC: réserves internationales brutes, 2000–16	10
3. CEMAC: réserves des États membres par domiciliation, 2007–16.....	11
4. CEMAC: couverture des importations par les réserves internationales, 2001–21	13
5. CEMAC: réserves optimales recommandées à partir de modèles, 2016.....	15
6. BEAC: dépôts des États et réserves internationales, 2000–16	18
7. CEMAC: orientations budgétaires, 2000–16.....	19
8. CEMAC: prix moyen d'équilibre du baril de pétrole, 2008–16	20

Tableaux

1. CEMAC: taille relative des économies et importance du secteur pétrolier, 2013–16 ...	4
2. CEMAC: part de certains partenaires dans les échanges commerciaux, 1995–2015	6
3. CEMAC: indicateurs d'adéquation des réserves, 2011–16.....	14
4. BEAC: bilan simplifié, 2015–16.....	30
Tableau de l'annexe IV.1. Obligations de rapatriement et de cession dans les unions monétaires.....	42
Tableau de l'annexe VI.1. Principaux repères d'adéquation des réserves.....	46

Bibliographie	53
----------------------------	-----------

Remerciements

Les auteurs tiennent à exprimer leurs sincères remerciements à Mesdames et Messieurs Gulde-Wolf, Jenkinson, Mwase et Stenzel. Ils remercient également Monsieur Mengistu pour son excellent soutien analytique, ainsi que Mesdames Vibar et Delcambre pour leur excellent soutien administratif. Ce document est basé sur une version précédente. Les auteurs remercient sincèrement Mesdames et Messieurs Bissessur, Féler, Fischer, Husain, Koliadina, Koulet-Vickot, O'Sullivan, Razafimahefa, Toujas-Bernaté, Trevino, van Houtte, Versailles, Villafuerte, Wajid, Yontcheva et Youm pour leurs remarques et contributions. Les auteurs sont seuls responsables d'éventuelles erreurs.

Avant-propos

Ce document vise à favoriser les échanges autour des différentes approches possibles en termes de gestion des réserves internationales dans la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC). Sa publication intervient à une période où la CEMAC est confrontée à une crise régionale qui trouve son origine, entre autres, dans la chute des prix internationaux du pétrole au deuxième semestre 2014. Les exportations de pétrole brut constituent la plus importante source de devises étrangères de la CEMAC. Cette baisse des prix a donc eu un effet négatif sur les performances économiques de la CEMAC et sur ses réserves internationales, qui sont regroupées à la banque centrale de la Communauté. La crise en cours a mis en lumière plusieurs faiblesses dans les pratiques de mise en commun des réserves de la CEMAC et dans la gestion des réserves internationales par la banque centrale, qui sont à l'origine de l'élaboration de ce document.

En se projetant au-delà de la crise actuelle, ce document propose une nouvelle approche pour la gestion des réserves internationales à moyen terme. De ce fait, cette approche part du principe que la crise actuelle a été surmontée. Elle présuppose que la CEMAC a stabilisé son économie et s'est attachée à se doter de protections adaptées et durables pour supporter les inéluctables crises futures, forte des enseignements acquis lors de la crise actuelle.

Ce document étant orienté vers le moyen terme, il ne traite ni des politiques destinées à juguler la crise actuelle ni des discussions des pays membres de la CEMAC avec les parties prenantes au sujet des programmes de réformes envisageables avec une éventuelle aide financière extérieure. De même, ce document ne concerne pas les efforts de réforme entrepris par la banque centrale pour renforcer les protections.

Aperçu

L'un des principes fondamentaux de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) réside dans la mise en commun des réserves internationales des pays membres à la banque centrale régionale, la Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC). Toutefois, une portion conséquente, bien que décroissante, des actifs en devises des pays membres n'est pas détenue au sein de la CEMAC. Il a donc été envisagé de réformer le cadre de gestion des réserves internationales de la BEAC en tenant compte de l'évolution des besoins de ses pays membres.

Une réforme du cadre de gestion des réserves internationales s'impose à la suite du choc des prix du pétrole. La chute des prix du pétrole, qui a débuté au deuxième semestre 2014, a considérablement nui aux performances et perspectives économiques de la CEMAC. La forte détérioration des termes de l'échange a sensiblement réduit les afflux de devises étrangères et les recettes budgétaires des cinq pays producteurs de pétrole de la CEMAC. L'affaiblissement de leurs positions extérieures accentue l'impact du non-respect des obligations en matière de mise en commun des réserves et accentue les risques d'instabilité macroéconomique. Ce document propose donc des mesures destinées à réformer et à renforcer le système de gestion des réserves actuel.

Les réserves internationales de la CEMAC ont été multipliées par 18 au cours de la période 2001-13. Cette augmentation a trouvé son origine dans le dynamisme des recettes en devises étrangères, alimenté par l'augmentation de la production de pétrole et le niveau élevé des prix du pétrole. Toutefois, le choc des prix du pétrole a changé fondamentalement les perspectives à moyen terme, ce qui souligne la nécessité pour les pays de la CEMAC de respecter le besoin de mise en commun des réserves de la Communauté. Le respect insuffisant de cette

exigence, le recours intensif aux avances statutaires, ainsi que l'amenuisement des réserves réduisent la faculté de la BEAC à mener les politiques monétaires et de change qui s'imposent et à maintenir l'arrimage du taux de change de la monnaie commune à l'euro.

Ce document recommande à la CEMAC d'établir son taux de couverture des réserves mises en commun à cinq mois d'importations de biens et de services. Les pays membres doivent adapter leurs cadres macroéconomiques afin de soutenir cet objectif. De même, les pays dont la principale source de revenu réside dans les recettes pétrolières doivent s'aménager des marges de manœuvre suffisantes pour juguler la volatilité des prix du pétrole. À cet égard, le document recommande à la CEMAC d'envisager un renforcement de ses règles budgétaires afin de s'assurer que ces marges sont bien mises en place.

Dans ce contexte, ce document propose un nouveau cadre de gestion des réserves reposant sur deux piliers :

- Le premier pilier est fondé sur un fonds commun de réserves étrangères destiné à la gestion du taux de change et à la balance des paiements. Ces réserves doivent suffire à (1) rassurer les marchés quant à la capacité de la BEAC à respecter les obligations extérieures et à défendre la parité et (2) supporter un choc extérieur négatif pendant que des mesures correctives sont mises en place. Afin de s'assurer de la bonne constitution de ce fonds commun, chaque pays membre remettrait ses recettes en devises étrangères à la BEAC, conformément aux règles existantes, jusqu'à ce qu'elle en ait fourni suffisamment pour couvrir durablement cinq mois de ses importations.
- Le second pilier est conçu pour gérer les recettes exceptionnelles, à savoir les recettes en devises étrangères dépassant le seuil de couverture de cinq mois d'importations de la CEMAC. Une fois ce seuil atteint, les pays membres seraient libres de déposer leurs recettes en devises étrangères dans des fonds de stabilisation. Ces derniers pourraient comprendre des actifs d'investissement moins liquides mais offrant des rendements supérieurs. Chaque pays membre disposerait de son propre fonds d'épargne, géré par la BEAC, en fonction de ses objectifs et d'autres considérations envisagées dans ce document.

Il convient de fixer des règles claires concernant la reconstitution des réserves mises en commun. Un mécanisme devra être établi afin d'assurer que les fonds de stabilisation soutiennent les réserves communes de la BEAC dans le premier pilier, si le seuil de couverture des importations ciblé n'est pas atteint. En cas d'insuffisance des réserves, causée par une orientation macroéconomique déficiente dans un ou plusieurs pays membre(s), un processus d'ajustement devra être déclenché.

Une fois les principes généraux du cadre révisé adoptés par les pays membres de la CEMAC, il conviendra de définir des règles et des procédures de mise en

œuvre détaillées. Cette démarche pourrait nécessiter d'apporter des amendements juridiques aux règles et réglementations actuelles de la BEAC, de définir clairement les responsabilités respectives de la BEAC et des pays membres, de concevoir un système de surveillance et de renforcer les dispositifs d'information. En tout cas, la réussite du cadre proposé passera par une amélioration continue des opérations de la BEAC, accompagnée par une plus grande transparence de la part des pays membres, notamment en ce qui concerne les actifs étrangers qu'ils détiennent.

Acronymes

AFR	Département Afrique, FMI
ASA	Allocation stratégique des actifs
BCE	Banque centrale européenne
BCEAO	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCN	Banque centrale nationale
BEAC	Banque des États de l'Afrique centrale
BRI	Banque des règlements internationaux
CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
DTS	Droit de tirage spécial
ECCU	Union monétaire des Caraïbes orientales
FCFA	Franc de la Communauté financière en Afrique
FGIS	Fonds gabonais d'investissement stratégique
FMI	Fonds monétaire international
FRGF	Fonds de réserve pour les générations futures
FNS	Fonds national de stabilisation
HRP	Hypothèse du revenu permanent
PEM	<i>Perspectives économiques mondiales</i>
PIB	Produit intérieur brut
PPTE	Pays pauvre très endetté
RCA	République centrafricaine
UEMOA	Union économique et monétaire ouest-africaine
US\$	Dollar des États-Unis

1 Le pourquoi de ce document

Plusieurs pays de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) ont accumulé d'importants stocks de devises étrangères dans un contexte de prix élevés du pétrole au cours de la période 2001–13. Au titre des dispositions actuelles de la CEMAC, cette épargne doit être déposée auprès de la Banque des Etats de l'Afrique centrale (BEAC) en échange de devises locales. Pourtant, une part conséquente, bien que décroissante, des actifs en devises étrangères des pays membres n'est pas détenue par la BEAC. Cette pratique est contraire à l'obligation pour l'ensemble des résidents de la CEMAC, entités publiques comprises, de rétrocéder leurs actifs en devises étrangères à la BEAC¹. Les pays membres de la CEMAC conservant une partie de leurs actifs en devises étrangères en dehors de la BEAC sont principalement ceux qui bénéficient d'importantes recettes pétrolières à l'exportation.

L'impact du non-respect des dispositions en matière de mise en commun des réserves a été aggravé par la détérioration de la position extérieure de la CEMAC à la suite de la chute des prix du pétrole. Dans ce contexte, il a été envisagé de réformer le cadre de gestion des ressources internationales de la CEMAC en fonction de l'évolution des besoins de ses membres. La BEAC a mis en place un groupe de travail dédié et invité le Fonds monétaire international (FMI) à suggérer des pistes de réforme de ce cadre².

Ce document propose un nouveau cadre et de nouvelles mesures destinés à renforcer le cadre de gestion des réserves de la CEMAC³. La deuxième partie décrit

¹Les devises étrangères rétrocédées à la BEAC sont converties en dépôts en monnaie locale. La BEAC fournit les devises nécessaires aux transactions internationales légales en échange de monnaie locale.

²Ce groupe est appelé le « Comité mixte sur le rapatriement des avoirs en devises des États membres de la CEMAC ».

³Les questions consistant à savoir si (1) la CEMAC constitue une union monétaire optimale, (2) les pays membres de la CEMAC devraient être membres de l'union monétaire, (3) l'arrimage du franc CFA à l'euro est le régime de change le plus approprié pour la CEMAC, (4) le fait d'investir une partie des réserves internationales de la BEAC auprès du Trésor français vaut la peine, n'entrent pas dans le cadre de ce document.

le contexte économique et institutionnel de la CEMAC. La troisième partie évalue l'adéquation des réserves internationales de la CEMAC. La quatrième partie évoque les liens entre les réserves internationales et les règles budgétaires. La cinquième partie propose un nouveau cadre de gestion des réserves. La sixième partie se penche sur les modalités de la mise en œuvre du cadre proposé. La septième partie présente des conclusions.

Principales caractéristiques du secteur extérieur de la CEMAC

Les économies de la CEMAC sont fortement dépendantes du pétrole, qui est leur principale matière première à l'exportation (tableau 1 et graphique 1)¹. En 2013, l'année précédant le début de la chute des prix du pétrole, ce dernier comptait pour 32 % du PIB régional, 84 % des exportations de marchandises et 60 % des recettes budgétaires. La CEMAC présente deux groupes : l'un composé de quatre pays affichant des exportations nettes de pétrole significatives (la Guinée équatoriale, le Congo, le Gabon, le Tchad par ordre décroissant de part des exportations de pétrole dans les exportations régionales) et l'autre composé de deux pays aux exportations de pétrole limitées (le Cameroun) ou nulles (la RCA).

Ces dernières années ont donné lieu à un glissement partiel des activités commerciales de la CEMAC depuis la zone euro vers les marchés émergents (tableau 2). L'Union européenne comptait encore pour 27 % du commerce de la CEMAC en 2015, mais sa part est en déclin constant, tandis que celle des pays asiatiques en développement est passée de 3 % en 1995 à 32 % en 2015. Le commerce intra-régional représentait environ 1¼ % du total des échanges commerciaux de la CEMAC en 2015.

La dette publique extérieure de la CEMAC a augmenté rapidement après un allègement de la dette. Le Cameroun, la RCA et le Congo ont bénéficié d'allègements de la dette substantiels après avoir atteint leurs points d'achèvement dans le cadre de l'initiative PPTE. Le profil d'endettement du Gabon s'est considérablement amélioré à la suite d'une restructuration de la dette en 2007. Le Tchad a également amélioré son profil d'endettement après avoir bénéficié d'un allègement de la dette d'1,1 milliard dollars en avril 2015. Fin 2016, la dette publique

¹La CEMAC est composée du Cameroun, de la République centrafricaine (RCA), du Tchad, de la République du Congo (ci-après « Congo »), de la Guinée équatoriale et du Gabon.

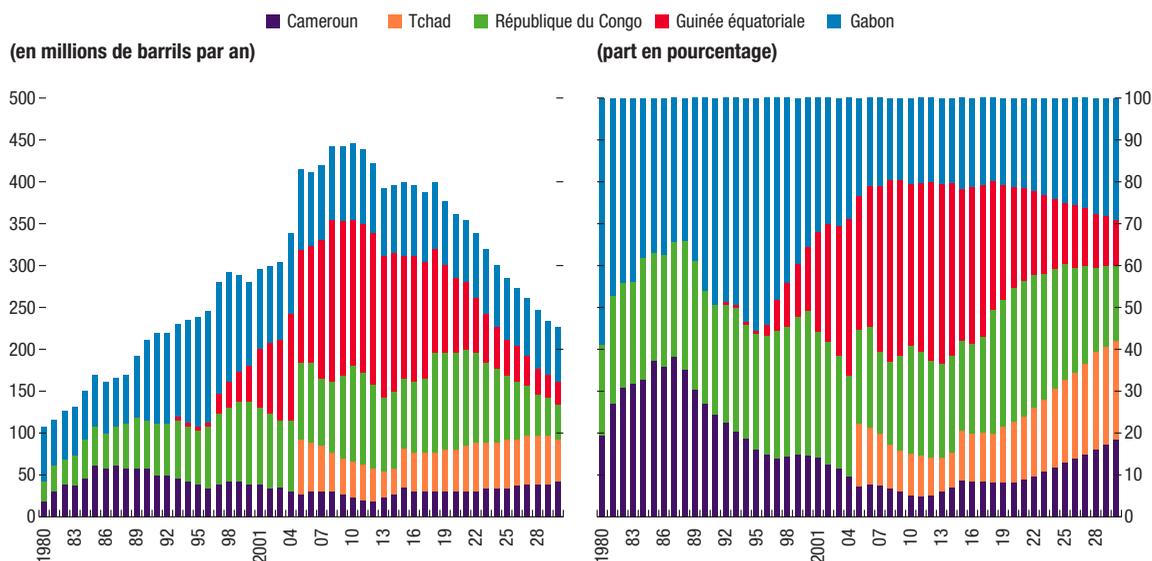
Tableau 1. CEMAC : taille relative des économies et importance du secteur pétrolier 2013-16
(en pourcentage du PIB)

	2013					2016				
	PIB du pays/PIB de la CEMAC	PIB pétrolier du pays/PIB de la CEMAC	PIB pétrolier du pays/PIB du pays	Exportations de pétrole du pays/Exportations de marchandises du pays	Recettes budgétaires du pays/Recettes budgétaires du pays	Balance commerciale extérieure du pays/PIB du pays				
Cameroun	32,6	2,3	7,2	50,9	27,2	-2,8				
Gabon	19,0	7,1	37,6	80,5	51,3	30,0				
Guinée équatoriale	17,2	9,5	55,3	99,4	68,5	19,8				
République centrafricaine	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,6				
République du Congo	14,8	8,6	58,0	86,4	74,1	16,7				
Tchad	14,8	4,0	27,1	82,8	63,4	-10,0				
CEMAC	100,0	31,7	31,7	83,6	60,3	8,9				
Cameroun	39,1	1,6	4,0	28,5	15,0	-2,6				
Gabon	19,0	5,4	28,4	72,4	29,3	0,3				
Guinée équatoriale	15,5	3,6	23,0	87,5	72,9	6,4				
République centrafricaine	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-16,9				
République du Congo	10,6	3,8	36,2	80,1	32,5	-19,5				
Tchad	13,5	2,6	19,2	73,3	24,4	-15,5				
CEMAC	100,0	17,0	17,0	68,6	18,3	-4,5				

Sources : Autorités de la CEMAC et estimations des services du FMI.

Note : CEMAC = Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale.

Graphique 1. CEMAC : production pétrolière, 1980–2030



Sources : Autorités des pays et estimations des services du FMI.

extérieure de la CEMAC représentait 23 % du PIB régional. Toutefois, le Tchad et le Congo sont depuis entrés dans la catégorie des pays surendettés et le Gabon a connu des incidents d'arriérés de paiement extérieurs.

Dispositions institutionnelles de la CEMAC

La CEMAC est l'une des trois unions monétaires du monde à régime de change fixe. Les deux autres sont l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA)², qui appartient également à la zone franc, et l'Union monétaire des Caraïbes orientales (ECCU)³. Une quatrième union monétaire, la zone euro, fonctionne avec un régime de change flexible et émet une devise de réserve⁴. Des discussions sont en cours concernant l'établissement d'autres unions monétaires

²L'UEMOA est composée du Bénin, du Burkina Faso, de la Côte d'Ivoire, de la Guinée-Bissau, du Mali, du Niger, du Sénégal et du Togo.

³L'ECCU est composée d'Antigua-et-Barbuda, de la Dominique, de la Grenade, de Saint-Kitts-et-Nevis, de Sainte-Lucie et de Saint-Vincent-et-les-Grenadines et de deux territoires du Royaume-Uni : Anguilla et Montserrat. Le dollar des Caraïbes orientales est arrimé au dollar américain dans le cadre d'une quasi caisse d'émission monétaire à 2,70 dollars des Caraïbes orientales pour 1 dollar américain. Les statuts de la banque centrale des Caraïbes orientales prévoient qu'elle couvre au moins 60 % de la monnaie au sens large avec ses réserves internationales, même si en pratique cette couverture se révèle beaucoup plus élevée (van Beek et al., 2000).

⁴La politique monétaire dans la zone euro relève de la responsabilité de la Banque centrale européenne (BCE), qui est dirigée par un Conseil des gouverneurs composé des gouverneurs des banques centrales nationales (BCN) et un Directeur.

Tableau 2. CEMAC : part de certains partenaires dans les échanges commerciaux, 1995-2015
(en pourcentage des échanges totaux)

	1995	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Union européenne	49,1	31,5	31,7	26,0	28,1	22,8	20,2	27,2
États-Unis	21,0	26,9	24,9	25,8	17,0	13,3	9,5	8,2
Pays d'Asie en développement	3,3	17,3	18,8	21,2	23,1	28,0	34,9	31,6
dont: Chine	2,1	14,6	13,5	16,9	17,1	21,9	26,6	21,0
dont: Inde	0,2	0,9	2,9	0,9	4,4	4,5	5,7	6,9

Source : Direction des statistiques commerciales du FMI (DOTS).

en Afrique subsaharienne et dans d'autres région du monde, mais elles en sont encore aux stades préliminaires⁵.

La CEMAC a été créée par une convention de coopération monétaire signée entre les pays membres et la France le 22 novembre 1972, qui habilite la BEAC à émettre une monnaie unique (le franc CFA)⁶, à définir la politique monétaire commune et à détenir et gérer les réserves internationales des pays membres⁷. La CEMAC opère sous un régime de change fixe, avec une convertibilité totale et des transferts de capitaux illimités au sein de la zone franc. Arrimé à l'euro, le franc CFA est convertible librement à un taux de change fixe. Toutefois, la parité fixe est ajustable si les conditions économiques l'imposent, après des consultations entre les autorités de la CEMAC et le gouvernement français⁸. Les transactions et paiements courants ne sont généralement soumis à aucune restriction⁹. Les flux de capitaux au sein de la zone franc ne font l'objet d'aucune restriction non plus, si ce n'est de contrôles administratifs. Si les sorties de capitaux ont généralement été limitées, les transactions en dehors de la zone franc sont toutefois soumises à l'accord préalable de la BEAC afin d'empêcher des sorties importantes. La convertibilité s'opère grâce aux tirages sur le compte d'opérations de la BEAC au Trésor français¹⁰.

⁵Parmi les autres groupements régionaux, le Conseil de coopération du Golfe, la Communauté de l'Afrique de l'Est et l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est citent l'adoption d'une monnaie commune comme un objectif à moyen/long terme.

⁶CFA correspond à « Communauté financière africaine ». Le franc CFA (FCFA) est la monnaie unique au sein de la CEMAC. La monnaie équivalente remplit la même fonction au sein de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA).

⁷L'annexe I porte sur le rôle des réserves internationales au sein d'une union monétaire.

⁸La parité en vigueur depuis la dévaluation de 1994 – seul changement de la parité du franc CFA depuis sa création – est de 655,957 francs CFA pour 1 euro. Le contexte institutionnel est décrit dans Gulde et Tsangarides (éditeurs, FMI 2008). L'annexe II s'interroge sur la nécessité pour la CEMAC de disposer de réserves mises en commun en plus de la garantie de la France.

⁹Par exemple, le Gabon impose une taxe sur les transferts d'argent, ce qui constitue une restriction de change (FMI, 2017).

¹⁰Agbor (2012) considère la zone franc comme une caisse d'émission, même s'il reconnaît que le « terme n'est pas adapté car certaines des caractéristiques principales d'une caisse d'émission, en particulier la couverture totale de la monnaie au sens large par les réserves, ne sont pas requises ». Toutefois, la garantie de convertibilité offerte par le Trésor français pourrait être interprétée comme une caractéristique faisant de la zone franc une caisse d'émission de facto. À l'inverse, le rapport annuel du FMI sur les régimes et les restrictions de change définit le régime de change du franc CFA comme un « arrimage traditionnel ».

La convention monétaire et les réglementations en matière de change prévoient également :

- le rapatriement et la rétrocession de l'ensemble des actifs en devises étrangères détenus par toutes les entités résidentes de la CEMAC, y compris les États membres, à la BEAC¹¹,
- la mise en commun de l'ensemble des réserves internationales de la CEMAC à la BEAC¹²,
- l'obligation pour la BEAC de maintenir au moins 50 % de ses réserves internationales sur le compte d'opérations et de s'assurer que ses réserves internationales représentent au moins 20 % de ses exigibilités à vue¹³.

La crédibilité de la convention monétaire doit être étayée par un ensemble de règles et de mesures de protection :

- La réglementation de change prévoit que l'ensemble des recettes d'exportations soient rapatriées et rétrocédées à la BEAC dans les 30 jours suivant leur encaissement.
- Le mécanisme de surveillance multilatérale impose des règles en matière d'endettement et de gestion du budget afin d'assurer la cohérence des politiques de finances publiques des pays membres avec la politique monétaire commune et le régime de change fixe.
- Les statuts de la BEAC prévoient des clauses de sauvegarde conçues pour préserver la stabilité monétaire. En premier lieu, un plafond est prévu pour les financements directs octroyés par la BEAC aux pays membres (ce « plafond statutaire » est fixé à 20 % des recettes budgétaires ordinaires de l'année précédente)¹⁴. En deuxième lieu, chaque pays membre est tenu de veiller à ce que sa position dans le stock de réserves de change reste créditrice¹⁵. En troisième lieu, des mesures d'urgence sont automatiquement déclenchées lorsque

¹¹Dans ce document, le rapatriement désigne le fait de rapporter (« domicilier ») les actifs en devises détenus à l'étranger dans le pays correspondant. La rétrocession désigne le fait de déposer les actifs en devises rapatriés auprès de la banque centrale (directement ou par le biais d'un établissement autorisé) en échange de monnaie locale. La rétrocession et le rapatriement des recettes d'exportations n'étaient pas strictement appliqués dans le passé.

¹²Voir l'annexe III pour plus de détails et l'annexe IV pour une présentation des obligations de rétrocession dans d'autres unions monétaires.

¹³Parmi les exigibilités à vue, figurent les billets et les pièces, les dépôts à vue des banques, des institutions financières ou des trésors publics, ainsi que les dépôts en devises (William et al., 2001).

¹⁴La règle de l'année de référence n'a pas été suivie certaines années. Des avances dépassant le plafond fixé ont été octroyées occasionnellement. En août 2017, la BEAC a décidé de consolider les « avances statutaires » aux gouvernements en prêts à long terme et de cesser d'en octroyer par la suite.

¹⁵Bien que les réserves régionales soient restées positives suite au choc des prix du pétrole, certains pays membres ont commencé à accumuler des soldes négatifs.

le ratio de couverture des réserves de change se situe au-dessous de 20 % des exigibilités à vue de la BEAC durant trois mois consécutifs. Ces mesures comprennent, entre autres, la hausse des taux d'intérêt de la BEAC et l'abaissement des plafonds de refinancement (mesures plus strictes pour les pays ayant une position débitrice dans le stock de réserves).

- La Convention de compte d'opérations permet à la BEAC, en cas d'épuisement des réserves, de « rappeler » tout ou partie des actifs en devises étrangères détenus par les secteurs publics et privés des pays membres, que ce soit dans la région ou à l'extérieur, qui présentent une position débitrice dans le stock de réserves (« clause de ratissage »).

3 Adéquation des réserves internationales de la CEMAC

Évolution des réserves internationales

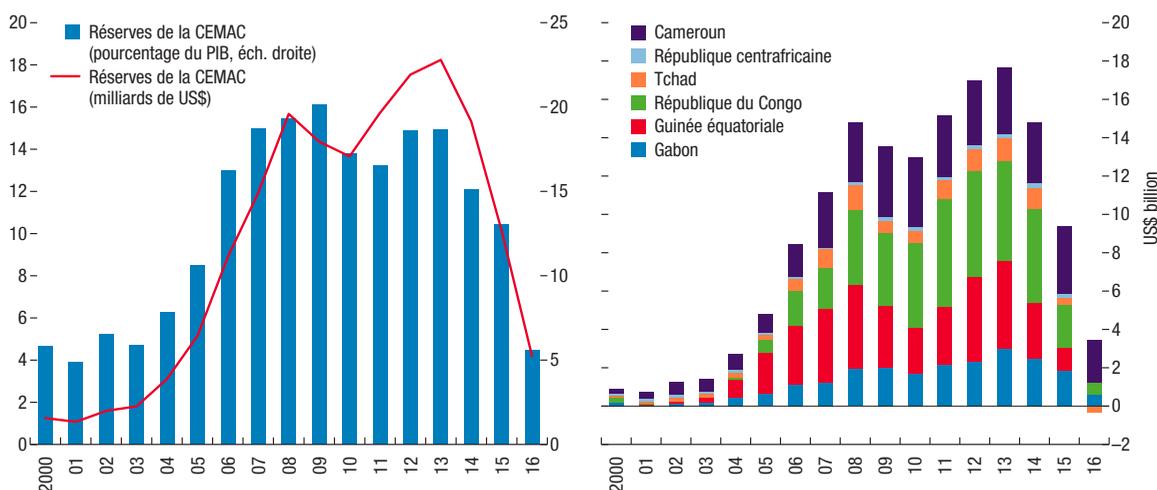
Les réserves internationales brutes de la BEAC ont été multipliées par 18 sur la période 2001-13. Elles sont passées de 1,1 milliard de dollars (5 % de PIB de la CEMAC) en 2001 à 18,2 milliards de dollars (19 % du PIB de la CEMAC) en 2013 (figure 2)¹. Cette évolution reflétait la poussée des exportations de pétrole de la CEMAC, en provenance principalement du Congo et de la Guinée équatoriale, dont les parts dans le total des réserves internationales de la BEAC ont respectivement progressé de 6,4 à 27,4 % et de 6,6 à 23,9 % entre 2001 et 2013. Cette augmentation trouvait principalement son origine dans la hausse des prix du pétrole mais aussi dans l'accroissement de la production de pétrole. Parallèlement, les contributions apportées par le Cameroun et la RCA aux réserves internationales de la BEAC ont chuté respectivement de 30,8 % à 11 % et de 18 % à 1 % entre 2001 et 2013. Entre leur pic en 2013 et la fin de 2016, les réserves de change détenues à la BEAC ont suivi une tendance baissière.

La couverture des importations a reflété l'évolution des réserves. Entre 2000 et fin 2012, la couverture de la CEMAC est passée de l'équivalent de moins d'un mois à près de six mois d'importations futures de biens et de services, les couvertures individuelles des membres allant de 9½ mois pour le Congo à 2¼ mois pour le Tchad.

La chute des prix du pétrole a eu l'effet d'un important choc structurel pour la CEMAC. Les prix du pétrole ont plongé de 52 % entre juin 2014 et décembre 2016. Compte tenu de la baisse marquée des revenus en devises étrangères suite à la chute des prix du pétrole, les réserves officielles sont tombées à 4,2 milliards de dollars fin 2016, soit 1,9 mois de couverture d'importations futures.

¹Avant la dévaluation de 1994, les réserves internationales de la BEAC s'élevaient à environ 100 milliards de francs CFA, soit environ 176 millions de dollars au taux de change de fin décembre 2016 (Avom, 2012b).

Graphique 2. CEMAC : réserves internationales brutes, 2000–16¹



Sources : Base de données du département Afrique du FMI, FMI, Statistiques financières internationales et calculs des services du FMI.

¹Le total des réserves de la CEMAC est plus important que la somme des réserves propres à chaque pays du fait de l'existence de réserves propres à la BEAC.

Avoirs en devises détenus en dehors de la BEAC

Ces dernières années, certains pays membres ont placé une partie des actifs en devises étrangères de la CEMAC à l'étranger. Le non-respect partiel des obligations en matière de mise en commun des réserves a continué, en particulier chez les gros exportateurs de pétrole. Sur la base de méthodes indirectes, on estime que les actifs en devises étrangères détenus à l'étranger représentaient encore jusqu'à 22 % des réserves internationales de la BEAC à fin 2016 (graphique 3), contre 36 % à fin 2009.²

La réticence de certains pays membres à rétrocéder la totalité de leurs actifs en devises étrangères peut-être motivée par différentes considérations :

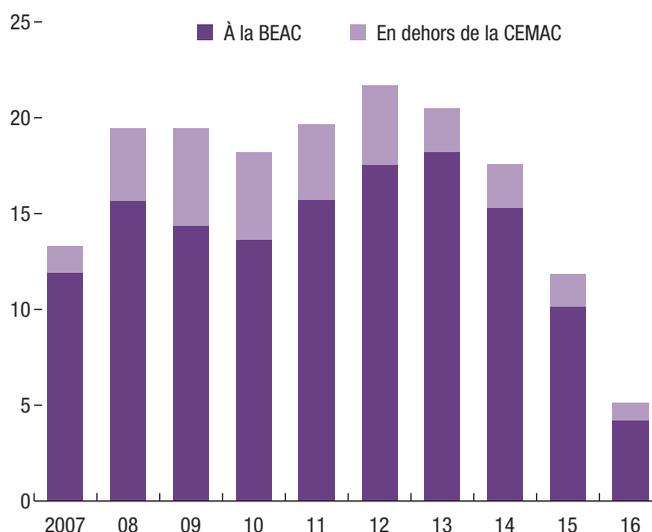
- la nécessité de satisfaire aux obligations de dépôt dans les fonds de contrepartie imposées par certains partenaires pour le développement afin de garantir leur financement,
- le souhait de conserver la pleine propriété et un contrôle total,
- la volonté d'obtenir de meilleurs rendements qu'avec les dépôts à la BEAC,
- les inquiétudes concernant la gouvernance de la BEAC et les pertes qu'elle a essuyées par le passé,
- les inquiétudes concernant une éventuelle dévaluation du franc CFA,
- les inquiétudes autour du problème des « opportunistes »³.

²Dérivé indirectement à partir de données de la Banque des règlements internationaux (BRI) sur les dépôts à l'étranger du secteur non-bancaire de la CEMAC.

³Le problème de l'opportuniste se manifeste lorsqu'un pays membre n'apporte pas sa part convenue au stock de réserves mises en commun. Il est discuté plus loin dans ce document.

Graphique 3. CEMAC : réserves des États membres par domiciliation, 2007–16

(en milliards de dollars)



Sources : FMI, base de données du département Afrique et estimations des services du FMI.

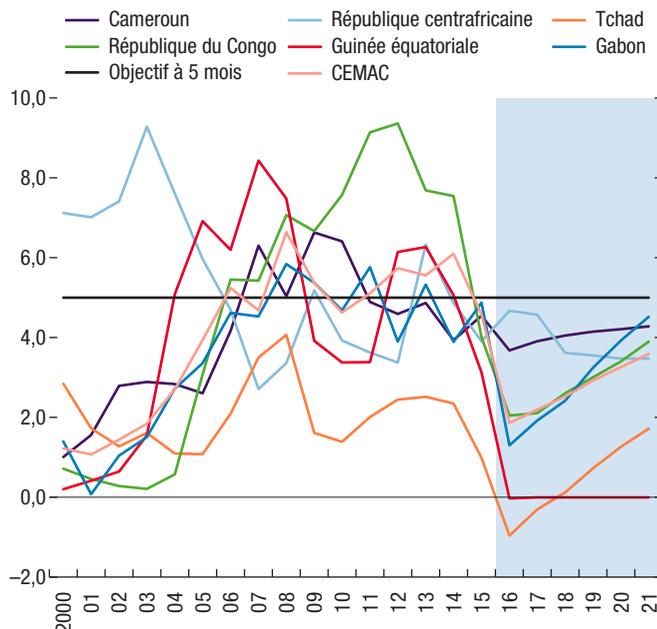
D'un point de vue davantage opérationnel, il semble que le rapatriement incomplet peut trouver son explication dans une gestion imparfaite des opérations en devises étrangères de la BEAC. Certains pays membres conservent des comptes en devises dans des banques étrangères afin de s'assurer une gestion fluide de leurs opérations de change. Ces pratiques ne sont pas conformes à la Convention régissant la CEMAC. La BEAC étudie la possibilité d'ouvrir des comptes en devises auprès de banques centrales et commerciales étrangères afin de faciliter les opérations de change. Si elle se matérialise, cette décision pourrait renforcer le rôle de la BEAC en tant que gardienne des devises étrangères pour les pays membres, accélérer l'exécution des transactions en devises étrangères et, éventuellement, diminuer le coût des opérations. Une telle évolution pourrait faciliter le rapatriement complet des actifs en devises étrangères des pays membres à l'avenir.

Évaluation de l'adéquation des réserves de la CEMAC

Après avoir atteint un plancher, les réserves internationales sont projetées à la hausse à moyen terme, de façon modérée. Comme indiqué plus haut, les réserves internationales de la BEAC sont tombées à 4,2 milliards de dollars fin 2016 (hors actifs non rapatriés), soit 1,9 mois d'importations futures (graphique 4)⁴. Même une rétrocession de l'ensemble des actifs en devises détenus à l'étranger ne se traduirait que par une augmentation limitée des réserves. Les prévisions

⁴Les prévisions sur les prix du pétrole sont basées sur les projections des *Perspectives économiques mondiales* du FMI d'octobre 2017.

Graphique 4. CEMAC : couverture des importations par les réserves internationales, 2000–21
(en mois d'importations de biens et services)



Sources : Base de données de Perspectives économiques mondiales et estimations des services du FMI.

des *Perspectives économiques mondiales* tablent sur un redressement modéré des prix, à 52 dollars le baril en 2021, avec la persistance d'une grande volatilité, bien loin des 132 dollars le baril enregistrés en juillet 2008. En outre, la production de pétrole de la CEMAC devrait baisser de 941 000 barils par jour en 2015 à 901 000 barils en 2021. Sur la base de ces projections et en comptant le soutien financier projeté des institutions financières internationales, les réserves de la CEMAC devraient se redresser pour atteindre 10,5 milliards de dollars (4,4 mois d'importations futures) à la fin de 2021. À l'inverse, si les prix s'orientaient de nouveau à la baisse, la contraction des recettes des exportations de pétrole qui s'ensuivrait pourrait mettre la stabilité extérieure de la CEMAC en péril.

L'identification d'un niveau d'adéquation approprié pour la CEMAC est une tâche complexe compte tenu des caractéristiques uniques de la Communauté. Les économies de la CEMAC sont sensibles aux chocs des termes de l'échange provoqués par les fluctuations des prix internationaux des matières premières. En outre, elles présentent un faible niveau de diversification, en raison de leur dépendance au pétrole, et disposent d'un accès limité aux marchés financiers internationaux. L'arrimage du taux de change de la monnaie commune ajoute à la

complexité de l'évaluation. Compte tenu de ces éléments et au vu de l'important volume d'importations lié aux investissements dans les infrastructures, le ratio réserves/importations est particulièrement pertinent et devrait constituer le principal indicateur d'adéquation des réserves. Le ratio réserves/dette à court terme est également précieux, dans la mesure où il reflète les risques relatifs à la solvabilité et à la liquidité plutôt que les risques liés au refinancement⁵. De la même manière, le ratio réserves/monnaie centrale pourrait être utilisé pour comparer la BEAC aux caisses d'émission traditionnelles, car il est proche du taux de couverture prescrit dans les conventions avec la France (annexes V et VI).

Avec une couverture de 1,9 mois d'importations, les réserves de la BEAC à la fin 2016 se situaient au-dessous des niveaux recommandés. Ces derniers sont généralement plus élevés pour les régimes de change fixe, les exportateurs de matières premières et les pays fragiles que pour les autres pays à faible revenu, ceci afin de refléter leur plus grande vulnérabilité aux chocs exogènes. Sur la base d'une régression en panel de 71 pays à faible revenu, Baker et Nxumalo (2012) estiment que les niveaux de réserves requis devraient se situer autour de six mois d'importations de biens et de services. Selon Deléchat et Martijn (2008), ce niveau de réserves couvrirait un choc de la balance courante équivalent à deux écarts-types pour les pays de la CEMAC. Toutefois, ils concluent qu'une couverture de quatre mois suffirait à la CEMAC, en tenant compte des avantages de la mise en commun⁶ des réserves.

L'adéquation des réserves de la BEAC à la fin 2016 était contrastée par rapport aux indicateurs usuels d'endettement et monétaires⁷. À la fin 2016, le stock de réserves régionales représentait plus de 171 % de la dette à court terme arrivée à échéance en 2016, il équivalait à 23 % de la monnaie au sens large et il couvrait 114 % de la monnaie centrale. Il dépassait donc la couverture qui aurait été requise pour une caisse d'émission (tableau 3). Toutefois, si l'on utilise l'indice composite d'adéquation des réserves élaboré par les services du FMI (FMI 2011(a), FMI 2013), l'indice d'adéquation des réserves de 98 % de la BEAC à la fin 2016 se situait en dessous du niveau considéré comme adéquat, à savoir entre 100% et 150 %.

Les estimations de la couverture des réserves basées sur des modèles indiquent également que le niveau de réserves à la fin de 2016 se situait bien en deçà de la fourchette recommandée. Une approche basée sur les travaux et Dabla-Norris et al. (2011) aboutit à une couverture recommandée comprise entre 5 et 12 mois d'importations en 2016, en fonction de l'écart de taux d'intérêt avec le reste du

⁵La prédominance de la dette extérieure officielle à moyen et long terme, plutôt que de la dette extérieure à court terme, signifie que le risque lié au refinancement est relativement limité pour la CEMAC.

⁶La volatilité des prix du pétrole et les problèmes relatifs à la fiabilité des données pourraient toutefois nécessiter une marge de sécurité supplémentaire.

⁷Les indicateurs de réserve, bien que largement utilisés, ne donnent pas nécessairement une indication fiable de l'adéquation des réserves – ils montrent seulement où se situe un pays/une union par rapport à ses pairs.

Tableau 3. CEMAC : indicateurs d'adéquation des réserves, 2011–16

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Réserves (milliards de US\$)	15,7	17,5	18,2	15,3	10,1	4,2
Mois d'importations	5,1	5,7	5,4	5,7	4,4	1,9
En pourcentage de la dette à court terme	1.786	1.680	854	741	653	171,9
En pourcentage de la monnaie au sens large	85,6	88,7	83,6	65,9	53,1	23,1
Matrice FMI d'adéquation des réserves (milliards de US\$)	6,5	6,4	6,8	7,3	4,8	4,3
En pourcentage de l'indicateur d'adéquation des réserves	242,3	272,1	269,2	210,6	211,5	98,1

Sources : BEAC et estimations des services du FMI,

monde (figure 5). Le coût d'opportunité moyen de la détention de réserves étant estimé à 4,6 % pour la CEMAC, la couverture des réserves devrait se situer entre 6,3 et 7,8 mois d'importations⁸.

Compte tenu de ces éléments, la couverture de cinq mois d'importations par les réserves internationales de la BEAC pourrait être considérée comme un objectif souhaitable (« cible »)⁹. Cette recommandation est cohérente avec l'évaluation réalisée par les services du FMI dans le cadre de la consultation régionale de 2014 avec la CEMAC¹⁰. Dans une note technique préparée en août 2012, le groupe de travail *ad hoc* mentionné plus haut considérait également le seuil de cinq mois comme approprié. Le groupe de travail a évalué l'adéquation des réserves en fonction de la nécessité de couvrir cinq mois d'importations de la CEMAC et le service de la dette extérieure¹¹ au titre de l'année suivante. En 2015, la BEAC considérait qu'une couverture de risque « intermédiaire » devrait prendre la forme d'une couverture de cinq mois d'importations de biens et de services et de 100 % du service de la dette extérieure. Le consensus qui se dessine semble donc pointer vers un niveau de réserves recommandé équivalent à cinq mois d'importations¹².

⁸Cette approche ne tient pas compte des réserves à l'étranger des membres de la CEMAC.

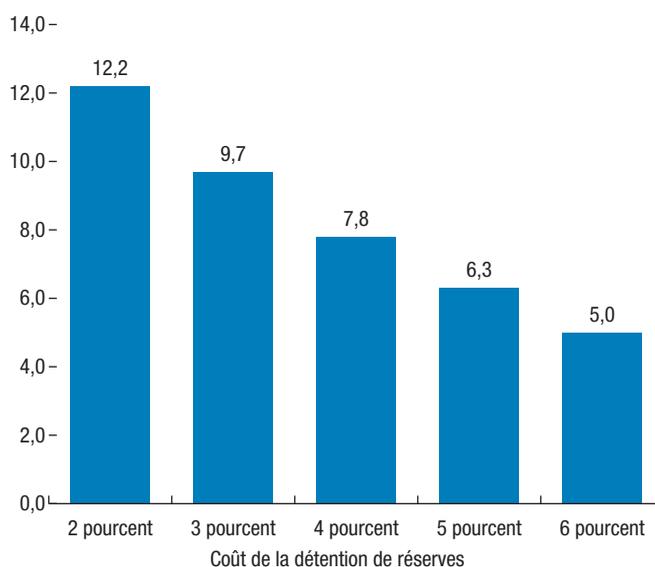
⁹Les importations futures constitueraient un meilleur indicateur d'un point de vue économique car elles captent l'avenir. Cependant, le fait qu'elles ne soient que des prévisions, pas des données statistiques, ne leur permet pas de servir d'objectifs légaux. Il serait intéressant de réfléchir à la manière de transformer les importations futures en objectifs légaux.

¹⁰Une analyse des objectifs de réserves internationales pour les exportateurs de ressources naturelles en Afrique subsaharienne, menée dans le cadre du numéro d'avril 2012 des Perspectives économiques régionales pour l'Afrique subsaharienne du FMI, estimait qu'un niveau de réserves internationales pour la CEMAC, couvrant cinq mois d'importations de biens et de services, serait quelque peu insuffisant. Ces résultats étaient basés sur une méthodologie élaborée par le FMI (2011a) et Dabla-Norris, Kim et Shirono (2011).

¹¹La couverture de cinq mois d'importations correspond à un niveau de référence intermédiaire parmi les trois envisagés par le groupe de travail. Cette référence tient compte de la forte volatilité des actifs en devises étrangères au sein de la CEMAC. Toutefois, le choix du seuil de cinq mois d'importations et de 100 % de dette extérieure implique des critères redondants. En effet, le plus important est de savoir lequel des deux critères est le plus strict (Comité mixte sur le rapatriement des avoirs en devises des États membres de la CEMAC, 2012b).

¹²Il serait intéressant de suivre un concept de réserves nettes, qui ne prendrait en compte ni les prêts du FMI ni les autres prêts à court terme, pour mettre en place des réserves plus stables et plus durables.

Graphique 5. CEMAC : réserves optimales recommandées à partir de modèles, 2016
(en mois d'importations de l'année suivante)



Source : Calculs des services du FMI basés sur Dabla-Norris et al. (2011).

Afin de renforcer l'engagement des pays à constituer un niveau de réserves internationales adéquat, le Comité des ministres des finances de la CEMAC devrait fixer l'objectif de réserves de la BEAC à cinq mois d'importations. Cela mettrait également en perspective la pertinence de la couverture extérieure de la masse monétaire de 20 % établie par la charte de la BEAC (le ratio actifs étrangers moyens/exigibilités à vue moyennes) en tant que mesure du niveau minimum de réserves internationales. Bien que ce ratio constitue une référence contractuelle dans la convention de coopération monétaire avec la France, il pourrait ne pas suffire à préserver l'arrimage du franc CFA à l'euro en toutes circonstances.

Fin 2016, les réserves de la BEAC n'atteignaient pas l'objectif recommandé de cinq mois d'importations. Suite à d'importantes réformes économiques destinées à reconstituer le niveau de réserves internationales et grâce au soutien financier du FMI, la chute récente de la baisse des réserves internationales devrait s'inverser. Toutefois, les dernières projections ne prévoient pas de retour à l'objectif de cinq mois à moyen terme. Même avec un éventuel rapatriement des actifs en devises détenus à l'étranger, les réserves se situeraient en dessous de cet objectif. Sur cette base, il semble donc pertinent de se concentrer sur la façon d'atteindre cet objectif de façon durable à moyen terme.

Réserves internationales et règles budgétaires

L'analyse qui précède sur les réserves obligatoires (c'est-à-dire « ciblées ») porte sur la stabilisation budgétaire. D'éventuelles réserves excédentaires pourraient abonder des fonds propres intergénérationnels à plus long terme.

Marges de manœuvre budgétaires au sein de la CEMAC

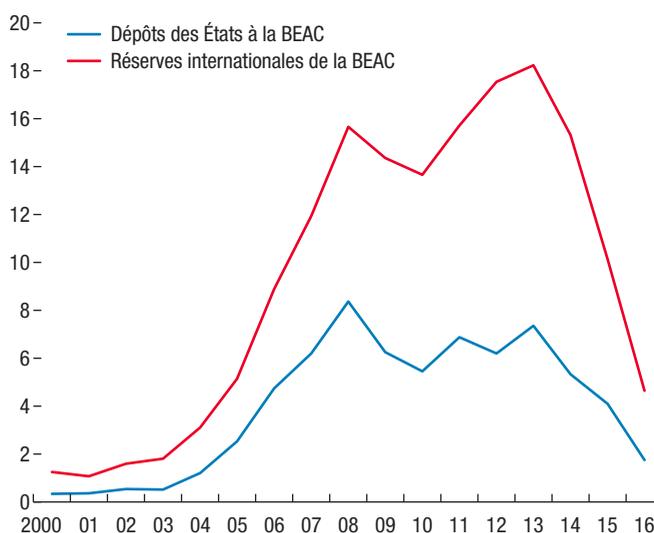
Dans les années 2000, la CEMAC a généré d'importants excédents budgétaires consolidés. Les excédents budgétaires annuels consolidés de la CEMAC se sont établis en moyenne à 2,5% du PIB régional sur la période 2000-13, principalement grâce au Congo et au Gabon, ce qui a permis à la fois une augmentation de l'épargne publique, notamment sous la forme de dépôts des États auprès de la BEAC, et une réduction des ratios d'endettement public. Comme on l'a dit plus haut, les réserves internationales de la BEAC ont nettement progressé au cours de cette période mais ont baissé depuis (graphique 6).

Ces dernières années, les pays membres ont adopté différentes orientations budgétaires. La hausse des prix du pétrole a permis à la plupart des pays d'améliorer leur situation budgétaire sur la période 2005-09. Depuis lors toutefois, la plupart des pays membres ont lancé d'ambitieux programmes d'infrastructure dont le coût, accentué par la contraction des recettes budgétaires suite à l'effondrement des prix du pétrole, s'est traduit par une érosion sensible des marges budgétaires (graphique 7).

Depuis 2012, les prix du pétrole n'ont pas atteint le niveau requis pour équilibrer les budgets des plus grands producteurs de pétrole de la CEMAC. Le graphique 8 présente l'évolution du prix moyen du baril de pétrole (le prix « d'équilibre ») requis pour équilibrer le budget agrégé des quatre plus gros exportateurs de pétrole de la CEMAC (le Tchad, le Congo, la Guinée équatoriale et le Gabon)¹.

¹Le Cameroun n'est pas inclus car la part relativement réduite de ses recettes pétrolières dans le total des recettes budgétaires donnerait lieu à un prix d'équilibre anormalement élevé.

Graphique 6. BEAC : dépôts des États et réserves internationales, 2000–16
(en milliards de dollars)



Sources : FMI, Statistiques financières internationales et estimations des services du FMI.

Le prix d'équilibre est passé de 52 dollars le baril en 2008 à 123 dollars le baril en 2013 – en raison d'un affaiblissement de la situation budgétaire régionale – avant de baisser à 93 dollars le baril en 2016, en raison de l'assainissement partiel des finances publiques après le choc des prix des produits pétroliers.

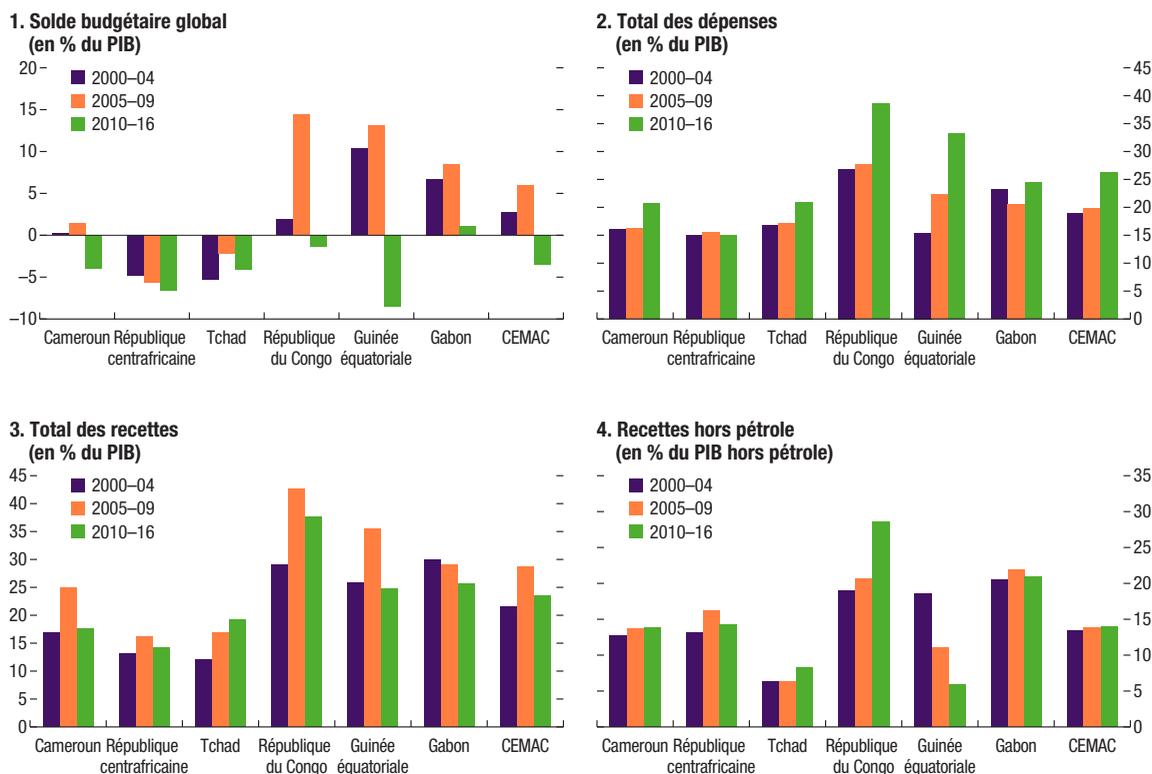
Ancrage budgétaire des réserves

Les pays de la CEMAC sont soumis à des critères de convergence budgétaire dans le cadre de la surveillance régionale. Depuis janvier 2017, un premier critère interdit que le déficit budgétaire ajusté ne descende en dessous de -1,5% du PIB et un second critère requiert que le stock du total de la dette publique (intérieure et extérieure) soit inférieur à 70 % du PIB². En outre, il existe un critère supplémentaire relatif au solde primaire hors pétrole³. Bien que ces indicateurs

²La nouvelle règle budgétaire exige que la différence entre le solde budgétaire global et une nouvelle règle d'épargne sur les produits de base (par exemple, le pétrole) soit égale ou supérieure à -1,5 % du PIB. La règle d'épargne est définie comme 20 % des recettes pétrolières de l'année en cours ajustée de la variation moyenne des recettes pétrolières pendant les trois dernières années, avec un coefficient de 80 %. Pour de plus amples détails, voir la directive N.02/16-UEAC-093-CM-30, en date du 3 février 2016. Voir également les rapports du FMI sur les consultations régionales de la CEMAC 13/322 de 2013 et 14/305 de 2014, respectivement.

³Le solde primaire hors pétrole est la différence entre les recettes non pétrolières et le total des dépenses, les paiements d'intérêts sur la dette extérieure et intérieure étant exclus.

Graphique 7. CEMAC : orientations budgétaires, 2000–16



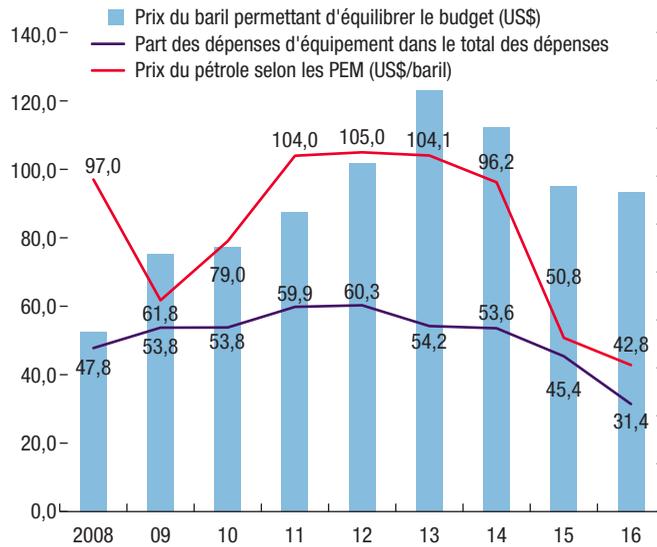
Sources : Base de données du département Afrique et estimations des services du FMI.

présentent des limites, la nouvelle règle du solde budgétaire permet un meilleur ancrage pour évaluer l'orientation budgétaire que la précédente qui reposait sur le solde budgétaire de base⁴.

L'importance de la constitution de réserves adéquates signifie que des règles budgétaires appropriées doivent être mises en place. L'Annexe VII aborde les règles budgétaires possibles pour la CEMAC. La raison d'être des règles budgétaires est d'assurer la stabilité budgétaire et la viabilité de la dette, en tenant compte de la nature épuisable des ressources, de la volatilité des recettes, du lissage de la consommation, de l'augmentation des investissements publics et de l'équité intergénérationnelle. De ce fait, il est nécessaire d'ajuster les orientations budgétaires dans les pays membres afin d'assurer la constitution de marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la parité et, *in fine*, créer de la richesse à long terme.

⁴On entend par solde budgétaire de base le solde budgétaire global, à l'exclusion des dons et des investissements financés sur ressources extérieures.

Graphique 8. CEMAC : prix moyen d'équilibre du baril de pétrole, 2008–16¹



¹À l'exclusion du Cameroun et de la République centrafricaine.
Sources : *Perspectives économiques mondiales* (PEM) et estimations des services du FMI.

Recommandations pour un nouveau cadre de gestion des réserves

Vulnérabilité du *statu quo*

Les pratiques actuelles de mise en commun des réserves des États membres sont une source potentielle d'instabilité macroéconomique. Comme nous l'avons déjà mentionné, plusieurs États membres ne respectent pas pleinement l'obligation de cession. Cette pratique, à la rigueur soutenable lorsque le prix du pétrole était supérieur à 100 dollars le baril et que le budget consolidé de la CEMAC était proche de l'équilibre, est devenue un risque majeur depuis l'effondrement du prix du pétrole. Les marges de manœuvre budgétaire étant désormais limitées, les réserves de la BEAC ne sont plus considérées comme adéquates dans les projections actuelles. Elles sont inférieures au niveau requis pour défendre la parité de façon crédible dans des conditions défavorables. Le choc du prix du pétrole souligne l'absolue nécessité pour les pays membres de la CEMAC de respecter pleinement l'obligation de mise en commun des réserves.

L'absence d'action et l'égaré de la politique budgétaire entraînent des risques et peuvent se révéler coûteux. Bien que les États membres soient disposés à agir de manière concertée en cas de crise en offrant à la BEAC des avoirs en devises supplémentaires, il n'est pas certain que cette démarche *ad hoc* débouche sur une solution mutuellement acceptable dans des délais suffisamment rapides. Même s'il existe une « clause de ratissage » permettant à la BEAC de mobiliser des réserves supplémentaires en cas de nécessité, celle-ci n'a jamais été testée et il n'est pas sûr que la BEAC puisse la faire appliquer.

Gestion des actifs souverains dans les pays riches en ressources naturelles

Les pays riches en ressources naturelles, qui peuvent accumuler des réserves excédentaires au-delà des objectifs de précaution, doivent arbitrer entre leur stratégie d'épargne à court terme et leur stratégie d'investissement à long terme (voir FMI

2014b). Lorsque les pays accumulent des réserves au-delà de celles qui sont nécessaires aux fins de la politique monétaire et de change, une stratégie d'investissement, qui dope les rendements des avoirs extérieurs tout en maintenant un profil de risque prudent, peut être appropriée. Cette démarche est courante lorsque différents types de fonds d'épargne sont utilisés comme instruments d'investissement. Parallèlement, les stratégies d'investissement doivent être appuyées par une structure de gouvernance appropriée. Ceci est essentiel pour définir la tolérance au risque et pour suivre et communiquer correctement les risques et rendements. Un cadre institutionnel adéquat doit également être en place pour permettre une mise en œuvre cohérente des stratégies d'investissement dans le temps. Il convient de tenir compte d'un certain nombre de questions fondamentales lorsque que l'on formule le cadre d'investissement, notamment (1) une évaluation des réserves obligatoires par rapport aux réserves excédentaires, (2) une stratégie claire concernant la tolérance au risque et l'investissement et (3) un dispositif institutionnel approprié pour appuyer la mise en œuvre de la stratégie d'investissement. La conception d'un mécanisme destiné à assurer rapidement la reconstitution, en cas de besoin, des réserves obligatoires à partir des réserves excédentaires détenues dans les fonds d'investissement constitue un préalable important.

NOUVEAU CADRE D'ÉPARGNE POUR LA CEMAC

Principes d'un nouveau cadre d'épargne de la CEMAC

Un cadre régional d'épargne budgétaire qui fonctionne bien exige une solide coordination budgétaire de même que la mise en œuvre effective du cadre régional de convergence. Les politiques budgétaires de nombre de pays de la CEMAC ont en général été procycliques car la région a encaissé de fortes recettes pétrolières et l'allégement de la dette a créé un espace budgétaire pour financer les infrastructures (voir Mpatswe, Tapsoba et York, 2012). Depuis la mi-2014, la situation budgétaire s'est néanmoins détériorée, justifiant un renforcement de la coordination budgétaire pour assurer la stabilité extérieure de la CEMAC.

Un nouveau cadre d'épargne doit satisfaire à plusieurs principes qui s'appliquent à la communauté dans son ensemble :

- *Solidarité* — l'objectif commun de stabilité extérieure est appuyé par les pays membres pour le bien de la Communauté dans son ensemble. Cela signifie que les membres de la CEMAC conviennent d'agir de concert et de se soutenir les uns les autres dans cette entreprise commune.
- *Souveraineté* — les décisions relatives à l'extraction et à la vente des ressources naturelles sont du ressort des États membres. La gestion des recettes d'exportation ne doit pas être entravée par des règles de la CEMAC au-delà de celles qui sont nécessaires pour la mise en œuvre des règles qui portent sur les réserves pour l'ensemble de la CEMAC.

- *Équité* — les efforts demandés aux États membres doivent être proportionnels à leurs capacités. Le constat de non-respect par un pays membre des règles de la CEMAC doit reposer sur des critères objectifs. Les actions correctives doivent être débattues et convenues par les pairs.
- *Simplicité* — les règles régionales de gestion de l'épargne doivent être simples, transparentes et faciles à appliquer.
- *Clarté de l'objectif* — un objectif stratégique unique doit être assigné à chaque instrument d'épargne.
- *État de droit* — les États membres doivent faire de leur mieux pour respecter toutes les règles d'épargne régionales et, en cas de non-respect de ces règles, prendre des mesures pour remédier à la situation le plus rapidement possible. Ces règles doivent être appuyées par des contrôles effectifs et des sanctions éventuelles doivent être envisagées dans le cas d'un non-respect persistant.
- *Transparence* — l'extraction des ressources naturelles et l'accumulation des bénéfices qui en découlent doivent être comptabilisées de manière exhaustive et transparente et rapidement communiquées à la BEAC et aux autres États membres¹.
- *Pragmatisme* — la réforme du cadre régional d'épargne est une entreprise majeure. Le nouveau cadre exigera des réévaluations régulières à mesure de sa mise en œuvre. Il est crucial, pour s'adapter aux circonstances et règles nouvelles, que le processus soit pragmatique.

Le cadre doit représenter avec équité la contribution de chaque pays membre aux réserves mises en commun. Il doit reposer sur deux principes : (1) la nécessité, pour chaque État membre, d'apporter sa juste part aux réserves communes régionales et (2) l'obligation pour les autres États membres de contribuer si un pays membre n'apporte pas la contribution requise (principe de solidarité). Si un pays membre ne peut apporter sa pleine contribution aux réserves mises en commun, il convient de mettre au point des mécanismes permettant de comptabiliser le passif de cet État membre. Ce passif doit figurer au bilan de la BEAC comme une dette due à la banque centrale.

Structure d'un nouveau cadre d'épargne de la CEMAC

Une mise en commun des réserves ne saurait suffire à elle seule pour répondre aux besoins variables d'auto-assurance, aux expositions aux risques et aux programmes de développement des États membres. Pour répondre à ces contraintes, un cadre

¹Cela est cohérent avec le fait que plusieurs pays membres ont adhéré à l'Initiative sur la transparence des industries extractives.

qui fait la distinction entre la gestion des réserves internationales mises en commun et celle des réserves excédentaires est préférable. Le cadre proposé inclut donc deux « niveaux » caractérisés par : (1) des objectifs clairs de politique macroéconomique, (2) des dispositifs cohérents de gouvernance et (3) des règles d'investissement qui leur sont associées². Le premier niveau inclut un fonds commun de réserves internationales consacrées à la défense de la parité et aux objectifs régionaux de politique monétaire. Le second niveau gère les réserves excédentaires à l'aide des fonds nationaux de stabilisation (FNS) créés pour atténuer les chocs spécifiques aux pays ; il préserve également la capacité de chaque pays à contribuer à la réserve commune et, finalement, à défendre la parité. Le nouveau cadre exigerait toujours la cession complète des avoirs extérieurs, mais permettrait aux États membres d'utiliser sans entrave les fonds déposés dans les FNS³.

Niveau I — Réserves internationales mises en commun

Le fonds des réserves mises en commun non grevées dans le premier niveau reconnaît le rôle majeur de la monnaie commune et sa parité fixe avec l'euro. La méthode de mobilisation du premier niveau, les engagements spécifiques aux pays étant adaptés aux besoins de chaque pays membre, établit un équilibre raisonnable entre l'engagement mutuel des États membres (application du principe de solidarité) et la conduite d'une politique monétaire commune (qui concrétise le principe de stabilité).

Dans le cadre du premier niveau, chaque État membre cède le produit de ses exportations à la BEAC jusqu'à ce qu'il ait atteint une couverture de cinq mois d'importations sur une base continue. Cela offre à la BEAC une couverture de cinq mois d'importations pour la Communauté dans son ensemble. Les caractéristiques du premier niveau sont essentiellement les mêmes que celles des réserves mises en commun dans les dispositifs existants, à savoir :

- *But* — constituer des réserves mises en commun destinées à appuyer la parité commune et la stabilité extérieure.
- *Propriété* — la BEAC est propriétaire des réserves internationales mises en commun.
- *Gestion* — les réserves mises en commun sont investies par la BEAC conformément aux pratiques en cours, une moitié étant déposée dans le compte d'opérations auprès du Trésor français et l'autre moitié gérée avec pour objectifs la préservation des fonds propres et le maintien d'une liquidité appropriée, tout en minimisant les risques.

²Le cadre proposé peut nécessiter la modification de certaines parties du Traité de la CEMAC et de l'accord de coopération monétaire avec la France.

³Le nouveau cadre repose sur le cadre existant (« niveau I ») auquel on ajoute un nouveau composant (« niveau II »).

Niveau II — Fonds nationaux de stabilisation

Les États membres conserveraient le contrôle direct des avoirs extérieurs excédentaires par rapport à leurs objectifs de réserves—les réserves excédentaires seraient placées dans leurs FNS à la BEAC⁴. Ces fonds pourraient refléter les besoins de liquidité, les horizons d'investissement, les objectifs de rendement et les profils de risque propres à chaque État membre. Cette démarche reconnaît également les différentes dotations en richesses des pays membres (application du principe d'équité).

Les caractéristiques opérationnelles des FNS sont les suivantes :

- *But* — Les FNS ont un double objectif : (1) constituer un tampon de sécurité dans le cas de chocs spécifiques à un pays et (2) jouer le rôle d'une assurance supplémentaire contre des risques extrêmes pour l'ensemble de la communauté. La taille de chaque fonds est adaptée au degré des risques spécifiques au pays (par exemple, la dépendance pétrolière) et le fonds offre donc à chaque pays une « auto-assurance ». Le niveau des FNS est suivi dans le cadre régional de surveillance. Les contributions aux FNS proviennent du produit excédentaire des exportations dans les années prospères. Les décaissements des FNS dans les années difficiles sont guidés par une règle convenue. Les règles de fonctionnement adoptées pour les FNS doivent être cohérentes avec la règle budgétaire de chaque pays membre qui elle-même doit respecter le cadre de convergence budgétaire et extérieure et la stabilité de la CEMAC⁵.
- *Propriété* — Les FNS appartiennent aux pays respectifs.
- *Gestion* — Les FNS sont gérés par la BEAC pour faciliter le suivi dans les pays et bénéficier des économies d'échelle, mais la BEAC agit strictement en tant qu'agent fiduciaire sans revendication de propriété⁶. C'est pourquoi les dispositifs de gouvernance doivent faire la distinction entre les deux rôles de la BEAC : le rôle de gestionnaire des investissements et celui d'agent fiduciaire. Pour éviter les conflits d'intérêt et les pressions politiques, les FNS ne peuvent être investis dans des actifs situés dans la CEMAC ou émis par ses agents. La stratégie d'investissement des FNS (classes d'actifs, échéances) est similaire à

⁴La création de FNS peut constituer un objectif à moyen terme pour les membres de la CEMAC, une fois que les prix du pétrole auront rebondi et que les orientations budgétaires seront soutenables. Une solution efficace en termes de coût, autre que les FNS, pourrait être la création d'un fonds de stabilisation pour toute la CEMAC avec des sous-fonds spécifiques aux pays et assortis de protection. Cela économiserait des coûts de gestion et surmonterait les contraintes de capacité de gestion au niveau des pays. Le recours à la BEAC pour la gestion opérationnelle d'un fonds de stabilisation régional pourrait être envisagé en raison de l'expérience de la banque centrale dans la gestion des réserves officielles et de ses systèmes existants d'audit interne et externe, de communication des informations et de gestion des risques.

⁵Nous n'abordons pas ici la question de savoir si les FNS doivent être tenus en monnaie locale ou étrangère, mais les FNS libellés en devises devraient être attractifs pour certains États membres.

⁶Une exception à cette règle, telle que la « clause de ratisage » existante, s'appliquerait en cas d'urgence lorsque la BEAC serait temporairement autorisée à utiliser ces fonds pour des besoins relatifs aux réserves ou à la gestion monétaire.

celle de la stratégie de gestion des réserves internationales, mais elle est conçue selon l'orientation des États membres respectifs, avec un éventuel niveau de risque plus élevé pour un niveau de rendement supérieur.

Mise en application

La mise en application doit reposer sur un constat de non-respect de l'obligation de cession, qui doit être fondé sur des indicateurs objectifs, facilement suivis de manière continue. Il convient de dresser une liste d'indicateurs et de sources correspondantes. La direction de la BEAC devrait disposer d'un droit *ex officio* de lancer une procédure de non-respect. Pour qu'il soit légitime, un constat de non-respect doit résulter d'une décision émanant de la majorité des États membres (selon des modalités qui restent à définir).

Les mesures correctives doivent être proportionnelles à l'ampleur de l'impact du non-respect et prendre en compte le degré de responsabilité de l'État membre. Si un épisode de non-respect n'a pas d'effets sur la stabilité globale de la Communauté et est largement involontaire (par exemple, un choc majeur ou un ralentissement économique, globalement au-delà du contrôle à court terme des autorités), l'action corrective doit être limitée en conséquence. Si toutefois le non-respect compromet la stabilité extérieure de la Communauté et est, au moins partiellement, une question de discrétion politique (par exemple, des dépenses inconsidérées), des mesures plus restrictives peuvent alors être envisagées, telles que l'application de la clause de ratissage au FNS du pays responsable.

Le cadre proposé requiert des statistiques adéquates. Un système de communication ponctuel, adéquat et standardisé des informations relatives aux exportations, aux importations et aux avoirs extérieurs est essentiel pour une mise en œuvre rigoureuse du cadre.

Résoudre la question de l'opportunisme

Un pays membre peut être « opportuniste » s'il tire parti des avantages de la Communauté sans apporter une contribution proportionnelle à ses coûts. Dans l'idéal, chaque pays membre contribue sa part équitable aux réserves communes⁷. Mais que se passe-t-il si un pays tombe en dessous de son objectif⁸ ? La

⁷Le fait que chaque pays contribue l'équivalent de cinq mois de ses importations assure, ipso facto, le respect de l'objectif de cinq mois pour l'union. Toutefois, d'autres objectifs spécifiques à chaque pays pourraient être examinés, sous réserve que l'objectif de cinq mois pour l'union soit maintenu.

⁸En raison de la politique monétaire et de change communes, les politiques budgétaire et structurelle constituent l'instrument principal au niveau national pour amortir les chocs et promouvoir l'activité économique. Les autorités nationales peuvent être incitées à adopter un comportement opportuniste dans ce contexte car le coût d'une politique budgétaire expansionniste en termes de perte de compétitivité et de réduction des réserves internationales est supporté par la Communauté dans son ensemble. Cela est particulièrement vrai pour les pays membres plus petits car l'impact de leurs politiques insoutenables sur le « bien commun » de la Communauté est relativement faible.

réponse à cette question dépend de la cause de l'opportunisme : elle peut être temporaire ou prolongée, volontaire (par exemple, une politique budgétaire non soutenable) ou involontaire (choc extérieur). Dans tous les cas, la question doit être traitée afin d'éviter un abus du principe de solidarité.

Pour remédier à l'opportunisme, des règles contraignantes sur le partage du fardeau sont nécessaires. Lorsque la position extérieure d'un pays membre devient insoutenable, il convient de prendre des mesures afin que le pays en difficulté respecte à nouveau la norme de contribution commune. Pour atténuer le risque d'opportunisme, le principe de solidarité ne peut être invoqué que pendant une période limitée (par exemple, pendant une « période de grâce » à préciser) et pour des montants limités (par exemple, à concurrence de « n » mois d'importations). La période de grâce est nécessaire pour que le pays membre en infraction soit en mesure de mobiliser les moyens financiers nécessaires pour régler ses obligations de manière ordonnée (par exemple, par le biais de la liquidation d'une partie de son FNS). Si la défaillance d'un pays membre dépasse la période de grâce ou l'équivalent autorisé de mois d'importations (« n »), le membre en infraction devra prendre des mesures correctives pour assurer le rétablissement de sa juste contribution aux réserves communes. Pour garantir que les politiques d'ajustement envisagées sont appropriées, les règles pourraient prévoir que les politiques soient menées dans le cadre d'un processus de surveillance multilatérale, revu par les pairs. Un gradualisme dans le temps pourrait être ajouté à ce cadre pour permettre aux différents mécanismes de fonctionner sans heurts et au membre en infraction de s'adapter aux contraintes.

Il convient de mettre au point un mécanisme permettant de reconstituer les réserves internationales de la BEAC au cas où elles tomberaient en dessous du niveau requis. La stabilité financière de la CEMAC requiert que celle-ci dispose toujours de réserves internationales adéquates, ce qui signifie que la BEAC doit être en mesure de faire appel à d'autres pays membres pour contribuer pour le compte du membre défaillant (principe de solidarité). Un accord doit exister entre les États membres et la BEAC sur le processus de rétablissement du niveau requis de réserves internationales dans de tels cas. En particulier, il serait souhaitable de mettre au point un mécanisme permettant à la BEAC de « rappeler » tout ou partie des actifs liquides détenus dans les FNS des pays membres, le cas échéant, pour ramener les réserves obligatoires à leur niveau ciblé⁹. Il conviendra d'observer un certain gradualisme pour réduire le risque de pertes substantielles en capital en raison de retraits soudains et imprévus.

⁹Les remboursements aux pays membres qui sont intervenus dans le cadre du principe de solidarité pourraient être complétés par des paiements d'intérêts sur les montants qu'ils ont avancés.

Considérations pour la gestion des réserves

Des ressources stables sont nécessaires pour soutenir un niveau adéquat de réserves internationales mises en commun. La stabilité des réserves ne peut être obtenue que si les fonds propres et les passifs stables de la BEAC sont équivalents au niveau ciblé de réserves internationales. Dans le bilan de la BEAC, les fonds propres/fonds de dotation, le résultat, les réserves et les billets et pièces en circulation et les allocations de DTS peuvent être considérés comme des ressources stables à cette fin. Dans une certaine mesure, les réserves obligatoires peuvent aussi être considérées comme des ressources stables, sous réserve que le niveau des dépôts de l'ensemble de la région soit stable. Comme cela n'a pas été le cas récemment, comme l'illustre le bilan simplifié qui suit (tableau 4) où l'on peut observer la baisse des réserves obligatoires entre 2015 et 2016, il serait prudent d'exclure une part importante de ces réserves des ressources stables potentielles. Fin décembre 2015, ces montants comptabilisés représentaient 81 % du total des réserves de la BEAC et elles étaient nettement supérieures au total des réserves à fin décembre 2016.

Disposer de ressources stables en soutien aux réserves mises en commun est une condition nécessaire, mais pas suffisante, pour obtenir un niveau adéquat de réserves internationales. Une politique monétaire appropriée est également requise pour éviter de créer trop de liquidité ce qui pourrait se traduire par une progression de la demande de devises. Plus précisément, les dépôts des États et des banques, qui s'élevaient à 2.019 milliards de FCFA à fin décembre 2016, étaient des liquidités que leurs détenteurs respectifs pouvaient utiliser—et ont utilisé—pour acheter des devises, tirant ainsi sur les réserves internationales¹. Pour minimiser ce risque, la BEAC devrait émettre des instruments de stérilisation en

¹Lorsque la BEAC injecte des liquidités dans les pays de la CEMAC (en prêtant directement aux États ou aux banques), les bénéficiaires peuvent utiliser ces liquidités pour acheter des devises auprès de la BEAC. Courant 2016, les dépôts des États avaient baissé de façon significative, toutefois sans être épuisés, comme le montre le bilan de la BEAC au tableau 4.

Tableau 4. BEAC : bilan simplifié, 2015–16

(en milliards de francs CFA)

Actifs	2015	2016	Passifs	2015	2016
Totaux	9.388	6.959		9.388	6.959
Réserves internationales	5.900	2.610	Billets et pièces en circulation	3.008	2.880
FMI	309	380	Dépôts des États	1.921	923
Refinancement bancaire	312	695	Dépôts bancaires	1.613	1.096
Prêts aux États	2.214	2.446	Réserves obligatoires des banques	1.071	448
Immobilisations	283	434	FMI et autres dépôts	602	622
Autres actifs	370	394	Fonds propres et financement à long terme	1.173	990

Source : BEAC.

monnaie locale au cas où des considérations de gestion de liquidité de la politique monétaire l'exigeraient. Ces instruments de stérilisation, s'ils sont émis régulièrement, peuvent aussi être considérés comme des ressources stables pour soutenir les réserves internationales. À ce jour, la BEAC n'a pas adopté cette stratégie et cette absence de stérilisation des réserves excédentaires des banques a clairement accéléré la baisse des réserves internationales. Évidemment, il est possible que la BEAC ait décidé, pour de bonnes raisons, de ne pas stériliser les réserves excédentaires et même d'accroître le refinancement bancaire, mais l'analyse de ces raisons irait au-delà du sujet de ce document. Ce qui est important ici, c'est de souligner l'impact négatif potentiel d'une politique de ce type sur le niveau des réserves internationales.

Pour répondre au souhait d'assurer le soutien stable des réserves internationales, une partie des dépôts des États membres pourrait aussi être transformée en ressources à long terme. Cela permettrait à la BEAC de combler l'écart entre le montant actuel des ressources stables et le niveau ciblé des réserves. Plus précisément, cela signifierait qu'une part des dépôts des États membres serait transformée en ressources à long terme (par exemple, des dépôts bloqués ou des dépôts incorporés aux fonds propres). Il n'est pas nécessaire que les ressources à long terme soutiennent les réserves au-dessus du niveau ciblé (« réserves excédentaires » allouées aux FNS). Plutôt, on pourrait envisager un dispositif plus souple, éventuellement similaire au cadre actuellement appliqué aux dépôts des États membres.

Le comité des ministres des finances de la CEMAC devrait arrêter une stratégie d'investissement pour les réserves internationales². Ce feu vert ministériel est important pour soutenir politiquement la mesure envisagée. La stratégie d'investissement devrait conforter la parité du franc CFA. À cet effet, la stratégie devrait inclure les principes généraux de sécurité, de liquidité et de rendement sur les actifs, tout en assurant à tout moment la disponibilité de réserves liquides à

²Toutefois, les membres du Comité ne devraient pas intervenir dans la gestion quotidienne des investissements ni dans les décisions.

concurrence du niveau ciblé. La stratégie devrait comporter un cadre avec deux comptes classés par ordre descendant de liquidité :

- *Le compte de gestion*, composé d'un compte d'opérations (« portefeuille monétaire ») — montant obligatoire déposé auprès du Trésor français pour les transactions quotidiennes — associé à un compte de liquidités (« portefeuille de transactions ») — utilisé pour satisfaire tous les besoins immédiats de flux de trésorerie lorsque les dépôts sur le compte d'opérations sont proches de leur seuil minimum obligatoire (50 % du total des réserves internationales).
- *Le compte d'investissement* (« portefeuille d'investissement ») — utilisé pour les réserves au-delà du niveau ciblé pour satisfaire les besoins moins urgents de flux de trésorerie. Ces réserves pourraient être gérées avec un objectif de rendement plus élevé, au prix d'une liquidité moindre et d'un risque plus élevé. Ce compte devrait être constitué de FNS individuels.

La taille des portefeuilles monétaire et de transactions devrait être toujours au moins égale au niveau ciblé des réserves. La structure avec deux comptes devrait inclure un mécanisme permettant la reconstitution automatique du portefeuille le plus liquide avec des ressources provenant du portefeuille le moins liquide³.

L'allocation stratégique actuelle des actifs des réserves internationales n'est pas adaptée pour faire face à d'éventuelles évolutions macroéconomiques défavorables. Le problème vient du traitement comptable de la part des réserves détenues dans le portefeuille actuel des investissements de la BEAC qui sont comptabilisées comme des titres détenus jusqu'à l'échéance⁴. Ces titres ne satisfont pas à l'obligation de liquidité des réserves. De ce fait, il convient de conclure les discussions en cours sur une restructuration éventuelle ou une liquidation du portefeuille et de mettre fin au financement de ce portefeuille pour privilégier les portefeuilles suggérés plus haut⁵. Entre-temps, le portefeuille d'investissement existant ne doit pas faire partie des réserves ciblées. Ce n'est pas un portefeuille liquide et il ne doit donc pas être considéré comme faisant partie des réserves internationales disponibles pour une mobilisation immédiate. Le futur portefeuille d'investissement simplifié ne devrait compter que des réserves excédentaires et ses objectifs devraient être fixés en fonction des risques de marché, de change, de liquidité et de crédit. La BEAC a déjà adopté des règles strictes pour la gestion des risques et dispose d'outils appropriés de suivi pour mettre en œuvre une

³ Par exemple, par le biais de la réallocation des paiements des coupons ou du principal dans les portefeuilles monétaires ou de transactions. La BEAC a préparé un projet de proposition pour un nouveau cadre de gestion des réserves qui correspond à la proposition présentée plus haut (Politique générale de la gestion des réserves de change de la Banque des États de l'Afrique centrale, 1er décembre 2016).

⁴ Sur les 5.441 milliards de francs CFA de réserves internationales de la BEAC à la fin mars 2016, 2.526 milliards ont été investis dans ce portefeuille.

⁵ Parce que la valeur de marché du portefeuille d'investissement a progressé depuis l'achat de ses composantes, une liquidation partielle ou totale du portefeuille d'investissement n'engendrerait pas de pertes comptables.

gestion de portefeuille formulée en fonction des risques. Ils pourraient se révéler utiles si la stratégie recommandée de gestion des réserves est mise en place.

Il serait souhaitable que la BEAC élabore une allocation stratégique appropriée des actifs pour mettre en œuvre la stratégie d'investissement recommandée. L'allocation stratégique actuelle des actifs ne permet d'atteindre cet objectif que partiellement en raison de la portion substantielle des réserves internationales qui sont détenues dans des investissements à long terme, ce qui ne permet pas de concrétiser pleinement l'objectif de liquidité. Une bonne pratique serait de procéder à une revue annuelle de l'allocation stratégique des actifs afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers et du bilan de la BEAC.

Les contributions des États aux FNS devraient être gérées de manière à obtenir des rendements appropriés. La stratégie d'investissement devrait déboucher sur une rémunération adéquate des comptes des États à l'appui des réserves internationales qui reflète les objectifs et les rendements ciblés sur les actifs correspondants. Il serait souhaitable que la BEAC gère les réserves mises en commun pour les rendre financièrement attractives et donc réduire l'incitation au non-respect de l'obligation de cession. Les FNS devraient recevoir une rémunération plus élevée que celle des réserves obligatoires afin de les rendre financièrement attractifs et de promouvoir le respect complet de l'obligation de cession des devises. Il est nécessaire de faire la distinction entre les comptes qui soutiennent les réserves jusqu'à l'objectif (pour lesquels la rémunération est en général faible, voire nulle, comme pour les prises de participation) et les comptes qui contribuent aux FNS (pour lesquels la rémunération et le risque devraient être supérieurs). La rémunération de ces derniers comptes devrait être plus attractive que celle actuellement offerte par le Fonds de réserve pour les générations futures de la BEAC⁶.

Il serait souhaitable que la BEAC renforce la capacité de sa salle des marchés afin d'assurer que les réserves internationales sont gérées de manière dynamique. Comme la pratique internationale ne recommande pas d'immobiliser une portion substantielle des réserves internationales dans un portefeuille de type achat/détention, une gestion dynamique mise en œuvre par la salle des marchés est importante. Cela ne signifie aucunement que les risques de crédit ou de marché seront supérieurs. Au contraire, une gestion plus active des réserves devrait offrir une liquidité accrue des investissements et réduire le risque de marché, si bien que la liquidation éventuelle des réserves internationales pour satisfaire aux demandes de devises ne se traduirait pas par des pertes imprévues⁷.

⁶À titre d'illustration, la rémunération du Fonds de réserve pour les générations futures était de 0,40 % entre juillet 2014 et mars 2016, tandis que le rendement du portefeuille d'investissement de la BEAC était de 2,24 % au cours de la même période.

⁷Cela ne signifie pas que les pertes comptables doivent être systématiquement évitées car cet objectif pourrait entraîner un coût d'opportunité qui ne pourrait pas être justifié en termes de rendements sur les réserves internationales.

Les réserves internationales de la BEAC ont enregistré une baisse importante entre le début du choc des prix du pétrole au milieu de 2014 et la fin de 2016, et les perspectives à moyen terme prévoient des niveaux modérés de réserves. Sur la base de différents travaux analytiques, il est recommandé que les autorités de la CEMAC ciblent cinq mois d'importations de biens et de services sur une base continue pour les réserves internationales mises en commun. Ce niveau de réserves est considéré comme approprié pour soutenir la parité de la monnaie commune et permettre une position extérieure viable.

Dans ce contexte, l'adhésion partielle à l'obligation de mise en commun des réserves est une source potentielle d'instabilité macroéconomique pour la CEMAC. La baisse des réserves a réduit la capacité de la BEAC à assurer une gestion saine de l'union monétaire. Il est important que les États membres de la CEMAC réaffirment leur intention d'adhérer plus rigoureusement aux dispositions existantes de mise en commun des réserves. Cette annonce, suivie d'améliorations crédibles et visibles dans l'adhésion, contribuerait à renforcer la confiance dans l'union monétaire et à la préserver d'une éventuelle instabilité. Cette stratégie devrait être complétée par la publication d'indicateurs de haute fréquence appropriés pour suivre les évolutions (c'est-à-dire la transparence des avoirs publics détenus à l'étranger).

Un nouveau cadre de gestion des réserves internationales à deux niveaux est proposé. Les réserves mises en commun du premier niveau continueraient d'être gérées par la BEAC dans le cadre de la stratégie d'investissement de la banque centrale et chaque membre devrait céder la portion convenue de ses avoirs en devises afin de satisfaire le niveau ciblé des réserves communes, comme dans le cadre des dispositifs actuels. Le deuxième niveau inclurait les Fonds nationaux de stabilisation (FNS), gérés par la BEAC selon l'orientation des États respectifs qui en conserveraient la pleine propriété. Les FNS peuvent détenir des actifs financiers moins liquides dont le rendement est potentiellement plus élevé que ceux

qui sont maintenus dans les réserves du premier niveau mises en commun. Ce cadre permettrait aux États membres de la CEMAC d'investir toutes les réserves excédentaires au-delà du niveau ciblé dans des instruments d'investissement financièrement attractifs.

Le nouveau cadre requiert l'adoption de nouvelles stratégies d'investissement et d'allocation des actifs pour la gestion des réserves. Le cadre fait intervenir la définition de règles claires sur le partage du fardeau afin d'éviter les questions d'opportunisme au cas où un membre n'apporterait pas sa part requise aux réserves mises en commun. Il convient également de préciser comment les réserves internationales mises en commun peuvent être reconstituées si elles tombent en dessous du seuil ciblé. La formulation de ces règles devrait être appuyée par des règles et des orientations budgétaires appropriées afin d'assurer la viabilité macroéconomique de la communauté, en s'appuyant sur les travaux existants et en cours sur le cadre régional de convergence.

Une première étape pourrait faire intervenir l'adoption des principes généraux du cadre proposé par les États membres de la CEMAC et la BEAC. De nouvelles négociations seraient alors nécessaires pour décider des aspects opérationnels du nouveau cadre. Il faudrait pour cela, entre autres, d'éventuels amendements juridiques aux accords de la CEMAC et à la Charte de la BEAC, une définition claire des responsabilités respectives entre la BEAC et les pays membres, des sauvegardes adéquates et des obligations contraignantes de respect des nouvelles règles et des dispositifs plus exigeants de communication des informations. Des améliorations continues des opérations de la BEAC et une transparence accrue de la part des pays membres (notamment s'agissant de leurs avoirs extérieurs) seront requises pour jeter les bases de la mise en œuvre réussie du cadre proposé.

Annexe I: Les réserves internationales dans une union monétaire

Les réserves internationales sont des actifs liquides librement utilisables, contrôlés par les autorités monétaires et utilisés pour atténuer les effets temporaires des chocs extérieurs. Selon le *Manuel de la balance des paiements* du FMI, les réserves internationales sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition et sous le contrôle des autorités monétaires pour satisfaire les besoins de financement de la balance des paiements, pour intervenir sur les marchés des changes en vue de soutenir le taux de change et pour satisfaire des objectifs connexes (tels que le maintien de la confiance dans la monnaie et la fourniture d'une base pour les emprunts étrangers). Cette définition met en exergue la nature de précaution des réserves internationales à des fins d'auto-assurance (Aizenman et Lee, 2005). Par conséquent, les réserves contribuent à : (1) satisfaire les besoins transactionnels, tels que le financement des importations et les opérations de change, (2) signaler la capacité d'un pays à satisfaire ses besoins financiers, notamment ses obligations à court terme au titre de la dette, (3) atténuer les effets des chocs des termes de l'échange sur la production et la consommation et (4) faire face aux risques de liquidité et à la volatilité des flux de capitaux. Enfin, les pays dont le régime de change est fixe font appel aux réserves pour défendre la parité (Wijnholds et Søndergaard (2007, p. 16). Pour résumer, l'atténuation de l'impact d'un choc, et donc la réduction de son coût pour l'économie, est le principal avantage de la détention de réserves. Les preuves empiriques suggèrent que les pays dont les réserves sont plus élevées sont mieux à même de faire face à des chocs extérieurs (Crispolti et Tsibouris, 2011).

La détention de réserves communes au sein d'une union monétaire réduit potentiellement les coûts pour chaque pays membre et atténue les risques. Une étude du FMI sur l'Union monétaire des Caraïbes orientales (Schipke, Cebotari et Thacker, 2013) a relevé que la mise en commun des réserves réduisait les coûts des membres individuels grâce à un cadre unique de gestion des réserves, à la mise en commun des risques et à la réduction de la volatilité des réserves. La gestion de réserves mises en commun dans une union monétaire donne lieu à des

économies d'échelle car elle abaisse les coûts généraux de chacun des membres. La mise en commun des réserves sert également d'amortisseur aux variations saisonnières des recettes de change des pays membres (*ibid.*, p. 383). En l'absence de mise en commun, si les chocs spécifiques aux pays au sein de l'union sont imparfaitement corrélés, chacun des pays membres devrait maintenir un niveau de réserves plus important que sa contribution requise à la mise en commun (Yéhoué, 2005, p. 4).

L'accumulation de réserves a néanmoins un coût. D'un point de vue financier, le coût de l'accumulation est souvent calculé comme la différence entre le rendement sur les réserves (sans risques) et le taux d'intérêt à long terme de la dette du pays¹. Cette différence, généralement négative — notamment dans les pays qui ont un accès limité aux marchés financiers internationaux — pourrait conduire à des pertes quasi-budgétaires si la prime de terme est élevée (Levy Yeyati, 2010). Parallèlement, l'accumulation de réserves peut causer un recul des investissements et de la consommation, notamment dans les pays où les besoins de développement sont importants (FMI, 2011a, Dabla-Norris, Kim et Shirono, 2011). Les profits non réalisés à cause de l'accumulation de réserves plutôt que l'investissement dans des fonds souverains ou le financement de projets de développement pourraient aussi constituer un coût du point de vue du lissage de la consommation.

¹Plus précisément, le coût de l'accumulation de réserves est la différence entre le rendement de l'obligation de stérilisation émise pour acquérir des réserves (si l'émission de la dette en monnaie intérieure est possible) et le rendement de l'actif sans risque (Jeanne et Rancière, 2006).

Annexe II: La CEMAC a-t-elle besoin d'une mise en commun des réserves internationales ?

La garantie par la France de la parité du franc CFA exige la mise en commun des réserves de la CEMAC. Il s'agit d'un dispositif institutionnel qui réduit le risque pour la France qui offre la garantie. On pourrait avancer que la CEMAC n'a pas besoin de réserves mises en commun en principe, car la garantie de convertibilité permet à la BEAC d'acquérir des montants illimités d'euros par le biais de son compte d'opérations auprès du Trésor français. La garantie du Trésor français — en réalité une facilité de découvert — pourrait donc réduire la nécessité de réserves internationales à un niveau suffisant pour satisfaire les contraintes opérationnelles quotidiennes (Gulde et Tsangarides, 2008, p. 118). Le présent document ne suit pas cette logique. Il existe des incertitudes quant à la capacité du Trésor français, qui lui-même doit respecter les règles plus larges de la zone euro, à offrir ce type de garantie à grande échelle pour une période indéfinie. Par conséquent, le présent document suppose que la sécurité à long terme soutenable de la CEMAC demande que celle-ci soit essentiellement « auto-assurée » pour faire face à différents chocs. Cette démarche, en réduisant le risque assumé par le Trésor français, consolide la garantie car elle ne serait alors utilisée que dans le cas d'un choc exceptionnel.

L'accumulation de réserves internationales par la CEMAC présente d'autres avantages. Premièrement, l'accumulation de réserves dans le cadre de la parité offre un ancrage nominal. Deuxièmement, elle signale la viabilité du régime, car elle montre que l'engagement des autorités à soutenir la valeur de la monnaie est digne de confiance¹. Troisièmement, la mise en commun des réserves fournit une assurance à tous les membres en leur permettant de réduire les pertes potentielles dans le cas de chocs négatifs (Iossifov et al., 2009). Enfin, l'accumulation de réserves — par le biais de leur contrepartie, à savoir les marges de manœuvre

¹La pleine convertibilité renforce la crédibilité de la monnaie à la fois au sein de la CEMAC et au niveau international et facilite l'accès aux marchés financiers mondiaux en abaissant les coûts d'emprunt et en attirant des investissements directs étrangers.

budgétaires — peut aussi faciliter le lissage de la consommation et assurer l'équité intergénérationnelle (FMI, 2011a), car elle offre la possibilité de constituer des fonds d'épargne nationaux.

Cela dit, certaines études considèrent que les avantages de la mise en commun des réserves sont relativement faibles pour la plupart des pays membres de la CEMAC (Gulde et Tsangarides, 2008, p. 102). Les chocs extérieurs ont tendance à être étroitement corrélés au sein de la CEMAC — ce sont essentiellement des chocs des prix du pétrole — ce qui réduit les avantages de la mise en commun des réserves pour chaque pays à titre individuel. Yéhoué (2005, p. 14) a relevé que la mise en commun des réserves ne lissait pas les chocs dans la zone du franc CFA et n'offrait donc que des avantages limités en termes de partage des risques. Cette mise en commun des réserves offrant peu d'avantages, l'obligation de cession, qui limite l'utilisation des avoirs extérieurs, pourrait être perçue comme pesante, notamment par ceux qui apportent une contribution importante aux réserves. La mise en commun des réserves et le maintien d'une part importante de ces réserves sur le compte d'opérations de la BEAC auprès du Trésor français n'offrent pas les mêmes avantages à tous les pays membres — ceux dont les réserves sont faibles ou volatiles en bénéficient le plus (Williams, Polius et Hazel, 2001, p. 15).

Annexe III: CEMAC : Transactions de change et dispositifs de paiement

La responsabilité de l'administration de la réglementation du change incombe aux ministres des Finances de la CEMAC qui peuvent déléguer la totalité ou une partie de leur autorité à la banque centrale régionale (BEAC), à la commission bancaire régionale (COBAC) et aux intermédiaires agréés. Par exemple, l'autorité est déléguée à ces derniers pour mener à bien les transactions avec le reste du monde. Les intermédiaires doivent vérifier la validité des transactions, recueillir les statistiques et rendre compte de ces activités aux autorités monétaires. La BEAC supervise la réglementation du change, évalue les opérations de couverture des risques, examine les demandes d'approbation pour l'ouverture de comptes en devises par les entités légales résidentes et suit le rapatriement du produit des exportations. La COBAC assure que les intermédiaires agréés respectent les dispositions pertinentes de ces réglementations en vue d'empêcher un affaiblissement du système bancaire de la CEMAC. Le produit des exportations en devises doit être rapatrié par le biais de la banque domiciliataire et cédé à la BEAC dans les 30 jours suivant la réception.

On trouvera ci-après quelques règles spécifiques :

- La réglementation du change ne limite pas l'accès aux devises pour le paiement des importations de marchandises.
- Il n'y a pas de restriction de change sur les transactions liées aux services. Les paiements de ces transactions sont soumis aux mêmes obligations que celles qui s'appliquent aux importations de marchandises.
- Il n'existe pas de restriction sur la plupart des flux de capitaux entre les pays membres de la CEMAC et les pays non membres, sous réserve qu'ils respectent les lois et réglementations interdisant le trafic de drogue et son financement.

Cette annexe se base sur le *Rapport annuel du FMI sur les régimes et les restrictions de change*, 2015.

- S'agissant des entrées de capitaux, certains prêts et investissements directs sont soumis à des contrôles administratifs.
- Pour ce qui concerne les sorties de capitaux, les résidents de la CEMAC peuvent acquérir des obligations, des titres et des titres d'organismes de placement collectif à l'étranger, sous réserve de l'approbation de la BEAC et du Ministère des finances national lorsque le total de l'encours de la dette de l'émetteur non-résident dépasse 100 millions de FCFA (environ 180 000 dollars). Les banques vérifient et effectuent les paiements pour ces transactions. Sous réserve de l'approbation préalable de la Commission de surveillance du marché financier de l'Afrique centrale (COSUMAF), la réglementation qui régit la gestion d'un dispositif de placement collectif et les statuts d'une société d'investissement à capital variable autorisent l'achat et la vente de titres sur des marchés extérieurs à la CEMAC.

Annexe IV: Obligations de cession dans les unions monétaires

Les unions monétaires en dehors de la zone du franc CFA n'exigent pas des pays membres qu'ils cèdent tous leurs avoirs de change à la banque centrale commune¹. L'obligation de centraliser tous les avoirs de change dans la banque centrale commune n'existe pas dans l'Union monétaire des Caraïbes orientales (UMCO), bien que l'obligation de rapatriement du produit des exportations soit en vigueur pour les résidents de trois États membres, notamment Dominique, Saint-Kitts et Nevis et Saint-Vincent et les Grenadines. Les obligations de rapatriement ou de cession ne s'appliquent pas aux États membres de la zone euro où les banques centrales nationales participantes ne délèguent à la Banque centrale européenne (BCE) qu'une partie de leurs réserves internationales (Tableau IV.1)².

¹De fait, l'obligation de cession à la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (mais pas à la BEAC) s'applique uniquement aux recettes en devises du compte courant, mais pas aux transactions du compte de capital. Les recettes en devises des transactions du compte de capital doivent être cédées aux courtiers agréés (FMI, *Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change*, 2015).

²En cas de besoin, la BCE peut toutefois faire appel à 50 milliards d'euros en réserves internationales supplémentaires des banques centrales nationales (articles 28 à 31 des statuts du Système européen des banques centrales et de la BCE). Il est important de noter que l'euro est une monnaie qui flotte librement et il n'existe donc pas de parité à défendre — c'est pourquoi la comparaison avec la CEMAC n'est que partiellement pertinente.

Tableau IV.1. Obligations de rapatriement et de cession dans les unions monétaires

	États membres				ECCU			
	États membres CEMAC	États membres UEMOA	États membres zone euro	Antigua et Barbuda	Dominique	St.-Kitts-et-Nevis	St.-Vincent-et-les-Grenadines	Sainte-Lucie
Produit des exportations								
Obligations de rapatriement	Oui ¹	Oui ¹	Non	s.o.	Oui	Oui	Oui	Non
Obligations de cession	Oui	Oui	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Non
À la banque centrale	Oui ²	Oui ²	Non	Non	Non	Non	Non	Non
Aux courtiers agréés	Non	Non	Non	Non	Oui ³	Non	Oui ³	Non
Produit des transactions en capital								
Obligations de rapatriement	Oui	Oui	Non	Non	Non	s.o.	Non	Non
Obligations de cession	Oui	Oui	Non	Non	Non	s.o.	Non	Non
À la banque cen	Oui	Non	Non	Non	Non	s.o.	Non	Non
Aux courtiers agréés	Non	Oui	Non	Non	Non	s.o.	Non	Non

Source : *Rapport annuel du FMI sur les régimes et les restrictions de change, 2015.*

¹Toutes les transactions liées aux exportations doivent être communiquées aux autorités administratives concernées et toutes celles qui dépassent 5 millions de francs CFA au sein de la CEMAC et 10 millions de francs CFA au sein de l'UEMOA doivent être domiciliées dans une banque agréée de la CEMAC/de l'UEMOA. Le produit des exportations qui provient des États non membres de la CEMAC ou non membres de l'UEMOA doit être rapatrié dans les 30 jours de la date stipulée dans le contrat, par le biais de la banque domiciliaire, la BEAC jouant le rôle d'intermédiaire.

²Le produit des exportations en devises doit être cédé à la BEAC/la BCEAO dans les 30 jours de sa réception.

³Le produit des exportations doit être converti en dollars des Caraïbes et déposé dans un compte de la Banque centrale des Caraïbes orientales, sauf si l'exportateur est titulaire d'un compte en devises qui peut être crédité du produit.

Annexe V: Cadre de gestion des réserves internationales de la BEAC

La mise en commun des avoirs extérieurs est une pierre angulaire de la CEMAC. En vertu de l'accord de coopération monétaire de la CEMAC avec la France, tous les pays membres doivent céder leurs avoirs extérieurs à la BEAC. À des fins de surveillance, la BEAC doit calculer les avoirs extérieurs imputés à chacun des pays membres.

La garantie par la France de la parité du franc CFA peut être considérée comme une assurance en cas de chocs négatifs temporaires. Elle n'élimine pas la nécessité pour les pays membres de la CEMAC de prendre les mesures correctives appropriées et de détenir des réserves adéquates pour soutenir la parité. En échange de cette garantie, la BEAC doit déposer au moins la moitié de ses avoirs extérieurs nets dans son compte d'opérations auprès du Trésor français en euros. Le Trésor français garantit le solde positif du compte d'opérations face au risque d'une dépréciation de l'euro par rapport au DTS (droit de tirage spécial).

La BEAC peut investir ses avoirs en devises qu'elle n'a pas déposées auprès du Trésor français dans des avoirs financiers adaptés aux réserves internationales. Suite à l'amendement de décembre 2006 à l'article 11 de la Charte de la BEAC, les avoirs en devises qui ne sont pas déposés auprès du Trésor français peuvent être investis dans (1) des dépôts auprès d'établissements financiers avec une notation minimum A+, (2) des titres de créance émis par des entités publiques/privées avec une notation minimum AA, (3) des titres de créance émis par des établissements financiers internationaux avec une notation minimum AA, (4) des titres de créance garantis par des pays avec une notation minimum AA et (5) des transactions de couverture liées. Si les avoirs extérieurs sont adossés à des dépôts de l'État de plus d'un an auprès de la BEAC, ils sont exclus de la base de calcul de la part à déposer auprès du Trésor français. La BEAC peut sous-traiter la gestion d'une portion de ces réserves à des établissements extérieurs spécialisés. Les repères stratégiques (horizon, rendement, risque) pour la gestion de tous les investissements sont définis par un comité interne à la BEAC. Suite à la

réforme de 2006, la BEAC a commencé à investir dans des obligations à long terme détenues à l'échéance et émises par des entités publiques ou privées avec une notation minimum AA¹. Bien que les opportunités d'investissement créées par la réforme semblent appropriées pour un portefeuille liquide, elles sont plus restreintes que celles qui sont utilisées par d'autres banques centrales pour leurs portefeuilles d'investissement à long terme.

Depuis 2006, la BEAC offre trois facilités porteuses d'intérêts aux pays membres avec des échéances différentes : (1) des « dépôts conventionnels spéciaux », (2) un « mécanisme de stabilisation des recettes budgétaires » et (3) le « Fonds de réserve pour les générations futures ». Ces facilités sont rémunérées à des taux fixés par le Comité de politique monétaire sur la base de la rémunération du compte d'opérations. Les taux d'intérêt versés par la BEAC sur les dépôts en monnaie locale des États membres peuvent être négatifs en termes réels. En juillet 2014, les taux d'intérêt annuels sur les dépôts conventionnels spéciaux et les dépôts dans le mécanisme de stabilisation des recettes budgétaires et le Fonds de réserve pour les générations futures se sont élevés respectivement à 0,00 %, 0,05 % et 0,40 %, donc en dessous du taux d'inflation annuel de la CEMAC.

¹Pour gérer ses réserves qui ne sont pas détenues auprès du Trésor français, la BEAC a mis en place une salle des marchés qui fonctionne selon les orientations des Comités de la politique monétaire, de la stratégie et des opérations (Laurens, Coumba et Alain, 2009).

Annexe VI: Adéquation des réserves internationales dans les unions monétaires

Il convient d'évaluer l'adéquation des réserves par rapport à la totalité des ressources disponibles pour atténuer les chocs, en tenant compte des vulnérabilités extérieures. Cela dépend, entre autres, des dispositifs monétaires et de change d'un pays, de ses politiques macroéconomiques et de ses pratiques prudentielles, de la taille, de la nature et de la fréquence de ses besoins de balance des paiements et de son niveau d'endettement. En principe, l'adéquation des réserves est évaluée par rapport à leur capacité à minimiser les effets des chocs extérieurs sur l'économie intérieure. Dans la pratique, d'autres types d'avoirs extérieurs ou de crédits conditionnels ont été utilisés pour compléter les réserves afin d'atténuer les effets des chocs¹. Cependant, la crise financière mondiale de 2008 a démontré que tout actif détenu dans les réserves n'est pas immédiatement disponible en période de difficultés.

Une question importante qui concerne la mise en commun des réserves a trait aux réserves « obligatoires » par rapport aux réserves « excédentaires ». Pour un pays, et par extension pour une union monétaire, il est généralement recommandé de détenir un montant adéquat de réserves internationales pour se protéger des chocs extérieurs. Le niveau adéquat de réserves, souvent appelées « réserves obligatoires », a fait l'objet de nombreux débats dans la littérature économique. Les « réserves excédentaires » sont des réserves au-delà des réserves obligatoires qui servent un objectif qui va au-delà de l'auto-protection temporaire.

En général, on utilise des méthodes traditionnelles de calcul et des modèles coûts-avantages pour évaluer l'adéquation des réserves. Les méthodes traditionnelles font intervenir des repères relatifs à certains aspects de la vulnérabilité extérieure. Pour la plupart, ces repères reflètent les motivations d'auto-assurance ou de précaution pour l'accumulation des réserves et ne tiennent pas compte des politiques qui peuvent causer des pertes de production, ignorent le besoin de faire face aux catastrophes naturelles ou aux urgences ou considèrent les aspects de richesse (Baker et Nxumalo, 2012). La validité des différents repères dépend, entre

¹Par exemple, l'accès au financement du FMI ou d'autres prêteurs pourrait offrir une protection conditionnelle.

Tableau VI.1. : Principaux repères d'adéquation des réserves

Ratio	Repère	Vulnérabilités	Description
Réserves internationales brutes aux importations futures de biens et de services non facteurs	Trois mois pour les pays à faible revenu ; cinq mois et plus pour les unions à parité fixe	Compte courant	Pertinent pour les pays à faible revenu et les pays sans accès aux marchés internationaux de capitaux. Le repère peut être spécifique au pays, selon la volatilité passée et attendue des flux du compte courant (par exemple, forte concentration des exportations).
Réserves internationales brutes à la monnaie au sens large	Pas de repère uniforme	Fuite de capitaux	Pertinent pour les pays dont les systèmes financiers sont soumis à des variations rapides de l'humeur du marché, souvent associées à une surévaluation de la monnaie, à la faiblesse du système bancaire ou à des variations imprévisibles des préférences d'actifs.
Réserves internationales brutes à la dette extérieure à court terme (sur la base de l'échéance restante)	100 %	Liquidité	Pertinent pour les pays avec un accès aux marchés, des emprunts extérieurs privés substantiels ou des paiements élevés au titre du service de la dette publique.
Réserves internationales brutes à la dette extérieure à court terme et à la dette intérieure publique à court terme libellée en devises (sur la base de l'échéance restante)	Pas de repère uniforme	Liquidité	Pertinent pour les pays dans la catégorie qui précède et pour les pays dont une partie importante de la dette intérieure est libellée en devises.
Réserves internationales brutes à la dette extérieure augmentée du déficit du compte courant	Pas de repère uniforme	Compte courant et liquidité	Pertinent pour les pays avec un déficit important du compte courant et un accès limité aux marchés internationaux de capitaux.
Réserves consolidées du secteur bancaire à la dette à court terme (sur la base de l'échéance restante) augmentée des dépôts en devises des résidents	Pas de repère uniforme	Liquidité	Pertinent pour les économies dollarisées.

Source : Baker et Nxumalo, 2013.

autres, de l'ouverture du commerce, du degré de mobilité des capitaux internationaux, de l'accès aux marchés financiers internationaux et des risques de liquidité. L'évaluation de l'adéquation des réserves peut s'appuyer sur des repères autonomes ou sur des indicateurs composites, à l'aide de plusieurs méthodes traditionnelles de calcul (Encadré 6.1 des annexes, Baker et Nxumalo, 2013 et FMI, 2011a). On utilise communément trois jeux de calculs pour évaluer l'adéquation des réserves internationales : (1) les normes du compte courant (telles que la couverture des réserves en mois d'importations de biens et de services), (2) les normes du compte de capital (telles que le ratio des réserves à la dette à court terme par échéance restante) et (3) les normes monétaires (telles que le ratio des réserves à la monnaie au sens large ou à la monnaie centrale). Ces méthodes de calcul, bien que couramment utilisées, ne reposent pas sur des bases théoriques et empiriques solides.

On peut aussi avoir recours aux modèles de coûts-avantages pour estimer l'adéquation des réserves. Ces modèles estiment dans quelle mesure un niveau donné de réserves est suffisant pour lisser l'ajustement requis pendant les chocs graves. Le coût de la détention de réserves est généralement mesuré par rapport aux autres opportunités d'investissement auxquelles il faut renoncer. Ces modèles donnent une limite inférieure du niveau adéquat de réserves compte tenu de l'hypothèse de neutralité du risque. Pour évaluer l'adéquation des réserves, on compare les réserves réelles détenues aux estimations de réserves adéquates basées sur les modèles².

²Dabla-Norris, Kim et Shirono (2011) pour les pays à faible revenu, Gijón, Furceri et Crivelli (2012) pour l'Algérie (un important exportateur d'hydrocarbures) et Jeanne et Rancière (2006) pour les marchés émergents.

Annexe VII: Réserves internationales et politique budgétaire

Le canal budgétaire peut jouer un rôle crucial dans l'accumulation des réserves internationales. Les réserves internationales sont accumulées à la suite d'excédents de la balance des paiements. Le solde du compte extérieur courant est lourdement influencé par le solde épargne-investissements de l'État, qui équivaut au solde budgétaire global. Par conséquent, la règle budgétaire des États pour faire face à la volatilité des recettes des ressources naturelles peut avoir un impact important sur l'accumulation des réserves internationales. Parallèlement, l'ampleur de cet impact dépend également des opérations « en dessous de la ligne » des États qui reflètent leur choix de détenir des avoirs extérieurs ou intérieurs et de contracter une dette extérieure ou intérieure¹.

Il est crucial d'assurer la cohérence entre la politique budgétaire et l'accumulation des réserves internationales. Deux questions doivent être examinées : (1) la conception du cadre budgétaire et les objectifs qui lui sont associés et (2) les liens entre la position budgétaire et les flux du fonds d'épargne.

- *La politique budgétaire doit soutenir le régime de change en contribuant de manière appropriée aux réserves obligatoires.* Les pays exportateurs de ressources naturelles ont différentes options pour ancrer leur politique budgétaire, notamment les règles d'équilibre hors ressources ou les règles basées sur les prix des ressources². Les objectifs budgétaires doivent être cohérents avec les ratios requis de couverture des réserves, sur la base des projections des recettes des ressources. Si les recettes des ressources sont supérieures aux projections, les

¹La présente annexe se limite aux questions relatives aux opérations au-dessus de la ligne des États. De ce fait, elle n'examine pas les questions liées au choix des États en matière de portefeuille.

²La note du FMI (2012b) présente une analyse plus détaillée des options d'ancrage budgétaire pour les pays riches en ressources naturelles. Les règles du solde budgétaire global ne sont pas bien adaptées aux pays riches en ressources naturelles, sauf pour les planchers de solde global complémentaire destinés à déclencher un ajustement budgétaire en réponse à une baisse marquée des prix des ressources naturelles. Ces règles peuvent être utilisées comme garde-fous pour empêcher les réserves internationales de tomber en dessous d'un certain seuil.

réserves excédentaires qui en résultent peuvent soutenir les objectifs de stabilisation ou d'augmentation des plans de dépenses.

- *Les flux dans les fonds d'épargne doivent essentiellement provenir des excédents budgétaires.* Ce n'est pas évident car il existe dans le monde de nombreuses preuves empiriques que les règles rigides relatives aux contributions aux fonds budgétaires, qui ne tiennent pas compte de la position budgétaire, ont tendance à ne pas être viables (FMI, 2007a). En réalité, la rigidité des règles d'accumulation (reposant, par exemple, sur des parts prédéterminées des recettes pétrolières) peut créer des situations où l'État est contraint d'emprunter pour respecter ses règles d'épargne.

L'épargne budgétaire peut être utilisée pour une stabilisation à court terme et une accumulation de richesse à long terme. Les pays dont l'horizon de ressources est court ont tendance à vouloir assurer que la richesse à long terme sera suffisante lorsque les ressources seront épuisées. Les pays dont l'horizon de ressources est long ont tendance à vouloir lisser les volatilités à court terme. Un fonds de stabilisation devrait protéger l'exécution du budget de l'État, tel que prévu, en dépit d'un choc négatif. Par conséquent, une analyse de la valeur à risque permet de mieux cerner la taille appropriée de ce type de fonds ; toute baisse des recettes imputable à un choc devrait être compensée par un tirage sur le fonds de stabilisation afin d'éviter les réductions de dépenses, sources d'instabilité. Les fonds de stabilisation peuvent donc être des outils utiles de gestion macro-budgétaire dans les pays riches en ressources naturelles, mais il convient de ne pas les confondre avec la politique budgétaire ni de confondre les règles des entrées et des sorties des fonds avec les règles budgétaires.

L'ancrage budgétaire basé sur des *règles d'équilibre hors ressources* est particulièrement pertinent lorsque le caractère épuisable des ressources et la viabilité budgétaire à long terme sont sources de préoccupation. L'ancrage peut prendre plusieurs formes dont la nature dépend des caractéristiques particulières au pays.

- *Cadre « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras »* : cette règle prévoit de dépenser toutes les recettes liées aux ressources naturelles pour accumuler des actifs financiers et de n'utiliser pour les dépenses que le rendement de ces actifs financiers accumulés. Cette démarche est très conservatrice (c'est-à-dire qu'elle vise à réduire le risque) et peut être adaptée aux pays à un stade avancé de développement et dont l'horizon de ressources est court. Elle est également restrictive dans les premières années de l'exploitation des ressources lorsque le rendement est faible. Le fonds souverain de la Norvège est basé sur cette approche.
- *Cadre de l'hypothèse du revenu permanent (HRP)* : cette règle favorise un flux constant de consommation au cours de la génération actuelle et des générations futures. Cette démarche comporte une aversion pour le risque et peut

être adaptée aux pays qui n'ont pas de besoins urgents de développement. La démarche de l'HRP peut toutefois être trop restrictive pour les pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire qui ont d'importantes lacunes d'infrastructure, car elle ne permet pas d'accroître les dépenses d'investissement public au-dessus des niveaux de référence.

- *Cadre de HRP modifié* : cette règle s'écarte de la démarche traditionnelle de l'HRP, car elle permet des dépenses d'investissement élevées en début de période (c'est-à-dire qu'il y a saut des investissements), mais réduit ensuite les dépenses d'investissement pour maintenir l'épargne à long terme (richesse financière nette) au niveau de l'HRP. Bien qu'elle soit relativement conservatrice, cette règle permet toutefois de satisfaire les besoins immédiats de développement. Le Timor oriental utilise cette approche.

Les règles basées sur le prix des ressources reposent sur un lissage des recettes des ressources naturelles et sur des objectifs budgétaires pour séparer les dépenses de la volatilité des prix des ressources naturelles. Dans cette approche, les niveaux de dépenses sont déterminés sur la base des recettes lissées des ressources naturelles pour un objectif budgétaire donné. Les projections des recettes des ressources naturelles reposent sur des projections lissées des prix de ces ressources, qui sont une moyenne glissante des prix passés, présents et futurs ; leur pondération respective dépend du degré de lissage souhaité. Les règles basées sur les prix des ressources naturelles sont conçues pour atténuer la volatilité des prix et permettre au solde budgétaire de s'ajuster aux variations des recettes. En outre, elles constituent un instrument approprié pour la création de marges budgétaires. Les prix de référence des produits de base peuvent être calculés à l'aide de formules ou par un comité indépendant (comme au Chili)³. Le Ghana fait appel à une moyenne glissante de sept ans qui inclut trois années de projections. Si les prix passés ont une pondération plus importante, les projections de recettes peuvent être mieux lissées et donc les enveloppes de dépenses seront moins variables, mais cela atténuera les signaux du marché. Donner de plus fortes pondérations aux prix futurs permet de réagir plus facilement aux tendances des prix, mais peut déboucher sur des projections de recettes et des enveloppes de dépenses plus volatiles.

Lorsqu'il existe de fortes préoccupations relatives à la capacité d'absorption des dépenses, une *règle d'augmentation des dépenses* peut être ajoutée pour limiter la croissance des dépenses publiques. Cette règle limite l'augmentation des dépenses publiques en termes nominaux ou réels ou en pourcentage du PIB hors ressources naturelles. Elle contribue à remédier à la nature procyclique de la politique budgétaire et à limiter les dépenses pour tenir compte de la capacité

³Au Chili, une règle budgétaire a été introduite en 2000 : elle limite les dépenses par rapport à une estimation de la tendance des recettes publiques sur la base d'estimations des tendances du PIB et des prix du cuivre, avec un objectif de 1% du PIB pour le solde structurel. Un comité indépendant a été créé pour déterminer les prix du cuivre à utiliser aux fins du budget.

d'absorption (ce qui peut être nécessaire pour assurer l'efficacité des dépenses, mais aussi dans le cas de surchauffe ou de déficits importants du compte courant). Les règles de dépenses constituent un soutien visible et utile au maintien d'une politique budgétaire prudente. Le Pérou et la Mongolie utilisent des règles d'augmentation des dépenses.

Le choix d'un indicateur budgétaire (« l'ancrage ») autour duquel s'articule toute règle ou principe est une question importante à se poser lors de l'élaboration d'un cadre budgétaire :

- *Solde budgétaire global* : bien que fréquemment utilisé, cet indicateur peut être procyclique dans les pays qui dépendent des ressources naturelles et il ne permet pas une analyse de la viabilité budgétaire lorsque les ressources naturelles s'épuisent progressivement. Cependant, il peut donner une indication de la variation de la richesse nette et des besoins bruts de financement lorsque les recettes des ressources diminuent.
- *Solde primaire hors ressources* : c'est un indicateur clé de l'orientation budgétaire dans les pays qui dépendent des ressources naturelles (par exemple, pour déterminer si la politique budgétaire est procyclique ou contra-cyclique). Il peut aider à séparer la politique budgétaire de la volatilité des recettes – ce qui permet un lissage des dépenses pour tenir compte des besoins de développement et de la capacité d'absorption, et il peut être comparé à un repère de viabilité budgétaire à long terme. Cet indicateur peut être ancré soit par un calcul de l'HRP soit par d'autres considérations macroéconomiques. Toutefois une règle du solde primaire hors ressources peut donner l'impression erronée d'une aggravation de la situation budgétaire quand les pays accroissent leur budget d'investissement en réponse à l'augmentation des recettes des ressources naturelles, même lorsque l'accroissement des investissements est compatible avec la stabilité macroéconomique.
- *Solde primaire structurel* : il s'agit du solde primaire lorsque les composantes cycliques des recettes sont éliminées à l'aide d'un prix lissé des ressources (c'est-à-dire que l'on utilise une moyenne des prix passés, présents et futurs des ressources). Cet indicateur est considéré comme plus approprié pour les pays dont les horizons de ressources sont relativement longs. Une règle budgétaire basée sur cet indicateur réduira la transmission de la volatilité des prix des ressources naturelles due à des facteurs extérieurs. Elle sera aussi plus intuitive pour les décideurs qu'une règle du solde primaire hors ressources qui peut exclure de l'objectif budgétaire une part très importante des recettes budgétaires et des activités économiques. En outre, elle peut favoriser la solvabilité par le biais de la prévision prudente de recettes structurelles en favorisant la formulation de projections délibérément inférieures au prix structurel des ressources.

- *Solde budgétaire de base* : utilisé auparavant par la CEMAC pour son critère de convergence budgétaire, il a le mérite de mesurer l'effort budgétaire direct des autorités d'un pays⁴. Pour autant, il n'offre pas un ancrage solide permettant d'évaluer l'orientation budgétaire et d'assurer la viabilité budgétaire à long terme, car les dépenses d'investissement financées sur ressources extérieures, qui sont exclues de cet indicateur, ont un impact sur la demande agrégée et peuvent contribuer à la progression de la dette extérieure. Il peut aussi masquer la nature procyclique de la politique budgétaire.

La CEMAC doit soigneusement peser les choix possibles pour renforcer le cadre de surveillance budgétaire ; de nouvelles analyses sont nécessaires pour choisir la règle budgétaire la plus appropriée⁵. Globalement, toutefois, une règle du solde primaire structurel reposant sur le lissage des prix des hydrocarbures semblerait une option particulièrement appropriée. Cette règle aiderait à remédier aux questions de volatilité et de procyclicalité budgétaire et pourrait être appliquée de manière plus homogène dans toute la Communauté qu'une règle de solde primaire hors ressources. Il serait cependant nécessaire de la calibrer au niveau de chaque pays de manière à l'adapter aux besoins spécifiques de chacun, notamment pour assurer la viabilité à long terme et la stabilité de l'union monétaire. Par exemple, fixer un objectif de solde primaire structurel de zéro ou un solde légèrement positif pour la CEMAC dans son ensemble assurerait vraisemblablement la stabilité de la Communauté ; toutefois, elle pourrait sembler trop restrictive pour les pays qui disposent d'importantes richesses pétrolières et dont les besoins de développement ne sont pas satisfaits.

Des objectifs fixés pour les fonds de stabilisation pourraient compléter utilement toute règle budgétaire au sein de la CEMAC pour garantir une protection suffisante contre des chocs négatifs potentiellement importants sur les prix et les recettes du pétrole. Il existe différentes méthodes pour estimer la taille optimale des fonds de stabilisation, notamment l'établissement de repères et la modélisation de la valeur à risque. Les calculs pour les pays de la CEMAC, qui reposent sur la démarche plus rigoureuse de l'analyse de la valeur à risque, associés à une règle de solde primaire structurel, indiquent que les pays membres devraient accumuler une épargne budgétaire nettement plus importante que celle qu'ils possèdent actuellement⁶. La mise au point d'instruments d'investissement appropriés pour ce type d'épargne, ainsi qu'une bonne gouvernance au sein de l'union monétaire, sont cruciales pour parvenir à cet objectif.

⁴Les indicateurs budgétaires complémentaires du solde structurel de base et du solde budgétaire de base hors pétrole excluent également les dépenses d'investissement financées sur ressources extérieures et présentent donc les mêmes insuffisances que le solde budgétaire global. Un nouveau cadre de convergence de la CEMAC est entré en vigueur en janvier 2018. Il utilise le solde budgétaire global comme nouvel ancrage budgétaire.

⁵Pour une analyse plus détaillée des cadres budgétaires appropriés pour la CEMAC, voir FMI (2013b), annexe 4.

⁶Voir FMI (2014b) pour une estimation des fonds de stabilisations budgétaires optimaux pour la CEMAC.

Bibliographie

- Agbor, Julius, “The future of the CEMAC CFA Franc,” The Brookings Institution, Washington, DC, octobre 2012.
- Aizenman Joshua et Jaewoo Lee, “International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence”, Document de travail du FMI WP/05/198, octobre 2005.
- Avom, Désiré, “Les Fonds souverains en union monétaire : Quels Enseignements pour la BEAC ?”, Présentation lors d’un séminaire sur les fonds souverains organisé par la Banque des États d’Afrique centrale à Libreville au Gabon, août 2012.
- Bagattini, Yudi G., “The Political Economy of Stabilization Funds: Measuring Their success in Resource-Dependent Countries”, Document de travail de l’IDS 356, pp.1-60, janvier 2011.
- Baker, Carol and M. Nxumalo. “Assessing Reserve Adequacy of the Oil-Rich CEMAC Region: What Can We Learn from the 2008-09 Oil Price Shock?” Document de travail du FMI ronéotypé, 2012.
- Banque centrale des États de l’Afrique centrale (BEAC), « Convention de coopération monétaire entre les États membres de la BEAC et la République française », document ronéotypé, novembre 1972.
- , « Convention de compte d’opérations de la banque des États de l’Afrique centrale », document ronéotypé, janvier 2007.
- , « Statuts de la Banque des États de l’Afrique centrale », octobre 2010.
- , « Problématique de centralisation à la BEAC des avoirs en devises des États membres de la CEMAC », document ronéotypé, août 2012.
- Barnichon, Régis, « International Reserves and Self-Insurance Against External Shocks », Document de travail du FMI 08/149, juin 2008.

- Baunsgaard, Thomas, Mauricio Villafuerte, Marcos Poplawski-Ribeiro et Christine Richmond, “Fiscal Framework for Resource-Rich Developing Countries”, Note de discussion des services du FMI SDN/12/04, 2012.
- Bureau d'évaluation indépendant du FMI, “International Reserves; IMF Concerns and Country Perspective”, août 2012.
- Collier, Paul, Frederick van der Ploeg, Michael Spence et Anthony J. Venables, “Managing Resource Revenues in Developing Countries”, Documents des services du FMI Vol. 57, N° 1, pp. 84-118, 2010.
- Comité mixte sur le rapatriement des avoirs en devises des États membres de la CEMAC : « Amélioration du dispositif existant et proposition d'un nouveau type de placement au profit des États », document ronéotypé, août 2012 (a).
- , « Détermination du niveau adéquat des réserves de change de la BEAC et proposition de répartition entre portefeuille d'investissement et de liquidité », document ronéotypé, août 2012 (b).
- , « Dispositif de surveillance du rapatriement des avoirs en devises des États de la CEMAC », document ronéotypé, août 2012 (c).
- , « Réflexion à mener sur la vulgarisation de la réglementation des changes de la CEMAC », août 2012 (d).
- Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC), « Convention régissant l'Union monétaire de l'Afrique centrale (UMAC) », juin 2008.
- Coulibaly, Brahim, “Currency Unions and Currency Crises: An Empirical Assessment”, *Journal of International Economics and Finance* 14 (3): 199-221, 2009.
- Crispolti Valerio et George Tsibouris, “International Reserves in Low Income Countries: Have They Served as Buffers?”, Document de travail du FMI WP/12/07, janvier 2012.
- Dabla-Norris, Era, Jun Il Kim et Kazuko Shirono, “Optimal Precautionary Reserves for Low-Income Countries: A Cost-Benefit Analysis”, Document de travail du FMI WP/11/249, octobre 2011.
- Dehesa, Mario, Emilio Pineda, et Samuel Wendell, “Optimal Reserves in the Eastern Caribbean Currency Union”, Document de travail du FMI 09/77, avril 2009.
- Deléchat, Corinne, Ramirez Gustavo, et Veyrune Romain, “Monetary Policy in a Currency Union? The Case of CEMAC”, chapitre 2 de Gulde Anne-Marie et Charalambos Tsangarides (Eds.), “The CFA Franc Zone – Common Currency, Uncommon Challenges”, FMI 2008.

- Deléchat, Corinne et Martijn Jan Kees, “Reserve Adequacy in the CFA Franc Zone”, Chapitre 5 de Gulde Anne-Marie and Charalambos Tsangarides (Eds.), “The CFA Franc Zone – Common Currency, Uncommon Challenges”, FMI 2008.
- Drummond, Paulo, “Implications of Oil Inflows for Savings and Reserve Management in the CEMAC”, Document de travail du FMI WP/07/243, octobre 2007.
- Drummond, Paulo et Dhasmana Anubba, “Foreign Reserve Adequacy in Sub-Saharan Africa”, Document de travail du FMI WP/08/150, juin 2008.
- Gijón, José, Davide Furceri, et Ernesto Crivelli, “Algeria : Assessing Reserve Adequacy”, Document de la série “Selected Issues” dans le rapport pays du FMI 12/22, janvier 2012.
- Gulde, Anne-Marie, et Charalambos Tsangarides “The CFA Franc Zone: Common Currency, Uncommon Challenges”, FMI 2008
- Fonds monétaire international, “Central African Economic and Monetary Community”, Document de la série “Selected Issues” dans le rapport pays du FMI 05/390, novembre 2005 (a).
- , “Central African Economic and Monetary Community : Staff Report on Common Policies of Member Countries”, rapport pays du FMI 05/403, novembre 2005(b) ; rapport pays du FMI 06/317, août 2006 (b) ; rapport pays du FMI 11/329, novembre 2011(b) ; rapport pays du FMI 12/244, août 2012(a) ; rapport pays du FMI 13/322, novembre 2013(b) ; rapport pays du FMI 15/222, août 2015 ; et rapport pays du FMI 16/277, août 2016.
- , “Central African Economic and Monetary Community: Financial System Stability Assessment”, rapport pays du FMI 06/321, août 2006.
- , “Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions.” Rapport 260, 2007.
- , “Assessing Reserve Adequacy,” Rapport des services préparés par le Département des marchés monétaires et de capitaux, le Département des études et le Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI, février 2011(a).
- , “Fiscal Frameworks for Resource-Rich Developing Countries.” Document de la série “Staff Discussion Note”, rapport 12/04, 2012(b).
- , “Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries”, Document de politique économique du FMI, 2012(c).
- , “Assessing Reserve Adequacy—Further Considerations”, Rapport des services préparés le Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation, novembre 2013(a).

- , “Central African Economic and Monetary Community: Selected Issues dans le rapport pays du FMI 14/305, 2014(a).
- , “Sovereign Asset-Liability Management—Guidance for Resource-Rich Countries.” Document de politique économique du FMI, 2014(b).
- , “Gabon Request for an Extended Arrangement under the Extended Fund Facility-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director.” Rapport pays du FMI 17/205, 2017.
- Iossifov, P., N. Kinoshita, M. Takebe, R. York et Z. Zhan, “Improving Surveillance Across the CEMAC Region”, Document de travail du FMI WP/09/260, novembre 2009.
- Jeanne, Olivier et Romain Rancière, “The optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications”, Document de travail du FMI WP/06/29, octobre 2006.
- Laurens, Bernard et Alexander Attié, “Bank of Central African States – Foreign Asset Management : Short and Medium-Term Issues”, Rapport d’assistance technique, Département des marchés monétaires et de capitaux, FMI, document ronéotypé, juillet 2007.
- Laurens, Bernard, Gueye Coumba et Durré Alain, “Bank of Central African States – Reserve Management, Research, and Regional Public Debt Market”, Rapport d’assistance technique, Département des marchés monétaires et de capitaux, FMI, document ronéotypé, juin 2009.
- Len, Stephen, “Sovereign Wealth Fund Investment Strategies: Complementing Central Bank Investment Strategies”, in Das Udaibir S., Mazarei Adnan, et Horn van der Han (Eds.), *Economics of Sovereign Wealth Funds – Issues for Policymakers*, FMI, 2010.
- Levy Yeyati, Eduardo, “What Drives Reserve Accumulation (and at What Cost)?”, 2010, disponible à l’adresse suivante :<http://www.voxeu.org/article/what-drives-reserve-accumulation-and-what-cost>.
- Mpatswe, Gaston, Sampawende Tapsoba et Robert York, “The Cyclicity of Fiscal Policies in the CEMAC Region”, Bernardin Akitoby et Sharmini Coorey (Eds.) dans *Oil Wealth in Central Africa: Policies for Inclusive Growth*, FMI, 2012.
- Mwase, Nkunde, “How Much Should I Hold? Reserve Adequacy in Emerging Markets and Small Islands”, Document de travail du FMI WP/12/205, août 2012.
- Schipke, Alfred, “Snapshot of Another Currency Union – The Eastern Caribbean Currency Union”, *Finance et développement* N. 49, mars 2012.
- Schipke, Alfred, Aliona Cebotari et Nita Thacker, *Eastern Caribbean Economic and Currency Union: Macroeconomics and Financial Systems*, FMI, 2013.

- Van Beek, Frits, Jose Roberto Rosales, Mayra Zermeno, Ruby Randall et Jorge Shepherd, "The Eastern Caribbean Currency Union: Institutions, Performance, and Policy Issues", Document de la série "Occasional Papers" 195, FMI, 2000.
- Wiegand, Johannes, "Fiscal Surveillance in a Petro Zone: The Case of the CEMAC", Document de travail du FMI WP/04/8, janvier 2004.
- Wijnholds, J. Onno et Lars Søndergaard, "Reserve Accumulation : Objective or By-Product?", Document de la série "Occasional Papers" de la Banque centrale européenne 73, septembre 2007.
- Williams, Oral, Polius Tracy et Hazel Selvon, "Reserve Pooling in the Eastern Caribbean Currency Union and the CFA Franc Zone: A comparative Analysis", Document de travail du FMI WP/01/104, août 2001.
- Yéhoué, Étienne B., "International Risk Sharing and Currency Unions : The CFA Franc Zone", Document de travail du FMI WP/05/95, mai 2005

