

WP/13/226

# IMF Working Paper

---

Vers une politique monétaire plus efficace : le cas de  
la République démocratique du Congo

*Felix Fischer, Charlotte Lundgren, et Samir Jahjah*

**Document de travail du FMI**

Département Afrique

**Vers une politique monétaire plus efficace :****Le cas de la République démocratique du Congo****Préparé par Felix Fischer, Charlotte Lundgren, et Samir Jahjah**

Distribution autorisée par S. Kal Wajid

Octobre 2013

**Le présent document de travail ne doit pas être cité comme représentant les vues du FMI.** Les vues exprimées dans le présent document de travail sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement le point de vue ou la politique du FMI. Les documents de travail rendent compte des études entreprises par les auteurs et sont publiés pour susciter des commentaires et approfondir le débat.

**Résumé**

Le présent document examine les difficultés de la politique monétaire de la République démocratique du Congo dans un contexte de dollarisation poussée du système bancaire et de faiblesse institutionnelle. Une analyse empirique confirme que la Banque centrale du Congo n'est guère en mesure de maîtriser l'inflation, en dépit d'une réactivité rapide aux chocs inflationnistes. Pour renforcer l'efficacité de la politique monétaire, il n'existe pas une multitude d'options. Après avoir passé en revue les avantages et les inconvénients de différents régimes de changes, nous concluons que le renforcement du cadre actuel de politique monétaire demeure la meilleure voie à suivre, compte tenu du fait que le pays est vulnérable à de fréquents chocs sur les termes de l'échange.

JEL : E520, E580, E510, O110, O160.

Mots clés : dollarisation, politique monétaire, inflation, régime de taux de change, dédollarisation, approfondissement financier.

Adresse électronique des auteurs : [ffischer@imf.org](mailto:ffischer@imf.org) ; [clundgren@imf.org](mailto:clundgren@imf.org) ; [sjahjah@imf.org](mailto:sjahjah@imf.org)

## SOMMAIRE

<b>RÉSUMÉ</b>	1
<b>I. INTRODUCTION</b>	3
<b>II. DESCRIPTION DE LA SITUATION</b>	4
A. Quelques faits stylisés	4
B. Le cadre de politique monétaire actuel	8
C. Evaluation de l'efficacité de la politique monétaire	10
<b>III. CONTRAINTES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE</b>	14
<b>IV. LES DIFFÉRENTES VOIES POSSIBLES POUR AMÉLIORER L'EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE</b>	19
A. Une banque centrale totalement indépendante	19
B. Ancrage fixe par dollarisation totale ou taux de change fixes	22
<b>V. CONCLUSIONS</b>	27
<b>RÉFÉRENCES</b>	31
<b>ENCADRÉS</b>	
1. Estimation de la demande de monnaie par la BCC	8
2. Dollarisation : considérations générales issues des études publiées	15
3. Réforme de la Banque centrale	18
4. Dédollarisation de la RDC : enseignements de l'expérience d'autres pays	23
<b>GRAPHIQUES</b>	
1. Croissance du PIB reel et inflation, 1996-2012.	4
2. Développement des agrégats monétaires, 2006-2012.	4
3. Évolution des prix	5
4. Dépôts en devises en pourcentage du total des dépôts dans plusieurs économies dollarisées	6
5. Monnaie au sens large en pourcentage du PIB dans plusieurs pays	7
<b>TABLEAUX</b>	
1. Estimation du vecteur à correction d'erreurs	11
2. Riposte de la Banque centrale aux chocs d'inflation et aux écarts par rapport à l'équation de cointégration	13
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	31

## **POUR UNE POLITIQUE MONETAIRE PLUS EFFICACE : LE CAS DE LA REPUBLIQUE DEMOCRATIQUE DU CONGO**

### **I. INTRODUCTION**

1. Après de nombreuses années de conflit armé et de mauvaise gestion économique la République démocratique du Congo (RDC) connaît depuis une croissance soutenue et une relative stabilité macroéconomique. En 2003-2011, la croissance de son PIB réel a été en moyenne de 6.2 %, contre une contraction annuelle moyenne de 4,5 % entre 1991 et 2002. Le taux de change nominal s'est stabilisé et a contribué à réduire l'inflation, la ramenant sous la barre des 10 %, après de nombreuses années d'inflation élevée et irrégulière, voire d'hyperinflation. Grâce à des politiques macroéconomiques prudentes et aux réformes structurelles en cours, l'économie se porte mieux. Le gouvernement a en particulier notablement amélioré sa gestion des finances publiques et maîtrisé la dépense publique en liant sa politique fiscale à l'objectif de l'élimination du financement (net) du déficit budgétaire par la Banque centrale du Congo (BCC). La BCC a également apporté des améliorations à ses instruments monétaires, renforcé ses capacités institutionnelles et administratives et reconstitué ses réserves internationales. En dépit de ces progrès, la maîtrise de l'inflation à un niveau faible et stable continue de poser des difficultés aux autorités de RDC : jusqu'à une date récente, les taux d'inflation ont été extrêmement volatils et supérieurs à ceux de ses principaux partenaires commerciaux.

2. Plusieurs des facteurs qui semblent entraver l'efficacité de la politique monétaire de la BCC sont examinés dans ce document. Citons notamment la forte dollarisation du système bancaire de la RDC et la faiblesse institutionnelle de la BCC, due en partie à sa faible indépendance et à sa mauvaise situation financière (patrimoine financier négatif).

3. La section II du document examine la situation spécifique du pays à l'aune de laquelle doit être évalué le cadre de politique monétaire et procède à une analyse empirique de l'efficacité des mesures prises par la BCC pour juguler l'inflation. La section III porte sur les contraintes auxquelles est confrontée la politique monétaire de la BCC, notamment celles qui tiennent au fait qu'elle opère dans une petite économie ouverte marquée par des antécédents peu convaincants et une faible crédibilité. La section IV présente les différentes voies qui s'offrent aux autorités de la RDC pour renforcer l'efficacité de sa politique monétaire, notamment un régime de parité fixe et la dollarisation complète. La Section V conclut l'analyse en suggérant que les autorités poursuivent les réformes de renforcement du cadre de politique monétaire, qui apparaissent comme la meilleure option.

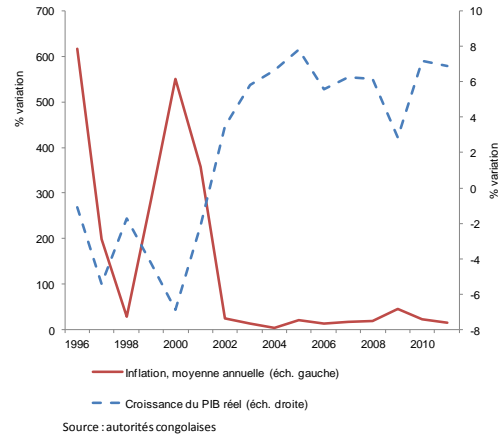
## II. DESCRIPTION DE LA SITUATION

### A. Quelques faits stylisés

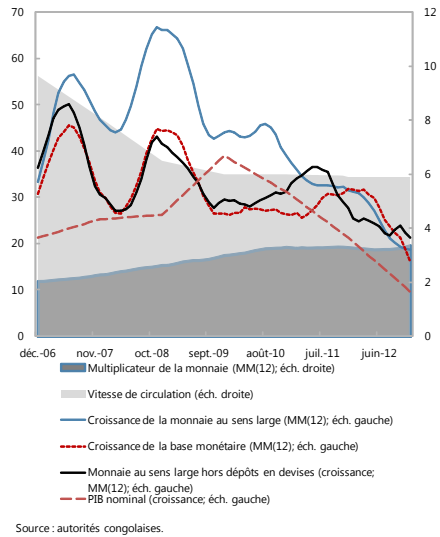
4. Ces dernières années, on a assisté à une baisse spectaculaire de l'inflation, accompagnée d'un net rebond de la croissance (graphique 1). En 1970-1990, l'inflation moyenne s'élevait à 50 %, avec des pointes d'hyperinflation pendant les années 1990, principalement parce que la BCC finançait le déficit budgétaire des administrations centrales. La croissance annuelle du PIB était alors de 0,7 % en moyenne, soit nettement moins que la croissance démographique.

5. La baisse de l'inflation, ramenée à environ 10 à 15 % par an depuis quelques années et sous la barre des 10 % en 2012, s'explique essentiellement par une meilleure gestion des finances publiques, l'assainissement des finances publiques et l'élimination progressive du financement par la BCC du déficit des administrations centrales, ainsi qu'à une meilleure coordination entre le Trésor et la BCC. Le déficit (de trésorerie) des administrations centrales a été divisé par deux en quelques années : en 2001-2011, le déficit budgétaire était en moyenne de 4,3 % du PIB, contre 8,5 % en moyenne pour la période 1970–2000. Grâce à un recours accru à des leviers d'action s'appuyant sur les forces du marché et à une meilleure prévision des liquidités, la BCC a pu maintenir les principaux agrégats monétaires à des niveaux compatibles avec son objectif d'inflation sous la barre des 10 %. Ces dernières années, la croissance de la masse monétaire au sens large a convergé avec celle du PIB, la vitesse de circulation de l'argent a d'abord baissé (avant de se stabiliser), et le multiplicateur monétaire s'est accru malgré le relèvement des réserves obligatoires, ce qui dénote un regain de confiance et un certain approfondissement financier (graphique 2).

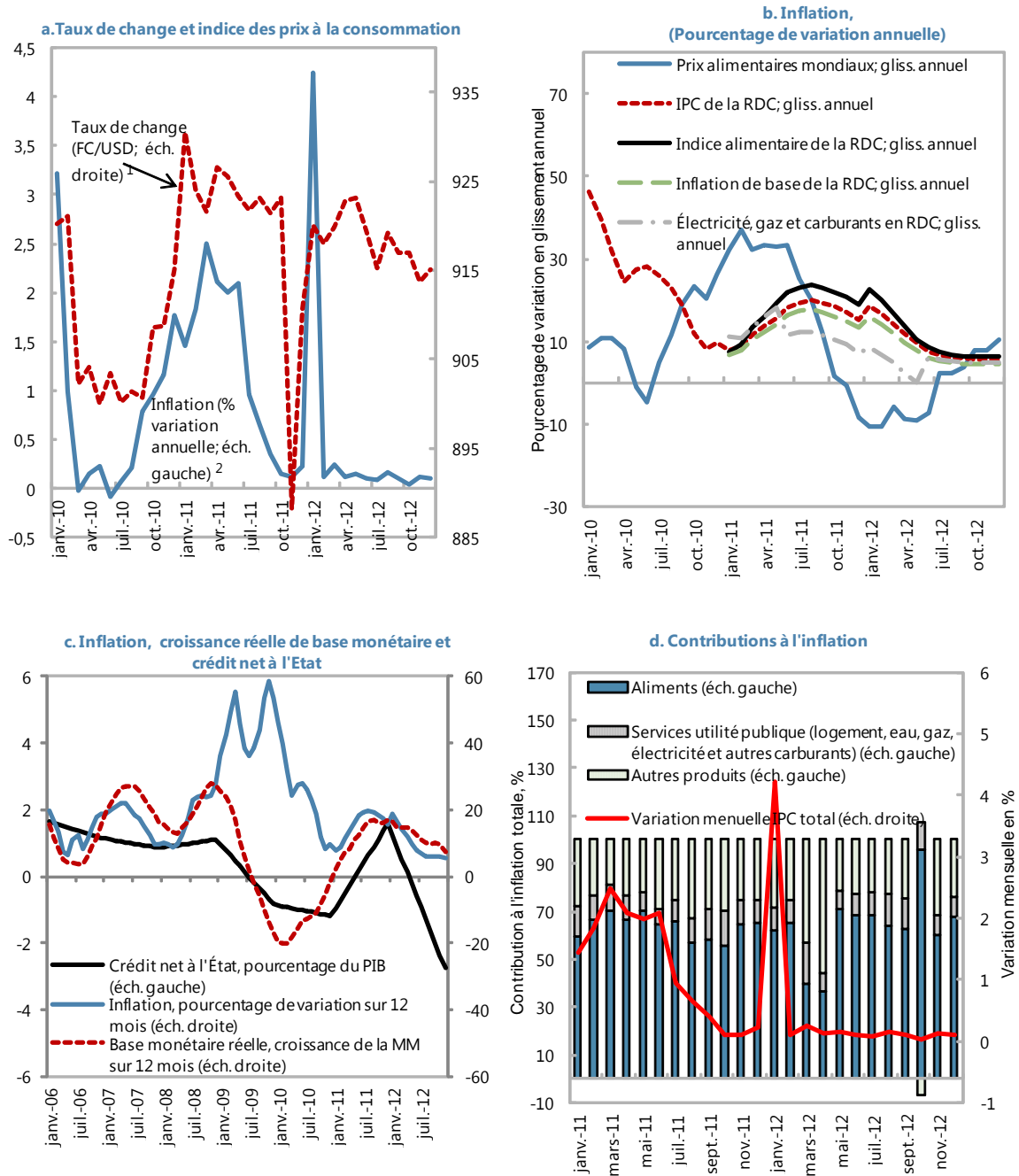
Graphique 1. Croissance réelle du PIB et inflation 1996-2012



Graphique 2. Évolution des agrégats monétaires, 2006-2012 (Pourcentages)



### Graphique 3. Évolution des prix



Sources : autorités congolaises; estimation des services du FMI

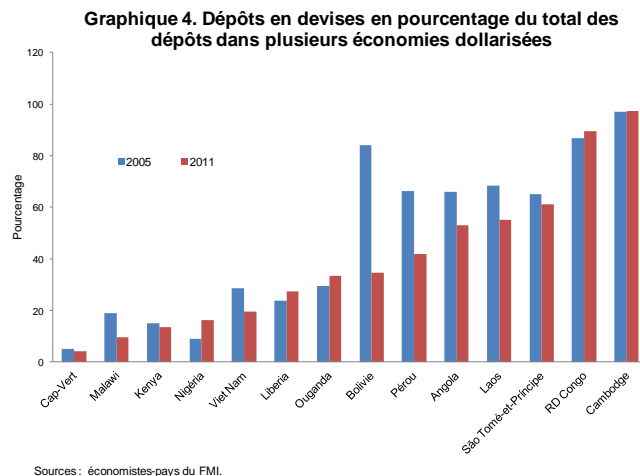
<sup>1</sup> Le changement brutal du taux de change fin 2011 s'explique pour une large part par une variation exceptionnelle de l'offre et de la demande de dollars sur le marché national dans le contexte des élections nationales.

<sup>2</sup> L'augmentation temporaire de l'inflation en janvier 2012 s'explique par une erreur commise par de nombreux négociants dans l'application de la nouvelle TVA, corrigée par la suite.

6. Étant donné l'amélioration de la discipline budgétaire ces dernières années, l'inflation a été influencée essentiellement par le taux de change (graphique 3a) et par des facteurs exogènes tels que les prix importés des produits alimentaires et pétroliers importés (graphique 3b), plutôt que par le financement par la Banque centrale du déficit budgétaire (graphique 3c).<sup>1</sup> En période de stabilité des taux de change, les prix des produits alimentaires ont été le principal déterminant de l'inflation (graphique 3d). De fait, les chiffres disponibles d'indice des prix à la consommation (IPC) portent uniquement sur Kinshasa, où la part de produits importés est la plus élevée,<sup>2</sup> d'où l'incidence dominante des variations des taux de change sur l'inflation. De plus, la pondération de l'alimentation dans l'IPC est élevée (54 %) (graphique 3d). Les services de réseau, combustible inclus, sont aussi en grande partie importés et représentent un poids de 12 % dans l'IPC. L'inflation globale et l'inflation hors énergie et alimentation évoluent à peu près parallèlement car les produits alimentaires représentent aussi un poids important de l'inflation tendancielle (graphique 3b).

7. L'inflation, bien que ralentie, demeure volatile. Depuis 2000-2003, l'indice hebdomadaire de volatilité de l'inflation a fortement diminué, passant de plus de 2,9 (c'est-à-dire que l'écart type de l'inflation sur une semaine atteignait presque trois fois sa moyenne), s'établissant à 1,4 pendant la période 2009-2012, alors que l'inflation hebdomadaire moyenne se stabilisait à environ 0,2 % entre 2010 et 2011.<sup>3</sup> De nombreuses années de forte inflation marquées par des épisodes de crises des changes ont entraîné une dollarisation rapide de l'économie et, en particulier, du

système financier. Toutefois, comme la majeure partie de la population n'a pas d'autre choix que d'utiliser la monnaie locale pour les transactions courantes, la politique monétaire conserve une certaine prise. La dollarisation est partie d'un niveau relativement bas dans les années 1970 et s'est accélérée pendant les années 1990, parallèlement à la hausse de l'inflation (Ngonga Nzinga et Ulimwengu, 1998). Plus récemment, la proportion de dépôts en dollars par rapport au total des dépôts oscille autour de 90 % (soit 70 % par rapport à la



<sup>1</sup> Données monétaires détaillées disponibles à partir de 2006.

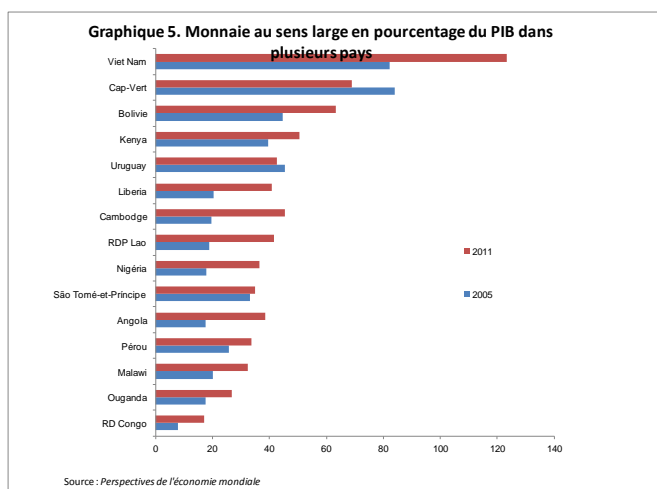
<sup>2</sup> Pas de données disponibles sur la part des importations dans la consommation de produits alimentaires.

<sup>3</sup> L'inflation hebdomadaire moyenne est passée de 0,21 % en 2003-2005 à 1,33 en 2006-2008 puis à 0,41 % en 2009-2012. Si l'on exclut l'année exceptionnelle que fut 2009, l'inflation hebdomadaire moyenne est de 0,2 % et la volatilité de 1,3.

masse monétaire au sens large), ce qui est élevé, même par rapport à d'autres économies très dollarisées (graphique 4).

Cependant sachant que le PIB par habitant équivaut à seulement 0,4 dollars par jour et que les coupures de moins de 10 dollars sont rarement acceptées dans les transactions de tous les jours, la monnaie locale demeure un instrument essentiel pour les transactions courantes pour la majeure partie de la population.

8. Malgré l'émergence d'un grand nombre de banques commerciales ces dernières années, le secteur financier demeure marginal et peu développé.<sup>4</sup> Moins de 1 % de la population a accès à une banque commerciale, et seulement 7 % des entreprises commerciales utilisent les banques pour financer leurs investissements.<sup>5</sup> La monétisation de l'économie de la RDC est également très faible au regard des standards internationaux.



La masse monétaire au sens large représente moins de 17 % du PIB, contre une moyenne d'environ 46 % dans l'Afrique subsaharienne (AfSS) (graphique 5). Du fait de la faiblesse du système réglementaire et judiciaire, le recours aux garanties/prêts collatéraux est limité, ce qui contraint les banques commerciales à ne prêter qu'à un petit nombre de sociétés et d'individus auxquels elles font confiance : l'autofinancement demeure la principale source d'investissement pour beaucoup d'entreprises et de particuliers. L'investissement dans le secteur de l'extraction minière (et plus généralement, dans le secteur des ressources naturelles) est principalement financé sur les marchés internationaux, et seulement 6 % environ du crédit au secteur privé vont au secteur minier. L'asymétrie des échéances entre les dépôts et les prêts et le manque d'instruments d'épargne de long terme limitent la capacité des banques commerciales à financer les gros investissements : les prêts syndiqués sont, quant à eux, quasi inexistantes. Il n'existe pas de marché financier, et le marché monétaire (qui représente moins de 1 % du PIB) se limite pratiquement aux bons du Trésor de la

<sup>4</sup> Au 31 décembre 2011, il existait 20 banques commerciales en RDC, dont 15 établies après 1998. Quinze bureaux de change agréés traitaient un montant total moyen de 7 à 8 millions de dollars sur le marché au comptant. Il existe en théorie un marché des changes interbancaires mais il n'est pas actif : ses participants peuvent procéder à des opérations au comptant et à terme, mais en 2011 il n'y en a eu aucune.

<sup>5</sup> Voir Indicateurs du développement dans le monde [http://data.worldbank.org/country/congo-dem-rep#cp\\_wdi](http://data.worldbank.org/country/congo-dem-rep#cp_wdi).



Banque Centrale, les prêts interbancaires n'étant que peu nombreux.<sup>6</sup>

## B. Le cadre de politique monétaire actuel

9. L'objectif premier de la BCC est d'assurer la stabilité des prix.<sup>7</sup> Malgré une forte dollarisation, l'objectif intermédiaire de la BCC est la monnaie de base. Pour conduire sa politique monétaire, la BCC définit une trajectoire de croissance de la masse monétaire compatible avec son objectif d'inflation et avec sa projection de croissance de l'économie. La croissance de la masse monétaire est divisée en objectifs hebdomadaires par la BCC en fonction des projections actualisées de demande de monnaie (Encadré 1). Si la croissance à court terme projetée de la masse monétaire dévie par rapport à la trajectoire programmée, la BCC intervient et injecte ou absorbe des liquidités en achetant ou vendant des instruments émis par la Banque Centrale.

### Encadré 1. Estimation de la demande de monnaie par la BCC

En 2009, la BCC a défini son cadre, ses objectifs et ses instruments de politique monétaire dans une Boîte à outils.<sup>1</sup> Cette boîte à outils définit également un cadre pour aider les services de la BCC à analyser le mécanisme de transmission et la nature des chocs et les autres facteurs qui influencent les fluctuations monétaires, ainsi que les impacts que l'on peut en attendre en ce qui concerne les objectifs monétaires. Le rôle de l'autorité monétaire est d'effectuer le suivi et de dresser des prévisions sur les cycles économiques, de déceler les changements qui peuvent intervenir dans la demande de monnaie et d'apporter une réponse en utilisant les bons instruments de politique monétaire. Le cadre comprend également une méthode d'estimation de la demande de monnaie.

Concrètement, chaque début de semaine, la BCC estime l'ampleur de ses interventions pour la semaine en fonction de la différence entre le résultat de sa programmation monétaire et la projection de bilan de la BCC. Les services de la BCC (travaillant dans le cadre d'un sous-comité technique chargé de la prévision des liquidités) se base, d'une part sur un certain nombre de facteurs qui affectent son bilan, pour la plupart exogènes, notamment le cash-flow du Trésor, les besoins de refinancement des banques commerciales, les mouvements nets des autres éléments, la position auprès de la Banque des règlements internationaux (BRI) et le solde disponible en devises étrangères, et d'autre part sur la projection du besoin de devises étrangères pour la semaine à venir. Les projections de ce sous-comité sur les dépenses et les recettes de l'État sont discutées et ajustées en coordination avec les services du Trésor.

<sup>1</sup>Voir Nganga Nzinga, Vincent (mars 2011) *Boîte A Outils de la Politique Monétaire de la Banque Centrale du Congo*.

<sup>2</sup>See *Ordre de Service No 007/10* qui définit la structure et le fonctionnement du Sous-comité technique de prévision de la liquidité.

<sup>6</sup> En moyenne, une banque a recours au marché interbancaire une fois toute les deux semaines. Le volume quotidien des activités du marché interbancaire représente 0,01 % du PIB.

<sup>7</sup> Voir l'article 3 de la Loi sur la Banque centrale (*Loi N°005/2002 du 07 Mai 2002 relative à la constitution, à l'organisation et au fonctionnement de la Banque Centrale du Congo*). L'article 6 précise que la BCC a pour objectif secondaire d'assurer « la stabilité interne et externe de la monnaie nationale ». En pratique, la Banque centrale interprète cette disposition comme un régime de changes flottants avec des interventions destinées à limiter la volatilité du taux de change.

10. L'instrument de la politique monétaire de la BCC est le taux d'intérêt directeur. La BCC fait varier son taux directeur pour répondre à des chocs monétaires perçus comme permanents. En relevant le taux d'intérêt, la BCC cherche à accroître l'attrait des actifs en monnaie nationale, réduisant la liquidité dans le système. Lorsque l'inflation atteignait des taux à deux chiffres, la BCC visait un taux directeur réel d'environ 10 %. Quand l'inflation est à la baisse, la positivité ciblée est plus basse. La BCC estime qu'il faut compter environ deux ou trois mois pour que le taux directeur ait un impact sur la demande de monnaie. La chambre de compensation n'opère qu'en monnaie nationale, ce qui signifie que les banques sont obligées de détenir suffisamment de monnaie locale pour éviter d'avoir à se financer auprès de la BCC à un taux de 2 % au dessus du taux directeur pour satisfaire aux impératifs de réserves obligatoires.

11. D'après le cadre opérationnel de la Banque centrale, la source et la durée de la déviation par rapport à la trajectoire programmée doivent déterminer le type de l'intervention monétaire qui sera engagée ; pour cela, un tableau de calibrage associe l'instrument monétaire adéquat pour chaque type de choc autonome sur la demande de monnaie :

- **Adjudication de billets de trésorerie (BTR) :** L'adjudication hebdomadaire de BTR,<sup>8</sup> actuellement d'une échéance de 7 ou 28 jours, est le principal instrument de marché utilisé pour répondre à des chocs monétaires temporaires tels qu'un pic soudain des dépenses publiques ou un excédent de réserves des banques commerciales. La BCC annonce le volume des émissions qu'elle prévoit pour la semaine à venir, et les participants peuvent soumissionner jusqu'au niveau du taux directeur.<sup>9</sup> Le taux des BTR serait aussi utilisé comme taux de référence sur le marché interbancaire.
- **Interventions sur les devises :** D'après le cadre actuel, les interventions sur les devises ont pour but de lisser les fluctuations des taux de change, de corriger les imperfections du marché des changes<sup>10</sup> et d'atteindre l'objectif de réserves internationales de la BCC nécessaire pour amortir les chocs exogènes sur la balance

---

<sup>8</sup> Les adjudications ont lieu tous les mercredis. La BCC annonce le nombre de BTR mis aux enchères; les banques commerciales peuvent faire plusieurs offres à différents taux, jusqu'à 13 h. Les offres sont alors classés par taux d'intérêt croissant et les BTR vendus aux meilleurs offreurs jusqu'à concurrence du nombre de BTR émis par la BCC. Les BTR sont rémunérés au taux d'intérêt offerts par les banques. La BCC publie alors l'offre minimum, l'offre maximum et la moyenne pondérée des offres acceptées.

<sup>9</sup> Le règlement de la BCC n° 009/10 sur la Structure et le fonctionnement du Comité d'adjudication des billets de trésorerie (CAB) définit le rôle du CAB dans l'organisation des adjudications. Les modalités des adjudications doivent être publiées dans des « avis » publics, et le montant de l'adjudication ainsi que la moyenne pondérée des taux d'intérêts communiqués aux participants à l'adjudication.

<sup>10</sup> La BCC intervient sur le marché des changes (sur lequel environ 90 % des réserves étrangères sont échangées) lorsque le taux de change officiel s'écarte de plus de 1 ½ % du taux du marché parallèle pendant une période d'au moins dix jours.

des paiements. La stérilisation doit être effectuée, si nécessaire, pour éviter un impact sur le stock de monnaie.<sup>11</sup> Le taux de change a montré une stabilité remarquable *de facto* depuis quelques années, ce qui a poussé le FMI à changer plusieurs fois de catégorie le régime des changes de facto de Congo et à le classer dans différents régimes contrôlés depuis 2010.<sup>12</sup>

- **Modifications des règles de réserves obligatoires des banques commerciales :** Cet instrument n'est que rarement utilisé. Les réserves obligatoires ne sont pas rémunérées et doivent être détenues en monnaie nationale, bien qu'elles s'appliquent aussi aux dépôts en dollars, ce qui peut limiter la capacité des banques à accepter des dépôts importants en dollars.<sup>13</sup>

### C. Évaluation de l'efficacité de la politique monétaire

12. Dans le cadre actuel, le principal instrument disponible en cas de chocs monétaires et de déviation par rapport à l'objectif d'inflation est de faire varier la base monétaire en jouant sur le taux directeur. Dans cette section, on cherchera à déterminer si l'instrument du taux directeur est vraiment opérant et s'il a un impact sur l'inflation. Dans un premier temps, nous commencerons par définir les principaux déterminants de l'inflation. Ensuite, nous évaluerons l'action des autorités (fonction) en réponse aux chocs inflationnistes, estimés par les résidus de l'équation d'inflation. Nous évaluerons l'efficacité de cette action. Notre évaluation empirique est assez ambitieuse et doit être interprétée avec précaution compte tenu du manque de données disponibles pour la RDC, de la petite taille de l'échantillon et des ruptures structurelles (notamment dues à la guerre civile) qui caractérisent cette série temporelle. De plus, on manque de données de production mensuelles ou trimestrielles et le marché interbancaire est très peu utilisé, ce qui limite grandement la gamme des options de modélisation – en particulier pour estimer la fonction de la demande de monnaie.

13. L'échantillon se compose de six variables pour lesquels on dispose de données mensuelles entre 2002 et 2012. Les variables sont la base monétaire (M1), le taux de change nominal, le taux directeur de la Banque centrale, l'IPC, et les prix de l'alimentation et ceux

---

<sup>11</sup> La BCC vend des dollars au gré des besoins par adjudication de dollars, n'importe quel jour ouvré de la semaine. Les achats de dollars par la BCC sont négociés directement avec les banques (sans mise aux enchères), pratique qui est à déconseiller parce qu'elle peut aboutir à des pratiques de taux de change multiples, avec des conséquences néfastes pour le développement des marchés, entraîne une moindre liquidité des marchés et perturbe les mécanismes de détermination des prix. Cette pratique pose en outre des problèmes de transparence des opérations de la banque centrale, ce qui nuit à la concurrence dans le secteur des banques en dopant le pouvoir de marché de quelques banques élues, et à terme compromet la crédibilité de la Banque centrale.

<sup>12</sup> Le rapport annuel du FMI sur les régimes et les restrictions de change classe le régime de change de la RDC comme « Arrimage variable au fil du temps » en 2010 et « Autres régimes dirigés » en 2011.

<sup>13</sup> Les autorités de RDC reconnaissent qu'il n'est pas conforme aux bonnes pratiques de rémunérer les réserves légales moins que les taux du marché ou de ne pas les rémunérer du tout, parce que cela équivaut à une taxe sur les banques.

du pétrole sur les marchés mondiaux. Toutes les variables ont une racine unitaire (test Dickey-Fuller augmenté ou test Phillips-Perron). Nous testons l'existence d'un vecteur de cointégration au moyen de la procédure de Johansen (1988),<sup>14</sup> en prenant comme variables endogènes le niveau des prix, la base monétaire et le taux de change.

### Déterminants clés de l'inflation

14. Il existe une relation de long terme entre les trois variables endogènes : IPC, base monétaire et taux de change nominal. A long terme, le niveau des prix est essentiellement déterminé par le taux de change nominal – ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la forte dollarisation de l'économie de la RDC – et la base monétaire. L'élasticité des prix à long terme par rapport au taux de change nominal et par rapport à la base monétaire est forte : respectivement 0,80 et 0,31. Le coefficient du taux de change confirme l'analyse : le taux de change est effectivement le principal déterminant de l'indice des prix – effet secondaire de la dollarisation - et constitue une contrainte importante pour la conduite de la politique monétaire.

15. Les dynamiques à court terme du modèle sont résumées dans le tableau 1. Contrairement aux observations faites précédemment et malgré la forte pondération de l'alimentation dans le panier de l'IPC,<sup>15</sup> le modèle ne révèle pas un impact très important des prix des produits alimentaires mondiaux sur l'inflation. En revanche, les prix mondiaux du pétrole ont un fort impact sur l'inflation, avec un décalage temporel important, mais avec un mauvais signe. Cet effet contre-intuitif coïncide avec l'historique des prix du carburant contrôlés par les autorités. Les variations du taux directeur ont un impact dans le sens attendu mais avec un décalage de plus de six mois, soit plus que l'estimation par la BCC du délai de transmission du taux directeur à l'inflation, qui est d'un trimestre.

---

<sup>14</sup> Nous fixons le nombre de retards dans le modèle vectoriel autorégressif à 6—choix validé par 3 des 5 critères de sélection séquentielle des retards. Les tests de cointégration sans contrainte (valeur trace et valeur propre) indiquent la présence d'un vecteur de cointégration.

<sup>15</sup> Le poids total des *produits alimentaires et boissons non alcoolisées* dans l'IPC global est de 54 %. Il n'y a pas de ventilation entre aliments importés et aliments produits dans le pays. La deuxième composante de l'IPC est la rubrique *Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*, qui totalise 12 % (dont gaz, électricité et autres combustibles représentent 3 %). La troisième composante est le transport, qui pèse pour 8 %.

**Tableau 1 : Estimations du modèle vectoriel à correction d'erreurs**

Équation de cointégration			
LCPI(-1)	1		
LBM(-1)	-0,31		
	[ -6.04]		
LEXCA(-1)	-0,8		
	[ -5.88]		
C	3,91		
Correction d'erreurs :	D(LCPI)	D(LBM)	D(LEXCA)
Equ de cointegration	-0,072	-0,059	-0,011
	[ -3.52]	[ -0.73]	[ -0.23]
D(LDRATE(-6))	-0,006	0,012	-0,008
	[ -1.40]	[ 0.68]	[ -0.74]
D(LDRATE(-8))	-0,008	-0,021	-0,038
	[ -1.80]	[ -1.15]	[ -3.52]
D(LOILP(-11))	-0,037	-0,022	-0,053
	[ -2.68]	[ -0.39]	[ -1.63]
R-carré	0,52	0,22	0,28
R-carré aj.	0,43	0,09	0,16

<sup>1</sup> Les coefficients des variables endogènes décalées ne sont pas représentés.

<sup>2</sup> Les décalages statistiquement insignifiants des variables exogènes ont été exclus de la régression..

<sup>3</sup> [] indique les statistiques t.

<sup>4</sup> LCPI, LBM, LEXCA, LDRATE et LOILP représentent respectivement les log de l'indice des prix à la consommation, de la base monétaire, du taux de change nominal, du taux directeur et du prix du pétrole sur le marché mondial.

### Réponse des pouvoirs publics aux chocs d'inflation

16. Pour évaluer le délai de réaction des pouvoirs publics en cas de choc d'inflation, nous appliquons une régression aux variations du taux directeur par rapport aux résidus de l'équation de correction d'erreur pour l'inflation (RESID01), lesquels sont interprétés comme des chocs d'inflation. A l'aide du test de Wald nous limitons le nombre de chocs d'inflation

décalés (maximum 12 mois), et les résultats montrent que le taux directeur est ajusté avec un délai d'un mois (tableau 2 (a)). La riposte aux chocs d'inflation est donc rapide, même si elle relève d'une démarche réactive plutôt que d'anticipation.

**Tableau 2 : Riposte de la banque centrale aux chocs d'inflation et écart par rapport à l'équation de cointégration**

(a)		(b)	
Chocs d'inflation		Écart par rapport à l'équation de cointégration (chocs sur les prix)	
<b>RESID01(-1)</b>	<b>3,25</b>	<b>DEVIATION(-1)</b>	<b>-1,21</b>
	[2.09]		[-3.65]
RESID01(-4)	-1,89	<b>DEVIATION(-7)</b>	<b>-1,21</b>
	[-1.23]		[-2.63]
RESID01(-9)	-2,42	<b>DEVIATION(-8)</b>	<b>2,48</b>
	[-1.58]		[5.38]
Constant	0	<b>DEVIATION(-10)</b>	<b>-1,53</b>
			[-4.98]
		<b>DEVIATION(-11)</b>	<b>2,35</b>
			[6.49]
		<b>DEVIATION(-12)</b>	<b>-1,5</b>
			[-6.43]
		Constante	-0,01
R-carré	0,07		0,38
Durbin-Watson	1,82		2,01

<sup>1</sup> RESID01 correspond aux résidus de l'équation de l'inflation du tableau 1.

<sup>2</sup> DEVIATION représente l'écart par rapport au vecteur de cointégration à long terme.

### Quelle est l'efficacité de la réponse de la banque centrale?

17. La première étape de la transmission des taux d'intérêt est la transmission du taux directeur aux autres taux d'intérêt dans l'économie, en particulier le taux prêteur. Des tests préliminaires semblent montrer que le taux prêteur ne change pas au gré du taux directeur – ce qui s'explique peut-être par la forte dollarisation de l'économie et par le recours important aux prêts en devises. Cela tend à affaiblir le mécanisme de transmission monétaire.

18. Le deuxième lien est le lien entre le taux directeur et la base monétaire. Nous ne pouvons pas mettre en évidence de relation de causalité entre le taux d'intérêt directeur et la base monétaire. Cela pourrait s'expliquer par l'insuffisance des données ou par le faible développement du secteur bancaire, puisque la majorité des habitants – qui sont les principaux détenteurs de monnaie nationale – n'ont pas accès à des services financiers formels. Il se peut que le taux des BTR, et non le taux directeur, ait un lien plus direct avec la

base monétaire. Les billets de trésorerie, considérés comme sans risque, pourrait être le taux de référence utilisé par les banques pour fixer leurs taux prêteurs à des emprunteurs privés à risque plus élevés. Une évaluation plus détaillée de l'efficacité de la riposte des pouvoirs publics pour maîtriser l'inflation nécessiterait des informations plus riches, et notamment les chiffres mensuels des opérations de trésorerie et les données de production ainsi que les positions de portefeuille des banques commerciales entre actifs libellés en dollars et en CDF.

19. Les principales conclusions de cette analyse montrent que (i) la forte dollarisation de l'économie est reflétée dans la relation à long terme ; cela représente une contrainte importante ; (ii) la Banque centrale a été réactive aux chocs d'inflation, utilisant le taux directeur pour limiter les hausses de prix – mais l'analyse suggère que cette instrument, s'il est opérant, prend au moins six à huit mois pour avoir un impact sur l'inflation ; (iii) le mécanisme de transmission n'est pas clair : les analyses préliminaires suggèrent que la répercussion du taux directeur vers les autres taux d'intérêt dans l'économie est limitée.

### III. CONTRAINTES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

20. Plusieurs facteurs nuisent à l'efficacité de la politique monétaire en RDC : la forte dollarisation, l'absence d'un marché monétaire vraiment opérant, la faiblesse institutionnelle et administrative, la prééminence de la politique budgétaire, et le manque de capacités et de crédibilité des autorités monétaires.

21. La forte dollarisation pose problème parce qu'elle limite la portée des leviers d'action de la BCC (voir aussi des considérations plus générales dans la littérature consacrée à la dollarisation, Encadré 2) :

- Les secteurs dominants de l'économie (les secteurs tournés vers l'exportation, comme les industries extractives, représentant 98 % du total des exportations) et les services financiers ne sont pratiquement pas affectés par les fluctuations du taux de change,<sup>16</sup> et le taux directeur de la BCC n'a que peu d'influence sur les décisions d'emprunts, lesquels sont généralement souscrits en dollars. Pour ces acteurs, sachant que les exportations et les importations sont le plus souvent négociées à l'étranger en dollars, le taux directeur a surtout une influence sur leur choix de conserver des réserves en monnaie nationale ou en devises. S'agissant généralement d'activités à forte intensité capitalistique, la part des salaires, payés en monnaie nationale, n'y est pas un facteur très important ; par ailleurs, leurs liens avec le secteur réel sont limités. Les secteurs tournés vers le marché intérieur (télécom, boissons) vendent leur production en monnaie nationale, alors que l'essentiel de leurs intrants sont achetés en devises. Ils

---

<sup>16</sup> Notons que les banques sont soumises à des limites de position nette ouverte. Il peut toutefois exister des risques de change liés au risque de crédit lorsque des prêts en dollars sont consentis à des clients qui perçoivent leurs revenus en monnaie locale. L'impact sur les réserves obligatoires des banques est une exception importante : les banques sont en effet tenues de détenir ces réserves obligatoires en monnaie nationale.

sont de ce fait vulnérables aux fluctuations du taux de change, mais pas à la politique monétaire elle-même.<sup>17</sup>

- L'économie formelle en monnaie nationale est également relativement petite et dominée par le secteur public. Les choix budgétaires ont donc une influence disproportionnée sur les arbitrages monétaires, et la politique budgétaire échappe au contrôle de la BCC.
- Tous ces facteurs expliquent peut-être la faiblesse du mécanisme de transmission observée dans les données, que confirme notre analyse empirique.

### **Encadré 2. Dollarisation : considérations générales issues des études publiées**

La dollarisation procède souvent d'un choix rationnel des agents économiques en situation d'instabilité politique et économique. Elle s'observe généralement lorsque la monnaie nationale ne représente plus une valeur de réserve fiable, un moyen de paiement pratique (et une unité de compte) ou lorsqu'elle remplit moins bien ces fonctions que ne le feraient d'autres monnaies (Kokenyne, Ley et Veyrune, 2010). Le processus de dollarisation n'est pas entièrement négatif en pareil cas. Suite à un conflit, en période d'instabilité macroéconomique, par exemple, la dollarisation peut contribuer à stabiliser et à remonetiser l'économie plus rapidement que ne le permettrait la monnaie locale. La dollarisation peut aussi être le signe d'une intégration croissante à l'économie mondiale (Balino, Bennett et Borensztein, 1999). Mais la dollarisation est aussi source de problèmes, particulièrement si elle se produit à grande échelle :

- Lorsque la proportion de monnaie locale dans la base monétaire est faible, la politique monétaire a moins de prise pour limiter le gonflement des agrégats monétaires qui comprennent des devises étrangères (M1, M2, M3).
- Lorsque la part de monnaie locale dans M3 est faible, la banque centrale réalise moins de recettes de seigneurage.
- La domination du dollar dans la fixation des prix intérieurs implique la renonciation à une politique effective des taux de change. Comme les prix sont presque exclusivement fixés dans la monnaie dominante, une dépréciation de la monnaie nationale ferait augmenter l'inflation, mais le taux de change réel serait quasiment inchangé.
- Une dollarisation partielle accroît le risque d'asymétrie actifs/ passifs (risque de change) ou le risque lié aux prêts bancaires en dollars à des clients dont le revenu est en monnaie locale (risque de portefeuille).
- Une forte dollarisation limite la capacité de la Banque centrale à agir comme prêteur en dernier ressort. La Banque centrale peut injecter des liquidités en urgence en monnaie locale, mais sa capacité à le faire dans une devise étrangère est limitée aux réserves internationales qu'elle détient.
- La coexistence de deux monnaies dans une économie accroît les coûts de transaction et réduit l'efficacité des systèmes de paiement (les coupures étrangères ne sont pas forcément adaptées au commerce local).
- La substitution des monnaies et l'arbitrage spéculatif peuvent accroître la volatilité des taux de change.

22. La dollarisation, en plus de limiter la portée de la politique monétaire, réduit également la capacité de la BCC à agir comme prêteur en dernier ressort. La forte dollarisation signifie que la facilité de prêt en dernier ressort de la BCC doit détenir

<sup>17</sup> Pour se prémunir contre le risque de change, certaines entreprises, notamment dans le secteur des télécom, ne facturent en monnaie locale qu'à hauteur de leurs besoins pour payer leurs intrants et leurs impôts. Une fois leurs besoins en monnaie locale satisfaits, elles offrent à leurs clients la possibilité de payer les factures en dollars à un taux de change favorable.



davantage de réserves internationales en cas de panique bancaire qui entraînerait des retraits massifs des dépôts en dollars. Actuellement, les dépôts en dollars dans le système bancaire représentent 134 % des réserves internationales brutes<sup>18</sup> et 87 % du total des dépôts. De même, il existe un risque de défaut de créances improductives lié au taux de change pour les débiteurs de prêts en dollars qui perçoivent leurs revenus en francs congolais.

23. Le mécanisme habituel de transmission entre les interventions des autorités monétaires et le marché interbancaire et le marché du crédit est entravé, faute d'un marché monétaire qui fonctionne bien et du fait de l'exclusion financière de la majorité de la population :

- Le manque de profondeur et de liquidité du marché monétaire interbancaire empêche le système bancaire de transmettre efficacement les impulsions monétaires aux marchés financiers. Le bon fonctionnement des marchés monétaires, des marchés des changes et des marchés secondaires des titres est un facteur important pour la transmission de la politique monétaire à l'économie. Il permet la distribution des liquidités entre les établissements financiers qui ont un excédent ou un besoin de liquidités, et la fixation du prix de la liquidité, lequel influe sur le marché du crédit.
- La fragmentation financière pénalise la capacité à influencer le stock de monnaie via des leviers fondés sur le marché – c'est-à-dire la création de monnaie par les banques au moyen de leur activité de prêts. Trois quarts de la masse monétaire (M1) sont sous forme d'argent liquide détenu par des individus qui n'ont pas accès au système bancaire formel. Les avoirs de la population en monnaie nationale peuvent être sensibles à des variations du taux de change, et notre analyse empirique montre d'ailleurs que le niveau des prix est dans une large mesure déterminé par le taux de change, mais ils ne sont pas sensibles aux variations des taux d'intérêt puisqu'ils sont exclus du système bancaire.

24. La faiblesse institutionnelle et administrative des autorités monétaires constitue une entrave à la conduite de l'action publique :

- Du fait de son manque d'indépendance, la BCC est soumise à des objectifs multiples et contradictoires. Bien que la BCC obtienne de relativement bons scores de mesure d'indépendance *de jure*,<sup>19</sup> d'un point de vue opérationnel, son indépendance est

---

<sup>18</sup> La nécessité pour la Banque centrale d'accroître ses réserves pour cette raison dépendra de la capacité qu'ont les banques commerciales de puiser dans leurs propres réserves internationales en cas d'une chute brutale des dépôts. Si l'on inclut les réserves internationales propres des banques, le ratio est de 79 % (décembre 2012).

<sup>19</sup> L'indice de Cukierman, Webb et Neyapti (1992) (CWN) est l'indicateur d'indépendance de banque centrale le plus utilisé dans la littérature empirique. Cet indicateur s'échelonne entre 0 (niveau d'indépendance le plus faible) et 1 (niveau d'indépendance le plus élevé). Sur 22 pays d'Afrique subsaharienne (AfSS) pour lesquels des données sont disponibles pour la période 1995-2004, Lucotte (2009) obtient un indice CWN moyen de 0,53 pour les pays d'AfSS, contre 0,59 pour la RDC. Avec l'indicateur CWN étendu, Canales-Kriljenko et al. (2010)

limitée et se trouve parfois obérée par le gouvernement. La mauvaise position financière de la BCC en est une cause importante. Actuellement, la banque centrale a un bilan négatif et continue d'accumuler les pertes sur ses opérations administratives et de politique monétaire. Ces pertes doivent être (à terme) financées par le gouvernement, ce qui lui donne un ascendant politique sur l'autorité monétaire. Depuis la fin 2012, le gouvernement impose une contrainte budgétaire à la BCC, ce qui signifie que les décisions de politiques monétaires sont motivées principalement par la nécessité de réduire les coûts. Par ailleurs, les progrès dans la recapitalisation et la restructuration de la BCC sont, il faut le déplorer, plus lents que prévu et certaines réformes ont récemment été annulées (Encadré 3).

- Les interventions de politique monétaire de la BCC réagissent aux fluctuations de l'inflation à Kinshasa, et non à l'évolution des prix dans l'ensemble du territoire congolais. Jusqu'en mi 2012, les chiffres de l'inflation utilisés par les autorités monétaires ne portaient en effet que sur Kinshasa. Les capacités de l'Institut national de la statistique (INS) ont été renforcées et, conformément aux bonnes pratiques, la compilation des données de l'inflation et leur couverture sont depuis la mi 2012 confiées à l'INS (et non plus à la BCC) ; un nouvel indice des prix à la consommation couvre désormais cinq villes principales.
- L'expérience des dernières années et notre analyse empirique montrent que la BCC réagit aux évolutions de l'inflation, mais que ses interventions sur le taux directeur tendent à se faire en réaction plutôt que par anticipation. Si la politique monétaire a souvent tendance à être à la remorque des événements, c'est en grande partie parce que la BCC ne dispose pas de la capacité technique suffisante pour évaluer l'évolution de l'inflation. Le manque de données de périodicité suffisamment élevée et suffisamment actualisées sur l'activité économique nuit à la BCC et à sa capacité à évaluer et déterminer les interventions de court terme nécessaires pour que les liquidités restent dans la trajectoire programmée.<sup>20</sup>
- La gestion de la liquidité par la BCC est aussi pénalisée par la faiblesse de la supervision bancaire et de la surveillance des marchés. Elle peut entraîner une mauvaise estimation des besoins de refinancement des banques commerciales ou de leurs excédents de réserves.

25. Les difficultés de la BCC tiennent aussi au fait que la RDC est une économie relativement ouverte, ce qui entraîne une forte transmission du taux de change vers l'inflation.

---

trouvent pour la RDC un score de 0.80, également plus élevé que la moyenne des pays d'Amérique latine (0,75) et un peu moins que la moyenne pour le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou (0,86).

<sup>20</sup> En particulier, la BCC a cessé de compiler l'indice trimestriel d'activité économique qu'elle avait créé en 2009, faute de ressources suffisantes. Elle compile les indices de certains produits clés et a également lancé un indicateur de confiance des entreprises. L'utilité de cet indicateur de confiance des entreprises pour projeter l'inflation et l'activité économique reste à démontrer.

Le modèle Mundell-Fleming-Dornbusch<sup>21</sup> montre que, même avec un régime de changes flottants, une économie ouverte ne conserve qu'une faible indépendance monétaire. Cette indépendance est encore réduite lorsque la répercussion du taux de change est élevée, et que la crédibilité de la Banque centrale est compromise par des objectifs contradictoires. En RDC, l'inflation est sensible aux fluctuations du taux de change, étant donné la part importante des biens importés dans l'IPC. Le degré d'indépendance de la politique monétaire est aussi influencé par la crédibilité des institutions qui conduisent l'action publique et par leur capacité à influencer les anticipations des agents économiques. Lorsque les objectifs sont en contradiction – stabilité des prix et déficit zéro pour la Banque centrale - cela peut nourrir des doutes quant à la détermination et à la capacité de la RDC à contrôler l'inflation. Si l'anticipation d'inflation est élevée, il en résulte des primes de risque plus élevées et des pressions plus fortes sur le taux de change. Dans ces circonstances, pour les petites économies ouvertes, une politique monétaire prudente et un régime de taux de change flottants peuvent nécessiter de lier la politique monétaire à un grand partenaire.<sup>22</sup>

### **Encadré 3. Réforme de la Banque centrale**

Des années de cash-flow négatif ont eu raison du capital de la BCC. En 2010, l'Etat a décidé de recapitaliser la Banque centrale en deux étapes. Dans un premier temps, en février 2011, il a émis des Bons du trésor portant intérêts et non négociables pour un montant de 1 025 milliards de francs congolais, niveau nécessaire pour ramener à zéro le capital de la BCC. Cette recapitalisation a été complétée en 2012 par un montant supplémentaire de 204 milliards de francs congolais pour couvrir le déficit de la BCC en 2010. Dans un deuxième temps, le capital de la BCC serait porté à 213 milliards de francs congolais, représentant 1,75 % du PIB. Les autorités envisagent de financer la deuxième phase par une réévaluation des actifs immobiliers de la BCC combinée à une nouvelle émission de bons du Trésor. La deuxième phase de la recapitalisation nécessite de modifier la loi sur la Banque centrale ; un projet de loi à cet effet déposé au Parlement à la fin 2010 est en attente d'être approuvé. Pour que la recapitalisation ait l'effet désiré, à savoir un capital positif et une plus grande indépendance de la Banque centrale, il faudrait changer les modalités des bons de recapitalisation. Actuellement, les bons de recapitalisation ont un taux d'intérêt fixé chaque année par le Trésor. L'incertitude quant au taux d'intérêt au-delà d'un an limite la valeur de ces bons sur le marché à la valeur d'un an d'intérêts ; par conséquent, lorsqu'il est évalué selon les normes IFRS, le capital de la BCC demeure négatif. De plus, la BCC demeure exposée aux pressions politiques puisque ses taux d'intérêt peuvent être changés unilatéralement par le Trésor d'une année sur l'autre. Pour remédier à ces problèmes, il faudrait que les bons de recapitalisation soient convertis en bons négociables, assortis d'un taux d'intérêt soit égal aux taux du marché, soit fixe pour une période illimitée.

Une indépendance accrue de la BCC doit aller de pair avec plus de responsabilité, plus de transparence et plus d'efficacité. Ces dernières années, la Banque centrale a entrepris un programme complet de réformes, qui se poursuit actuellement :

<sup>21</sup> Voir le modèle Mundell-Fleming-Dornbusch (Mundell, 1963; Fleming, 1962; Dornbusch, 1976).

<sup>22</sup> Borensztein, Zettelmeyer et Philippon (2001) ont constaté que les taux d'intérêt dans un groupe de huit économies (Argentine, Australie, Canada, Hong Kong S.A.R., Chine, Mexique, Nouvelle-Zélande, Singapour et Afrique du Sud) suivaient assez étroitement les fluctuations de la politique monétaire des Etats-Unis, quels que soient leurs taux de change et leur crédibilité institutionnelle.

- Pour se concentrer sur sa mission première, la BCC s'est désengagée de la gestion du Centre hospitalier et de l'Hôtel des monnaies. Elle a aussi pris plusieurs mesures pour améliorer son organisation interne. Récemment, l'opposition a contraint la BCC à abandonner ses plans de désengagement ;
- Les procédures d'audit interne et de suivi ont été renforcées ;
- Des efforts sont en cours pour améliorer la comptabilité, notamment par la migration vers le système IFRS ;
- La capacité en termes d'opérations monétaires et de gestion de la liquidité a été renforcée grâce à l'introduction d'instruments fondés sur la dynamique du marché, et le travail se poursuit pour améliorer sa capacité de prévision de la liquidité, améliorer encore la boîte à outils monétaires et encourager son utilisation pour gérer la liquidité ;
- Les efforts de renforcement de la supervision bancaire se poursuivent par l'amélioration de la collecte et de la validation des données et de leur communication ultérieure. Le programme de travail comporte aussi des formations aux inspections des banques sur site et à la prévention des crises financières ;
- La gestion des liquidités est rendue plus efficace par des améliorations de l'infrastructure de distribution des billets de banques et de la structure des valeurs nominales. L'introduction en juin 2012 de coupures d'une valeur nominale plus élevée a été une étape importante : elle facilitera la dédollarisation et réduira fortement les coûts de gestion des liquidités pour la BCC.

#### **IV. LES DIFFÉRENTES VOIES POSSIBLES POUR AMÉLIORER L'EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

26. La forte dollarisation constitue un frein à l'efficacité de la politique monétaire. On peut penser que cette situation va perdurer en RDC dans les années à venir. Avec le régime actuel de taux de change flottants, la BCC a une certaine marge d'autonomie pour fixer sa politique monétaire, malgré un grand nombre de facteurs limitatifs, comme le peu de profondeur du marché de capitaux, la forte répercussion du taux d'intérêt, la faiblesse des institutions monétaires et la dollarisation du marché du crédit. En remédiant à ces faiblesses structurelles, on pourrait inverser la tendance à la dollarisation, mais cela devrait prendre un certain temps.

D'autres cadres de politique monétaire pourraient permettre une plus grande efficacité mais chaque type de cadre présente des inconvénients dans le contexte économique et institutionnel actuel. Nous allons examiner ci-dessous quelques-unes de ces options d'amélioration par rapport au statu quo : régimes d'ancrage rigide, et en particulier la dollarisation complète (le tableau 1 de l'annexe récapitule les avantages et les inconvénients des différents régimes monétaires).

##### **A. Une Banque centrale totalement indépendante**

27. Une Banque centrale bénéficiant d'une indépendance *de facto* se consacrant à l'application rigoureuse de sa mission de base, une amélioration de la disponibilité des données et de la capacité de recherche de la Banque centrale, des marchés financiers plus profonds, ainsi que des mesures incitatives de dédollarisation permettraient progressivement d'améliorer l'efficacité et l'indépendance de la politique monétaire de la RDC à long terme. De telles mesures permettraient un cadre de politique monétaire plus flexible et modernisé, axé sur une stratégie cohérente et anticipatrice dans laquelle les agrégats monétaires sont suivis et analysés systématiquement de même qu'un large éventail d'indicateurs macroéconomiques et financiers, notamment l'inflation, la production, les taux d'intérêt et le

taux de change. Mais la plupart de ces réformes sont longues à mettre en œuvre, et les contraintes opérationnelles actuelles devraient perdurer un certain temps.

28. L'indépendance de la Banque centrale et l'adoption d'un ensemble ambitieux de réformes (institutionnelles, politiques et opérationnelles) sont nécessaires pour renforcer la crédibilité et améliorer l'efficacité de la politique monétaire. Ces réformes doivent cibler les contraintes de la politique monétaire évoquées dans la Section III, remédier à la faiblesse institutionnelle et administrative, à la fragmentation du secteur financier et s'accompagner de mesures pour réduire le niveau de dollarisation.

29. L'indépendance de la Banque centrale et une hiérarchisation claire de ses objectifs nécessitent qu'elle soit financièrement indépendante de l'Etat ce qui, pour la BCC, passe par la poursuite de sa recapitalisation. Pour cela, il faudrait que les bons de recapitalisation aient un rendement prévisible et soient rémunérés soit au taux du marché soit, au minimum, à un taux fixe garanti jusqu'à échéance. L'amélioration de l'indépendance de la Banque centrale présente aussi l'avantage de limiter le risque de prééminence de la politique budgétaire et d'améliorer la discipline budgétaire, parce que l'Etat aurait plus de difficultés à obtenir des rallonges de la Banque centrale pour couvrir le déficit budgétaire.<sup>23</sup>

30. Des réformes opérationnelles relativement simples permettraient de bien aligner les incitations et d'avoir une structure de responsabilités adéquate, ainsi que de renforcer la capacité de gestion de la liquidité, de recherche et d'analyse des données.<sup>24</sup> La BCC a en particulier besoin de mieux développer son cadre opérationnel de Banque centrale et ses instruments de gestion de liquidité. Les opérations de gestion de liquidité supposent habituellement deux types de mécanismes d'adjudication : (i) les actifs de court terme (titres vendus à terme sec, ou prise en pension ou dépôts à terme) émis au taux directeur (le montant de l'adjudication est déterminé par la demande du marché, et la Banque centrale accepte toutes les soumissions) ; et les actifs de plus long terme (le montant de l'adjudication est prédéterminé par la Banque centrale et dépend de la prévision de liquidité, tandis que les banques doivent décider du montant et du taux d'intérêt dans leurs soumissions). La BCC doit aussi renforcer sa capacité technique à évaluer les fluctuations de l'inflation grâce à une

---

<sup>23</sup> En se fondant sur deux indicateurs de l'indépendance des banques centrales d'un grand nombre de pays en développement pendant la période 1995–2004, les résultats d'une analyse du panel (Lucotte, 2009) montre qu'il existe une relation négative entre l'indépendance de la banque centrale et le déficit budgétaire.

<sup>24</sup> Canales-Kriljenko et al. (2010) démontrent comment l'adoption de réformes ambitieuses (institutionnelles, politiques et opérationnelles) depuis une vingtaine d'années a permis aux banques centrales du Brésil, du Chili, de Colombie, du Mexique et du Pérou de renforcer leur crédibilité en ce qui concerne l'objectif de stabilité des prix. Grâce à de meilleures politiques macroéconomiques et à des Banques centrales indépendantes et responsables, ces pays ont adopté des cadres de politique monétaire flexibles plutôt qu'un régime de gestion des taux de change ou qu'une stratégie d'objectifs monétaires comme point d'ancrage nominal. Elles ont bien résisté à un stress important pendant la crise mondiale. Le document contient des recommandations utiles pour le renforcement du cadre de politique monétaire.

compilation et une analyse systématiques de données à haute fréquence caractérisant l'activité économique.

31. Des mesures pour l'approfondissement financier permettraient d'accroître la part de la population ayant accès au système bancaire formel, et donc d'améliorer le mécanisme de transmission de la politique monétaire. La confiance dans le système bancaire peut être confortée en améliorant la supervision bancaire et en assurant le bon fonctionnement du système de résolution des défaillances bancaires. Apporter des services financiers à tous les niveaux de la société, avec un choix de services plus large adaptés à tous, est toutefois un lent processus. Compte tenu de la modicité des montants et du coût élevé des transactions, le secteur bancaire est peu enclin à servir les segments les plus pauvres et les plus nombreux de la population. Le paiement des salaires de la fonction publique par l'intermédiaire du système bancaire est une nécessaire première étape, qui doit être complétée par un cadre solide pour la microfinance.

32. L'amélioration du régime de politique monétaire bénéficierait aussi de mesures de dédollarisation de l'économie, lesquelles pourraient mettre plusieurs décennies à porter leurs fruits. L'expérience d'autres pays suggère que la dollarisation a tendance à perdurer longtemps après la stabilisation, et d'autant plus que la période d'instabilité est prolongée (comme c'est le cas de la RDC).<sup>25</sup>

33. L'expérience d'autres pays montre également que des mesures incitatives bien conçues qui encouragent l'utilisation de la monnaie nationale sont plus efficaces que les mesures de dédollarisation à marche forcée. Les mesures d'incitation – qui bénéficieraient aussi du développement du secteur financier – doivent privilégier les *mesures d'entraînement* (« *pull factors* ») (mesures de dédollarisation s'appuyant sur le marché, comme le renforcement de la gestion de la liquidité et des instruments, le développement de marchés monétaires et financiers nationaux ; une plus grande commodité d'usage de la monnaie nationale) plutôt que les *mesures de contrainte* (« *push factors* ») (mesures de dédollarisation forcée, comme l'obligation de l'utilisation de la monnaie locale ou législation interdisant l'utilisation de devises étrangères), qui reviennent à obliger les agents à détenir des actifs en monnaie locale. Le séquençage des mesures est important, et il convient de prendre en compte des risques comme la perte d'efficacité, la fuite des capitaux et l'instabilité du système bancaire.<sup>26</sup> L'encadré 4 donne un aperçu de l'expérience d'autres pays dans la dédollarisation et de leur applicabilité à la RDC.

---

<sup>25</sup> Dans des pays ayant connu une instabilité prolongée (Argentine, Bolivie, Mexique, Pérou, Uruguay, Turquie, Liban), la dollarisation a souvent persisté longtemps après la stabilisation. En revanche, dans les pays dans lesquels les périodes d'inflation très élevée ont été plus brèves, la dédollarisation a eu lieu après (Pologne, Russie, Viêt-Nam, Egypte, Albanie, Roumanie, Bulgarie, Slovénie, Ukraine, Estonie, Lettonie, Lituanie). Voir Ngonga Nzinga et Ulimwengu, 1998.

<sup>26</sup> Par exemple, au Chili, en Israël et en Pologne la dédollarisation a commencé par une stabilisation macroéconomique qui a conduit à un différentiel de taux en faveur de la monnaie nationale, suivie d'un changement de la composition de la dette publique en faveur de la monnaie locale. En Egypte, la dédollarisation

34. La plupart des mesures visant à encourager l'utilisation de la monnaie nationale, outre qu'elles contribueraient à la dédollarisation, permettraient aussi de renforcer l'économie et d'améliorer son fonctionnement. Le renforcement de la gestion de la liquidité et des actifs, notamment la gestion de la dette, l'émission de nouveaux billets et de nouvelles pièces ayant des valeurs mieux adaptés aux besoins et l'approfondissement financier grâce à une meilleure supervision bancaire, permettraient de réduire les coûts de transactions et contribueraient à la croissance.

### **B. Ancrage fixe par dollarisation totale ou taux de change fixes**

35. Un système de dollarisation totale ou d'ancrage fixe pourrait être un moyen rapide de renforcer la crédibilité et améliorer la stabilité macroéconomique. La forte dollarisation présente des caractéristiques qui l'apparentent à un système de rattachement strict. En éliminant de facto la possibilité de monétiser les déficits budgétaires, la dollarisation complète pourrait offrir l'avantage de renforcer la stabilité macroéconomique et la confiance des investisseurs. La RDC bénéficierait en fait de la crédibilité des autorités monétaires des États-Unis. Plusieurs pays ont opté pour une dollarisation complète : c'est le cas du Panama, de l'Équateur et de la Bulgarie (cette dernière avec l'euro).

---

a été réalisée par la stabilisation macroéconomique et la libéralisation du système financier (Kokenyne, Ley et Veyrune, 2010). Dans les pays d'Amérique latine (Bolivie, Paraguay, Pérou, Uruguay), l'appréciation du taux de change a été un élément clé d'un recul continu de la dollarisation ; il s'est accompagné de mesures prudentielles pour internaliser les risques de change, de différentiels dans les réserves obligatoires, du développement de marchés financiers en monnaie nationale et de la dédollarisation des monnaies nationales (García-Escribano et Sosa, 2011).

#### Encadré 4. Dédollarisation de la RDC : enseignements de l'expérience d'autres pays

L'expérience d'autres pays montre que les mesures incitatives à l'utilisation de la monnaie locale (mesures « pull ») ont plus de chances de fonctionner que les mesures contre la dollarisation (dédollarisation contrainte ou mesures « push »). Voici une liste de mesures qui ont été prises dans différents pays dollarisés : <sup>1</sup>

##### Mesures de dédollarisation s'appuyant sur les forces du marché (mesures « pull »)

- **Renforcement de la gestion et de liquidité et des instruments de la Banque** afin de rendre la monnaie locale plus attractive (commodité d'usage et moindre volatilité du taux d'intérêt). Citons comme exemples (i) les réserves obligatoires, les facilités permanentes de prêt et de dépôt, les opérations d'open-market visant à stabiliser le taux national interbancaire ; (ii) introduction d'effets publics à moyen terme pour améliorer la lisibilité de la politique monétaire et développer une courbe des rendements, ce qui favoriserait aussi l'émergence d'un marché obligataire local ; (iii) développement du marché des changes, afin d'assurer un accès facile aux devises étrangères, ce qui réduit la nécessité d'en détenir par précaution. La plupart de ces mesures pourraient être utilement appliquées, sous une forme ou sous une autre, en RDC. S'agissant du point (ii), les échéances des billets de trésorerie, actuellement de 7 ou 28 jours, sont trop brèves pour voir se développer des marchés secondaires, stimuler le marché interbancaire, développer une courbe des rendements, et donc développer le marché des capitaux ; cela étant, la demande de titres à échéance plus longue est probablement trop faible pour justifier leur introduction par la BCC.
- **Amélioration de la gestion du budget et de la dette publique.** Le rééquilibrage des finances publiques, par une réduction des emprunts d'Etat en devises étrangères, peut contribuer à réduire la dédollarisation des engagements de l'Etat. Le gouvernement doit aussi autant que possible recourir à la monnaie nationale pour ses opérations, notamment le prélèvement des impôts et les prélèvements sur les salaires, les biens et les services (comme l'Angola). L'aide étrangère doit être utilisée en monnaie locale et la fiscalité doit être neutre, c'est-à-dire ne pas favoriser la détention de devises étrangères. Le développement de la dette par émission d'obligations libellées en monnaie nationale serait un moyen de dédollariser le bilan de l'Etat et permettrait d'accroître la flexibilité du taux de change (c'est ce qu'ont fait la Bolivie, le Brésil, Israël, le Mexique, la Turquie). Parallèlement à la poursuite d'une gestion budgétaire prudente, toutes ces mesures pourraient sous une forme ou sous une autre être appliquées en RDC.
- **Émergence d'un marché national de capitaux et développement de la banque de détail.** L'émission d'obligations d'Etat libellées en monnaie nationale serait une première étape vers l'émergence d'un marché obligataire national liquide. La dédollarisation peut également être encouragée en élargissant le choix de titres libellés en monnaie nationale échangés sur les marchés monétaires et financiers nationaux. L'approfondissement financier permettra d'étendre les services bancaires à des fractions du secteur des entreprises et de la population plus susceptibles d'utiliser la monnaie nationale. Le potentiel accru du marché des services bancaires aux particuliers incitera également davantage les banques à conduire leurs opérations en monnaie nationale. En RDC, une première étape vers l'émission d'obligations en monnaie nationale susceptible de donner naissance à un marché obligataire national serait de renforcer la gestion de la dette nationale. L'expansion du secteur bancaire à laquelle on assiste est positive et doit s'accompagner d'un renforcement de la supervision bancaire (voir infra.).
- **Renforcement des systèmes de paiement et amélioration de la commodité d'usage de la monnaie nationale.** Les systèmes de paiement doivent être ainsi conçus qu'il soit *au moins* aussi pratique et efficace de payer en monnaie nationale qu'en devise étrangère. Première étape pour cela, assurer la disponibilité de coupures de montants adaptés aux besoins des usagers, permettant de minimiser les coûts de transaction, et rendre la monnaie nationale plus pratique pour les transactions de montant élevé



(au Cambodge, l'introduction de coupures d'une valeur plus importante a stimulé la demande de monnaie nationale). Ces cinq dernières années, la plus grosse coupure de monnaie nationale valait moins d'un dollar, et depuis deux ans ne vaut plus qu'environ la moitié d'un dollar. L'introduction récente de plus grosses coupures en RDC est donc un progrès très appréciable. Par ailleurs, une nouvelle loi sur les systèmes de paiement, qui sera prochainement soumise au Parlement, devrait faciliter les paiements et réduire les coûts de transaction pour le secteur bancaire.

#### **Encadré 4. La dédollarisation en RDC : tirer les leçons de l'expérience d'autres pays (suite)**

- **Créer un différentiel de taux d'intérêt.** Quelques pays ont essayé cette stratégie, avec un succès mitigé. Un différentiel de taux d'intérêt ne peut fonctionner que si la substitution a plus de chances d'opérer entre monnaie étrangère et monnaie nationale au sein du pays, qu'avec les dépôts en devises à l'étranger ; elle peut aussi entraîner des arrivées trop massives de fonds (Hongrie).
- **Établir une supervision et une régulation prudentielle effectives** peut être un moyen d'encourager la dédollarisation en mettant en évidence les risques bilanciaux de la dollarisation et en internalisant le risque de traiter en devise étrangère. Par exemple au Mozambique, les banques sont tenues de constituer des provisions plus importantes pour les prêts en devises accordés aux non-exportateurs. Le renforcement de la supervision bancaire est reconnu comme une priorité en RDC et un ambitieux programme de réformes est en cours.
- **L'exclusion des dépôts en devises du dispositif d'assurance des dépôts ou une assurance uniquement en monnaie locale pour les dépôts, qu'ils soient en monnaie locale ou en devises.** Cette mesure nécessite que le public soit bien informé. Dans le cas contraire, les banques auraient intérêt à encourager les dépôts en devise puisque les taux d'intérêts sur les dépôts en devises sont généralement plus bas. La RDC n'offre actuellement aucune assurance des dépôts, et il faudrait des améliorations non négligeables de la supervision bancaire et de l'application des normes prudentielles avant de pouvoir envisager une telle stratégie.

#### **Mesures de dédollarisation contraintes (mesures « push »)**

- **Les réserves obligatoires en monnaie locale.** Les mesures visant à imposer que les réserves obligatoires soient libellées totalement ou partiellement en monnaie locale (RDC), à créer un marché captif de monnaie nationale, à rémunérer les réserves obligatoires en monnaie nationale à un taux plus élevé que les réserves en devises (Bolivie, Honduras, Israël et Nicaragua), ou à imposer des réserves obligatoires plus importantes sur les dépôts en devises, inciteraient les banques à attirer la monnaie locale et donc à accroître le différentiel de taux d'intérêt sur les dépôts. La pratique des réserves obligatoires en monnaie locale couvrant également les dépôts en devises n'est pas recommandable dans le cas de la RDC étant donné le niveau extrêmement élevé de dollarisation de l'économie du pays, car la gestion par les banques commerciales de positions nettes ouvertes deviendrait impossible ; de plus, elle prive la Banque centrale d'un apport supplémentaire de devises qui pourrait s'avérer nécessaire en cas de crise bancaire.
- **L'obligation d'utiliser la monnaie locale pour les transactions intérieures et pour fixer les prix des biens et services.** L'interdiction des devises dans les transactions intérieures a été pratiquée dans de nombreux pays (Angola, Israël, RDP lao et Pérou notamment). Tout en autorisant l'utilisation de devises, on peut rendre obligatoire l'affichage des prix en monnaie nationale.
- **Une réglementation pénalisante pour l'utilisation de devises,** par exemple les limites sur les emprunts ou les prêts en devises (Angola, Argentine, Israël, Liban, Turquie et Vietnam). Autre option, l'instauration d'une période obligatoire de conservation pour les devises étrangères, mais cela peut avoir l'effet indésirable d'augmenter la détention de liquidités en devises.

- **Une dédollarisation contrainte par l'obligation de convertir en monnaie nationale les dépôts en devises a eu des effets néfastes (Bolivie, Mexique, Pérou) car elle a entraîné une perte de confiance dans les autorités et un risque perçu de confiscation.** Le Mexique a tenté de limiter aux entreprises le droit de détenir des avoirs en devises. Cette mesure peut produire un effet, mais risque d'être distorsive et a un coût administratif. Certains pays (Argentine, Pakistan) ont tenté différentes mesures pour suspendre l'accès aux dépôts en devises, mais cela a aussi compromis la confiance dans le système bancaire et a déclenché une fuite des capitaux.

<sup>1</sup>Encadré basé sur Kokeyne, Ley, et Veyrune (2010).

36. L'impact d'une dollarisation complète sur la prime de risque de la monnaie est incertain. Généralement on s'attend à ce que la dollarisation ait l'avantage de réduire la prime de risque de la monnaie, puisque le risque de dépréciation disparaît. Toutefois, le risque de défaut peut s'accroître parce que le pays est privé de la possibilité d'alléger sa dette grâce à l'inflation ou de jouer sur le taux de change pour doper sa compétitivité et stimuler sa croissance (Jahjah et Montiel, 2007). Pour la RDC, perdre le levier du taux de change n'apparaît pas très pénalisant, du moins à moyen terme. Avec une transmission élevée, toute dépréciation se traduit par une hausse des prix. De plus, les exportations des industries extractives ne sont pas sensibles aux fluctuations du taux de change effectif réel.

37. La dollarisation complète pourrait accélérer l'approfondissement du secteur financier. Étant donné la petite taille du marché en monnaie nationale dans le régime actuel, le développement d'instruments financiers en monnaie nationale est coûteux et peu attractif. En outre, les réserves obligatoires en monnaie nationale limitent la capacité des banques commerciales à accroître leur base de dépôts en dollars, ce qui pousse les gros investisseurs à opérer à l'aide de comptes off-shore. Avec la dollarisation complète, cette contrainte disparaîtrait.

38. Le principal avantage d'un ancrage rigide est d'arrimer la politique monétaire nationale à une banque centrale étrangère respectée. A la différence des autres objectifs monétaires, un objectif de taux de change est simple et facile à comprendre et à suivre pour le public. Un ancrage rigide peut aussi contribuer à atténuer le problème de crédibilité – comme celui dont souffre la RDC – parce qu'il impose un resserrement des conditions monétaires lorsque la monnaie nationale a tendance à se déprécier (et vice versa), au prix d'un épuisement des réserves de devises.

39. L'avantage d'un régime d'ancrage rigide par rapport à la dollarisation complète est qu'il permet de garder ouverte la possibilité d'ajuster le taux de change en cas de très gros choc, mais un manque de crédibilité peut être une invitation aux attaques spéculatives et conduire à un épuisement rapide des réserves internationales. La possibilité de jouer sur le taux de change permettrait d'alléger la pression vers une réponse budgétaire ou des ajustements de salaires. Toutefois, la RDC n'a pas un historique très ancien de discipline macroéconomique et le niveau de ses réserves internationales est encore bas, ce qui met le

franc à la merci d'attaques spéculatives. En outre, la fréquence relative des chocs d'origine nationale et externe pourrait conduire à des ajustements répétés du taux de change, ce qui affaiblirait encore la crédibilité de l'ancrage. Pour protéger le pays contre les attaques spéculatives, les autorités monétaires choisissent souvent de renforcer encore l'arrimage par une politique d'autolimitation : créer une caisse d'émission,<sup>27</sup> adhérer à une union monétaire ; ou, comme on l'a vu, établir la dollarisation complète.

40. Une caisse d'émission résoudrait partiellement le problème de la crédibilité, tout en conservant l'essentiel des avantages et des inconvénients de la dollarisation complète. La crédibilité passerait par l'instauration d'une règle simple liant le stock de monnaie en circulation aux réserves internationales. Cette règle pourrait aussi faire l'objet d'une loi, ce qui la rendrait plus difficile à changer. Comme pour la dollarisation complète, la relative faiblesse du stock de monnaie en circulation dans l'économie limite aussi la quantité de réserves internationales nécessaires pour garantir la monnaie locale.<sup>28</sup>

41. Toutefois, un ancrage fixe ou la dollarisation complète entraînent également des coûts qui doivent être comparés aux avantages qu'ils peuvent apporter :

- La perte (future) de l'indépendance de la politique monétaire : les autorités disposent de moins de leviers pour réagir aux chocs économiques. Certes, la Banque centrale ne peut pas espérer conduire de politique monétaire contracyclique avant un certain nombre d'années. Mais la possibilité de dévaluer le taux de change en temps de crise – option actuellement ouverte à la Banque centrale – d'où une réduction des salaires réels, peut contribuer à amortir des chocs externes graves ; elle s'est déjà avérée être une soupape de sécurité bienvenue pour la RDC.
- La dollarisation complète ou la création d'une caisse d'émission sont des solutions coûteuses. Pour ces deux options, les autorités auraient besoin de près de 2 milliards de dollars, outre l'objectif de réserve, pour racheter le stock de monnaie nationale en circulation. Dans le cas de la dollarisation, il faut en plus compter le manque à gagner du seigneuriage.
- Peut-être n'existe-t-il pas de devise idéale à laquelle ancrer le taux de change. La base d'exportations, extrêmement concentrée, rend moins attractives les options de la

---

<sup>27</sup> Avec une caisse d'émission, la BCC fournirait (et rachèterait) de la monnaie uniquement en échange de devises étrangères, à un taux de change prédéterminé : des fluctuations de la demande de monnaie seraient entièrement supportées par des changements endogènes des réserves internationales de la BCC et par la balance des paiements.

<sup>28</sup> Les règles de garantie sont très différentes selon les types de caisses d'émission. Toutes couvrent la monnaie en circulation. Certaines Banques centrales incluent les dépôts des banques commerciales auprès de la Banque centrale et les autres engagements en liquidité de la Banque centrale (réserves et autres dépôts des banques commerciales, dépôts de l'État, titres libellés en monnaie nationale, billets à ordre émis par les banques). Les caisses d'émission garantissent habituellement 100 % des engagements définis de la monnaie nationale. Dans certains cas, cette garantie est inférieure.

dollarisation complète ou d'un taux de change fixe. Contrairement à certaines économies dollarisées comme le Panama, l'Équateur et la Bulgarie, la base d'exportation de la RDC est très concentrée sur un petit nombre de produits d'exportation miniers, ce qui rend l'offre de devises fortement dépendante du cours des matières premières et de la production de l'industrie extractive et d'autres ressources naturelles. La gestion de la liquidité et son adaptation aux fluctuations de la demande de monnaie pourrait donc être particulièrement difficiles. En outre, le cycle économique de la RDC a toutes les raisons d'être différent de celui des États-Unis (ou de l'Europe). Les coups d'accordéon du marché des matières premières nécessiteraient aussi que la Banque centrale accumule d'importantes quantités de réserves internationales pour résister à une chute des recettes d'exportation et des recettes budgétaires. En fait, la dollarisation complète reviendrait à introduire un étalon « cuivre et cobalt », car les exportations de ces deux matières représentent plus de 90 % du total des exportations. Cela pourrait freiner la diversification de l'économie.

- La capacité de la Banque centrale à jouer son rôle de prêteur en dernier ressort en devises est limitée à ses réserves internationales. Cette limitation vaut aussi dans le cadre monétaire actuel. Toutefois, à mesure que l'économie se dédollarise, la capacité de la Banque centrale à agir en tant que prêteur en dernier ressort se rétablira.
- Un taux de change fixe peut être en conflit avec un objectif d'inflation faible. En cas de croissance rapide de la productivité dans les secteurs d'exportation, le taux de change réel pourrait s'apprécier (effet Balassa-Samuelson). Dans un régime de taux de change fixe, cette appréciation prendrait la forme d'une inflation (avec la hausse des prix des biens non exportables).

## V. CONCLUSIONS

42. Plusieurs facteurs expliquent l'efficacité limitée –confirmée par notre analyse économétrique – de la politique monétaire en RDC : forte dollarisation, faiblesse institutionnelle et administrative, prééminence de la politique budgétaire et manque de capacités et de crédibilité des autorités monétaires. Une politique monétaire au plein sens du terme et son efficacité demeurent des objectifs de long terme ; actuellement, elle se limite à la gestion de la monnaie en circulation et du taux de change. Les réformes institutionnelles nécessaires pour rendre le cadre de politique monétaire plus efficace sont importantes, et il faudra des années, sinon des décennies, pour que l'on assiste à un recul de la dollarisation, à un développement des marchés des capitaux et à une politique monétaire plus opérante. Cela étant, nous estimons qu'il s'agit tout de même de l'option la plus viable pour la RDC, pour les raisons suivantes :

- Premièrement, chercher à emprunter la crédibilité d'une Banque centrale étrangère par un ancrage fixe, dans un contexte de faiblesse institutionnelle, compte tenu de la brièveté de l'historique de discipline macroéconomique du pays, serait mettre la monnaie à la merci d'attaques spéculatives. L'abandon de cet ancrage serait encore plus coûteux pour la crédibilité (déjà) faible de la Banque centrale.

- Deuxièmement, si elle optait pour une telle solution d’ancrage fixe– caisse d’émission ou dollarisation complète – la RDC aurait besoin de 2 à 4 milliards de dollars, l’équivalent de sa monnaie en circulation auquel s’ajoute le niveau de réserves internationales jugé nécessaire par les autorités pour que la BCC puisse remplir sa fonction de prêteur en dernier ressort. Même si ce coût peut apparaître relativement modique à l’aune internationale, dans les circonstances actuelles – budget limité et pas d’accès aux marchés financiers internationaux – la RDC ne semble pas en mesure de mobiliser un tel montant.
- Troisièmement, les exportations de la RDC sont concentrées sur un petit nombre de produits de base dont les prix tendent à être volatils. Dans le régime actuel de politique monétaire, la RDC garde ouverte la possibilité d’une dépréciation en termes réels. Elle peut, en réduisant les salaires réels, tant publics que privés, amortir en partie les chocs externes et donc limiter leur impact négatif sur la croissance et sur l’emploi.
- Quatrièmement, un taux de change fixe peut être en conflit avec un objectif d’inflation faible si le taux de change réel s’apprécie en raison d’une croissance rapide de la productivité dans le secteur d’exportation.
- Enfin, la RDC traverse en ce moment des changements structurels profonds. Son économie finira par se diversifier et ses marchés d’exportation par se développer. Un régime d’ancrage fixe, que ce soit par dollarisation complète ou avec une caisse d’émission, imposerait au pays une monnaie qui ne serait pas forcément optimale aux stades ultérieurs de son développement.

**Tableau 1 Annexe: Avantages et inconvénients des différents régimes de taux de change**

Régimes de taux de change	Avantages	Inconvénients
Régime de changes flottants	<p>Même si son efficacité est encore limitée, le levier de la politique monétaire et du taux de change existe pour répondre aux fluctuations de la demande et aux chocs.</p> <p>Revenus de seigneurage.</p>	<p>Risque que la politique monétaire soit utilisée pour financer les déficits budgétaires.</p>
Dollarisation complète officielle	<p>Relativement facile à mettre en œuvre.</p> <p>Réduction du risque de crise des changes (impossibilité d'un déséquilibre entre les monnaies des actifs et des passifs) et moins d'écarts de taux d'intérêt déterminés par le marché (par rapport aux régimes à taux de change fixe ou flottants).</p> <p>Impossibilité de financer le déficit budgétaire par la politique monétaire.</p> <p>Diminution des coûts de transaction, intégration financière plus étroite.</p>	<p>Perte complète de l'instrument de la politique monétaire.</p> <p>Perte du « symbole national » politiquement délicate.</p> <p>Perte de tout revenu de seigneurage.</p> <p>Mesure quasiment irréversible : la dédollarisation sera très difficile à accomplir s'il s'avérait un jour souhaitable de réintroduire la monnaie nationale.</p> <p>La Banque centrale n'a qu'une possibilité limitée d'agir comme prêteur en dernier ressort (seulement pour les petites banques en « économisant » des dollars).</p>
Régime à caisse d'émission	<p>Garantie de discipline autant que la dollarisation.</p> <p>Revenus (limités) de seigneurage.</p> <p>Réduction du risque de crise des changes (impossibilité d'un déséquilibre entre les monnaies des actifs et des passifs).</p> <p>Réduction des écarts de taux d'intérêts des obligations d'État (lorsque la RDC sera en mesure d'en émettre), mais pas autant qu'avec la dollarisation parce que, si le risque de change disparaît, le risque de défaut demeure.</p> <p>Diminution des coûts de transaction, intégration financière plus étroite.</p>	<p>Perte totale de l'instrument de la politique monétaire.</p> <p>Nécessite une grande crédibilité (il peut être nécessaire d'avoir des sauvegardes imposées par l'extérieur et une législation budgétaire solide est importante).</p> <p>Vulnérabilité aux attaques spéculatives (risque de basculer dans une succession d'ancrages fixes ajustables)</p> <p>Réintroduction ultérieure de la monnaie nationale difficile.</p> <p>La Banque centrale ne peut agir comme prêteur en dernier ressort que si elle détient des réserves « supplémentaires » équivalentes.</p>

**Annexe Tableau 1: Avantages et inconvénients des différents régimes de taux de change  
(suite et fin)**

Régime de taux de change	Avantages	Inconvénients
Régime de parité fixe	<p>S'il est crédible, il peut contribuer à réduire les écarts de taux d'intérêt des obligations d'État sur le marché (lorsque la RDC sera en mesure d'en émettre) mais seulement en réduisant le risque de change, car le risque de défaut subsiste.</p> <p>Diminution des coûts de transaction, intégration financière plus étroite.</p> <p>Laisse ouverte la possibilité d'un ajustement du taux de change en cas de choc important.</p> <p>Revenus de seignuriage.</p>	<p>Risque d'attaques spéculatives.</p> <p>Nécessité d'un cadre institutionnel et d'une rigueur budgétaire très crédibles.</p> <p>Peut entraîner une succession d'ajustements du taux de change.</p> <p>Peu de latitude pour agir comme prêteur en dernier ressort.</p>
Régime de parité conventionnelle fixe mais ajustable (de jure)	<p>Ancrage pour une faible inflation (attentes).</p> <p>Approfondissement de l'intermédiation financière, diminution des coûts de transaction.</p>	<p>Perte d'autonomie de la politique monétaire.</p> <p>En cas de crédibilité insuffisante : risque de fluctuations défavorables du taux de change et d'une succession de dévaluations et d'ajustements.</p> <p>Peu de latitude de la Banque centrale pour agir comme prêteur en dernier ressort (dépend de la stabilité de la parité).</p>

## BIBLIOGRAPHIE

- AŞici, Ahmet Atil; Ivanova, Nadezhda; and Wyplosz, Charles, 2007, “How to Exit From Fixed Exchange Rate Regimes? *International Journal of Finance and Economics* 13: 219–246 (2008).
- Balino, Tomas J.T.; Bennett, Adam; and Borensztein, Eduardo, 1999, *Monetary Policy in Dollarized Economies*, IMF Occasional Paper No. 171 (Washington: International Monetary Fund).
- Beaugrand, Phillipe, 1997, “Zaire’s Hyperinflation,” IMF Working Paper 97/50 (Washington: International Monetary Fund).
- Berg, Andrew, and Borensztein, Eduardo, 2000, “The Pros and Cons of Full Dollarization,” IMF Working Paper 00/50 (Washington: International Monetary Fund).
- Borensztein, Eduardo, Jeromin Zettelmeyer, and Thomas Philippon, 2001, “Monetary Independence in Emerging Markets: Does the Exchange Rate Regime Make a Difference?” IMF Working Paper 01/1 (Washington: International Monetary Fund).
- Canales-Kriljenka, Jorge Iván; Jácome, Luis I.; Alichí, Ali; and de Oliveira Lima, Ivan Luís, 2010, “Weathering the Global Storm: Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries” IMF Working Paper 10/292 (Washington: International Monetary Fund).
- Cayazzo, Jorge; Garcia Pascual, Antonio; Gutierrez, Eva; and Heysen, Socorro; 2006, “Toward an Effective Supervision of Partially Dollarized Banking Systems,” IMF Working Paper 06/32 (Washington: International Monetary Fund).
- De Zamaróczy, Mario; and Sa, Sopenha , 2003, *Economic Policy in a Highly Dollarized Economy: The Case of Cambodia*, IMF Occasional Paper No. 219 (Washington: International Monetary Fund ).
- Dornbusch, Rudiger, 1976, “Expectations and Exchange Rate Dynamics,” *Journal of Political Economy*, Vol. 84, No. 6, pp. 1161–76.
- Erasmus, Lodewyk; Leichter, Jules; and Menkulasi, Jeta, 2009, *Dedollarization in Liberia—Lessons from Cross-country Experience*, IMF Working Paper 09/37 (Washington: International Monetary Fund).
- Fleming, J. Marcus, 1962, “Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates,” *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 9, pp. 369–79.
- García-Escribano, Mercedes.; and Sosa, Sebastián, 2011, *What is Driving Financial De-dollarization in Latin America?* IMF Working Paper 11/10 (Washington: International Monetary Fund).
- Gopinath, Gita; and Itskhoki, Oleg, 2010, “Frequency of Price Adjustment and Pass-through,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, No 2, pp. 675–727.



- , and Rigobon, Robert, “Currency Choice and Exchange Rate Pass-through,” *American Economic Review*, 2010, 110:1, pp. 304–36.
- Goujon, Michaël, 2006, “Fighting inflation in a dollarized economy of Vietnam.” *Journal of Comparative Economics*, 34, pp. 564–81.
- IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange restrictions, available at <http://www.imfareaer.org/Areaer/Pages/Home.aspx>.
- , 1995, “Reserve Requirements on Foreign Currency Deposits,” *MAE Operational Paper* OP/95/1 (Washington: International Monetary Fund).
- , 1996, “Crawling Exchange Rate Bands Under Moderate Inflation,” *MAE Operational Paper* OP/96/4 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2011, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa: Sustaining the Expansion*, October (Washington: International Monetary Fund).
- Jahjah, Samir; and Montiel, Peter, 2007, “Devaluation, Debt, and Default in Emerging Economies,” *Open Economies Review*, Vol. 18, Issue 1, pp. 77–93.
- Kokenyne, Annamaria; Ley, Jeremy; and Veyrune, Romain; 2010, “Dedollarization,” IMF Working Paper 10/188 (Washington: International Monetary Fund).
- Kramarenko, Vitaly; Engstrom, Lars; Verdier, Genevieve; Fernandez, Gilda; Oppers, S. Erik; Hughes, Richard; McHugh, Jimmy; Coats, Warren, 2010, “Zimbabwe: Challenges and Policy Options after Hyperinflation,” IMF Working Paper No. 10/3 (Washington: International Monetary Fund).
- Loi N°005/2002 du 07 Mai 2002 relative à la constitution, à l’organisation et au fonctionnement de la Banque Centrale du Congo.
- Lucotte, Yannick, 2009, “Central Bank Independence and Budget Deficits in Developing Countries: New Evidence from Panel Data Analysis,” Document de Recherche, No 2009-19 (Orléans Cedex: Laboratoire d’Economie d’Orléans).
- Mundell, Robert A., 1963, “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates,” *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 24, pp. 475–85.
- Mussa, Michael; Masson, Paul; Swoboda, Alexander; Jadresic, Esteban; Mauro, Paolo; and Berg, Andrew; 2000, *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*, IMF Occasional Paper No. 193 (Washington: International Monetary Fund).
- Nachege, Jean-Claude, 2005, “Fiscal Dominance and Inflation in the Democratic Republic of Congo,” IMF Working Paper 05/221 (Washington: International Monetary Fund).

- Ngonga Nzinga Vincent, 2011, *Boite A Outils de la Politique Monétaire de la Banque Centrale du Congo* (Kinshasa: Banque Centrale du Congo).
- Ngonga Nzinga, Vincent, and Mususa Ulimwengu, John, 1998, *La persistance de la dollarisation au Congo-Kinshasa : manifestation d'une substitution et/ou d'une complémentarité monétaire?*, Working Paper No. 15 (Kinshasa : Université de Kinshasa).
- Schaechter, Andrea; Stone, Mark R; and Zelmer, Mark; 2000, *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, Occasional Paper No. 202 (Washington: International Monetary Fund).
- Trade Policy Review (Report by the Secretariat): Democratic Republic of the Congo*, WT/TPR/S/240. World Trade Organization, October 20, 2010.
- World Bank on-line database: [http://data.worldbank.org/country/congo-dem-rep#cp\\_wdi](http://data.worldbank.org/country/congo-dem-rep#cp_wdi).