

RESEARCH REPORT

CURRENCIES

FÉVRIER
2018

Franc CFA: Perceptions, Faits & Tendances

- 03 | Franc CFA: une devise au fonctionnement complexe...
- 04 | ...dont les atouts surclassent les contraintes
- 05 | Une situation économique paradoxale dans les deux zones Franc...
- 06 | ...Qui rappelle, pour la CEMAC, la période d'avant dévaluation 1994...
- 08 | Une dévaluation finalement aux conséquences mitigées



Attijari
Global Research

Rapport destiné aux institutionnels et aux investisseurs avertis



Var 1 an

1000 FCFA/EUR

0,0%

1,525



Var 1 an

1000 FCFA/USD

+15,2%

1,898



Var 1 an

1000 FCFA/CNY

+6,3%

12,000

EXECUTIVE SUMMARY

Franc CFA: Perceptions, Faits & Tendances

Le Franc CFA est un sujet qui suscite moult débats. Cette devise, commune à 14 pays d'une population totale de 155 millions d'habitants, est perçue différemment entre investisseurs, décideurs ou consommateurs. Considéré par certains comme un élément fondamental de la stabilité des pays qui l'adoptent, le dispositif du Franc CFA est également décrié par d'autres pour être notamment un facteur de rigidité handicapant leur développement.

Dans cette première note de recherche traitant le sujet, nous tentons d'apporter une lecture simplifiée à un mécanisme de fonctionnement complexe du Franc CFA. Cette analyse nous permettra de mettre en relief les implications avantageuses d'un tel dispositif, néanmoins porteuses de contraintes.

Partant du postulat qu'il n'existe pas de régime de change idéal et que chaque modèle économique favorise un régime propre (Rf. note de Recherche du mois d'Août 2016), nous dressons un état des lieux individuel des deux zones économiques et monétaires abritant le FCFA à savoir l'UEMOA et la CEMAC.

Pour la suite, nous rappellerons le contexte qui a précédé la dernière dévaluation du Franc CFA en 1994, et les implications de cette décision économique. L'ensemble de ces éléments nous permettra d'apporter des premiers éléments de synthèse au sujet du développement futur du FCFA.

Abdelaziz LAHLOU

Directeur Economie
+212 529 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma

Franc CFA: une devise au fonctionnement complexe...

Anciennement appelé 'Franc des Colonies Françaises d'Afrique', l'acronyme a dorénavant deux nouvelles significations: En zone UEMOA, le FCFA 'XOF' signifie 'Franc de la Communauté Financière Africaine pour les Etats de l'UEMOA'. Il est régi par la Banque des Etats d'Afrique de l'Ouest (BCEAO). En zone CEMAC, le FCFA 'XAF' représente le 'Franc de la Coopération Financière en Afrique Centrale'. Il est géré par la Banque des Etats d'Afrique Centrale (BEAC). Le 'XOF' et le 'XAF' ont, depuis 1999, une parité fixe de 655 FCFA pour un Euro, sans qu'elles soient fongibles, à savoir interchangeables entre les deux zones et ce, depuis 1993.

ZONE UEMOA

Nombre de pays

8

Pays de la Zone

Bénin / Burkina Faso/ Côte d'Ivoire / Guinée Bissau / Mali / Niger / Sénégal / Togo

Population

110 Millions

Régulateur

Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO)

Garant du Taux de change

Trésor français

Parité EUR / FCFA XOF

655,55



ZONE CEMAC

Nombre de pays

6

Pays de la Zone

Cameroun/République Centrafricaine/Tchad/ République du Congo/Guinée Equatoriale/ Gabon

Population

44 Millions

Régulateur

Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC)

Garant du Taux de change

Trésor français

Parité EUR / FCFA XAF

655,55



Banque de France: un garant de premier plan...

La Banque de France garantit au Franc CFA une parité fixe par rapport à l'Euro selon un régime d'indexation pur (hard peg selon les anglo-saxons) ainsi qu'une convertibilité par rapport à toute autre devise. Un système qui assure les entreprises françaises d'une stabilité du taux de change de leurs investissements en zones Franc et une convertibilité totale de leurs fonds rapatriés. Ainsi, les dangers encourus se limitent aux risques opérationnels.

Conformément à ces accords, les pays adoptant le FCFA délèguent l'impression de leurs monnaies à la Banque de France et déposent 50 % de leurs réserves de change au Trésor français en contrepartie d'une rémunération minimale de 0,75%. De même, ces pays sont appelés à respecter des critères dits de convergence (dont nous vous présentons la première catégorie) pour assurer la fiabilité de ce système monétaire.

SCHEMA DE FONCTIONNEMENT DU FCFA

Obligations

Centralisation de 50% des réserves chez la Banque de France

Respect des critères de convergence de 1^{er} rang que sont:

- Solde budgétaire de base* positif ;
- Taux d'endettement inférieur à 70% du PIB ;
- Non accumulation des arriérés de paiement ;
- Inflation inférieure à 3%.

Droits

Convertibilité illimitée du FCFA avec l'Euro ou tout autre devise.

Rémunération des réserves à hauteur de 0,75%.

* Recettes hors dons-dépenses courantes –investissement en ressources propres

Sources : FMI, Calculs AGR

... dont les atouts surclassent les contraintes

Un dispositif hautement flexible....

Ce dispositif est tout de même d'une grande flexibilité: les accords ne prévoient pas de pénalités ou de sanctions à l'égard des pays ne respectant pas les critères de convergence. Ainsi, la Banque de France ne fixe pas de limites sur les montants en devises tirés du compte courant. En effet, l'institution tolère les situations de débit sans pour autant fixer de plafonds ou prévoir de sanctions. De même, des avances pourraient être consenties à hauteur de 20% des recettes budgétaires, sous forme directe ou à travers l'acquisition de titres de dette souveraine. Selon le FMI, et en 2016, plus de la moitié des 6 pays de la CEMAC ne respectent pas l'un des 4 critères de convergence .

... et une solidarité des partis qui alimentent un climat de confiance

Le régime actuel du FCFA procure les avantages intrinsèques d'un régime de change fixe indexé à une devise forte, en l'occurrence le maintien d'une inflation basse, la résilience et l'instauration d'un climat de confiance propice à l'endettement et à l'investissement. Au-delà de ces éléments, et tenant compte que la plupart des exportations des pays africains est constituée de matières premières libellées en USD; leur conversion en FCFA est une sorte de couverture naturelle des revenus des exportations recettes tant qu'on observe historiquement une corrélation négative entre le Dollar et les prix des principales matières premières. Autrement, l'appartenance à la zone Franc XOF ou XAF permet une solidarité en matière de constitution de réserves en cas de défaillance d'un pays.

PRINCIPAUX ATOUTS DU FCFA

Intrinsèques à un régime fixe	Spécifiques au Franc CFA
<ul style="list-style-type: none"> Maintien d'une inflation basse ; Résilience en période de déclin économique ou d'instabilité politique ; Instauration d'un climat de confiance propice à la levée de capitaux et à l'investissement. 	<ul style="list-style-type: none"> Stabilisation des recettes du fait de la corrélation négative entre l'USD et les cours des MP libellés en cette devise ; Solidarité des pays d'une zone économique en matière de constitution de réserves.

Tenant compte des limites classiques d'un régime de change fixe

Néanmoins, il est généralement admis qu'un régime de change indexé à une devise forte ne procure pas de compétitivité prix aux exportations. C'est un mécanisme qui encourage, au contraire, la consommation de produits importés. De même, l'implémentation d'une politique monétaire se réalise au niveau de chaque zone, et est quelque part influencée par la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE). Autrement, la centralisation de la moitié des réserves auprès de la Banque de France est une disposition souvent décriée du fait des contraintes citées précédemment.

PRINCIPALES LIMITES DU FCFA

Intrinsèques à un régime fixe	Spécifiques au Franc CFA
<ul style="list-style-type: none"> Compétitivité prix des exportations atténuée ; Mécanisme ne favorisant guère le développement de la production et de la consommation locale ; Difficulté d'implémenter une politique monétaire propre. 	<ul style="list-style-type: none"> Indisponibilité de la moitié des réserves.

Une situation économique paradoxale dans les deux zones Franc...

Le franc CFA coexiste dans deux zones économiques qui connaissent un développement contrasté :

La Zone CEMAC qui accuse de plein coup la baisse du prix du pétrole

Réputés riches par leurs ressources pétrolières, les pays de la zone CEMAC ont accusé un retard considérable en matière de diversification économique. La baisse récente des prix du pétrole ainsi que la vétusté de certains gisements ont mis en évidence les lacunes économiques de la zone. Celles-ci se traduisent par des déficits jumeaux (budgétaire et commercial) financés par de l'endettement notamment extérieur, ainsi qu'un ralentissement des investissements dans l'économie hors pétrolière.

INDICATEURS CONTRASTÉS DES 2 ZONES: UEMOA VS. CEMAC

MOYENNE 2013-2016	UEMOA	CEMAC
PIB / Hab. (fin de période en \$)	890,9	1659,1
Croissance PIB	6,3%	2,2%
Inflation	0,7%	2,2%
Investissement (en % du PIB)	21,9%	32,4%
Solde budgétaire global (y compris dons)	-3,8%	-5,4%
Dette publique (fin de période en % du PIB)	46,8%	44,6%
Balance commerciale	-2,8%	12,5%
Réserves de change (fin de période en mois d'imp.)	2,7	2,2
Taux de couverture extérieure de la monnaie	74,1%	61,0%

La Zone UEMOA qui négocie mieux son processus de transformation économique

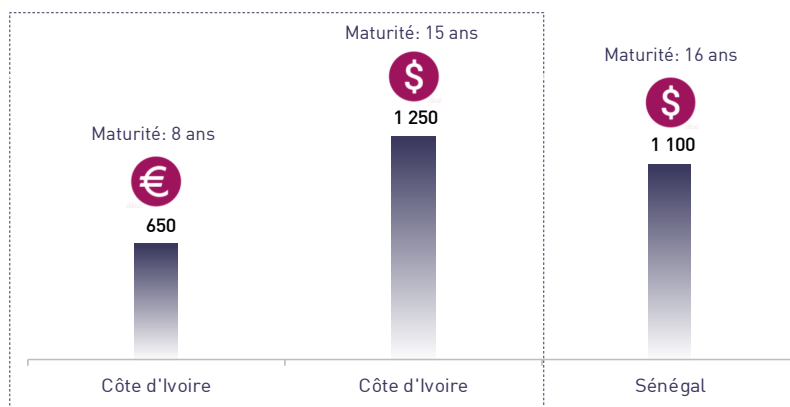
Comptant également sur les ressources naturelles, les pays de l'Union Ouest Africaine ont mieux entamé le processus de diversification. Prenant en considération les aléas prix et production de leurs matières premières, ces pays ont investi sur la transformation des commodités autant que sur la diversification de leurs exportations. De même, des efforts ont été réalisés sur l'autosuffisance alimentaire. Autant d'éléments qui se reflètent sur les indicateurs économiques de la Région.

Plusieurs pays ont su tirer bénéfice du régime du Franc CFA

En tous cas de figure, les pays des deux zones ont tiré profit de certains avantages procurés par le régime actuel du Franc CFA. En effet, face au manque de profondeur des marchés régionaux, les émissions d'Euro bonds se sont multipliées depuis 2013 à des conditions avantageuses profitant à la fois de :

- ⇒ la politique expansionniste de la BCE permettant d'injecter des liquidités dans le système ;
- ⇒ l'intérêt pour les actifs des pays en voie de développement ;
- ⇒ la confiance accordée au système actuel de Franc CFA et la flexibilité décrite auparavant.

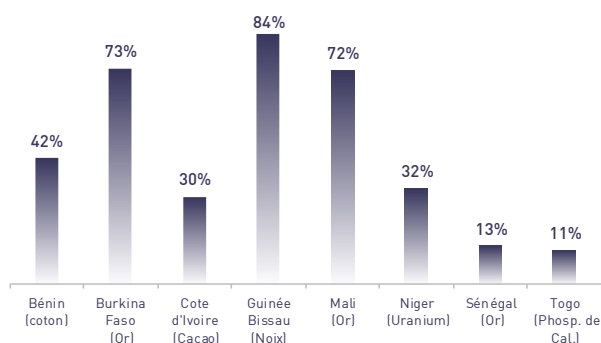
ÉMISSIONS EUROBONDS UEMOA & CEMAC 2017 (MILLIONS)



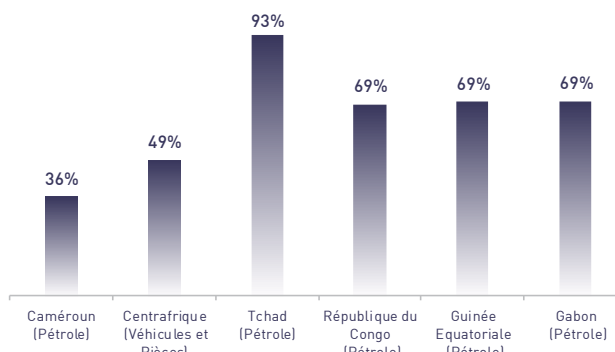
Sans pour autant que d'autres puissent justifier leurs difficultés uniquement par l'actuel régime

S'il est admis qu'un régime de change à parité fixe n'encourage pas l'ouverture économique ou la promotion de la production et la consommation locales, le Franc CFA ne peut être tenu pour seul responsable du retard du processus de détournement du pétrole comme principal pilier de l'économie.

CONCENTRATION DES EXPORTATIONS UEMOA



CONCENTRATION DES EXPORTATIONS CEMAC



Sources : Bloomberg, OEC, Calculs AGR

...qui rappelle, pour la CEMAC, la période d'avant dévaluation 1994

Le Franc CFA est une monnaie par nature fortement résiliente. Ceci dit, nous retrouvons plusieurs points de rapprochement entre la situation actuelle en zone CEMAC et celle qui a précédé la dévaluation de 50% de cette monnaie.

- ⇒ Baisse inédite des prix des cours du baril et du dollar ;
- ⇒ Déclin des recettes budgétaires issues des taxes sur le commerce extérieur ;
- ⇒ Recours à l'endettement extérieur pour la finalisation des projets entamés antérieurement.

INDICATEURS CONTRASTÉS DES 2 PÉRIODES 2017 VS. 1994

CEMAC	1994	2017
Tendance du prix de pétrole	baissière	baissière
Tendance du Dollar	baissière	baissière
Difficultés d'équilibre budgétaire	oui	oui
Support du FMI	Conditionnel	Inconditionnel
Aides	Suspendues	En vigueur
Convertibilité du FCFA	Suspendue	En vigueur
Taux de couverture extérieure de la monnaie	15%	63%

En revanche, la situation actuelle semble moins alarmante cette fois-ci tant que la période précédant l'année 1994 a été caractérisée par des facteurs qui ne sont pas d'actualité:

- ⇒ Conditionnement de l'assistance du FMI à la revue de la parité : en effet, le FMI acteur clé de la dévaluation de 1994 ne semble pas conditionner son appui aux pays membres par une dévaluation. L'institution a déjà entamé des programmes de support avec le Cameroun, le Tchad, le Gabon et la République Centrafricaine. Rappelons toutefois le cas de l'Egypte où l'appui et le financement du FMI étaient conditionnés par la dévaluation de la Livre ;
- ⇒ Rupture des aides face à l'échec des mesures de relance ;
- ⇒ Cessation de la convertibilité du FCFA de la part de la Banque de France.

... Une dévaluation finalement aux conséquences mitigées

A posteriori, la dévaluation de l'année 1994 a eu des conséquences mitigées. Tout d'abord, il faudrait souligner que cette décision a été suivie par une série de mesures d'accompagnement notamment le blocage des prix de produits de première nécessité, le relèvement des prix de produits de rente, l'augmentation des salaires (finalement non appliquée) et l'allègement de la fiscalité et des droits de douane.

Les retombées ont été positives bien que de manière décalée. En effet, on a assisté à une reprise progressive de la balance commerciale, une amélioration des recettes du commerce extérieur et un raffermissement de la croissance notamment grâce à un effacement d'une partie de la dette et un rééchelonnement des échéances.

Autrement, sur le plan social, la période qui a suivi la dévaluation a été caractérisée par de fortes perturbations sociales du fait de la considérable hausse de l'inflation et du gel des salaires notamment dans la fonction publique.

En tout cas, une éventuelle réforme ne saurait être limitée à un changement de parité

La dévaluation ne saurait être une solution unique ou la meilleure issue à la situation de fébrilité actuelle. Plusieurs plans (purs ou mixtes) pourraient être envisagés dans le cadre d'une éventuelle réforme :

- ⇒ Changement de parité : si cette réforme pourrait être qualifiée de brutale, et ayant des effets mécaniques sur l'inflation et le service de la dette, elle a le mérite de conserver les avantages (cités auparavant) de la parité fixe tout en espérant un impact positif sur la balance commerciale, les finances publiques, et la production locale ;
- ⇒ Réaménagement du panier : par l'introduction d'une ou de plusieurs devises notamment le Dollar ou le Yuan, la zone Franc s'adapterait progressivement à l'ouverture des exportations vers la Chine et l'Inde ;
- ⇒ Flottement progressif : à l'instauration d'une bande de fluctuations, les autorités implémenteraient une réforme progressive qui évoluerait au gré des fondamentaux autant que du capital expérience.

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Mahat Zerhouni
+212 5 29 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma
Casablanca

FINANCIAL ANALYST

Douada Bamba
+225 20 21 98 26
daouda.bamba@sib.ci
Abidjan

DIRECTEUR ECONOMIE

Abdelaziz Lahlou
+212 5 29 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Maria Iraqui
+212 5 29 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

Ines Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

Yves Ntchoumou
+237 233 43 14 46
n.ntchoumou@attijarisecurities.com
Douala

Actions

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui
+212 5 29 03 68 27
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria
+212 5 29 03 68 48
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares
+212 5 29 03 68 34
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa
+212 5 29 03 68 21
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya
+212 5 29 03 68 15
a.yahya@attijari.ma

BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari
+212 5 22 49 59 57
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine
+212 5 22 49 59 52
s.mohcine@wafabourse.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Makrabi Bakayoko
+225 5 22 21 98 26
makrabi.bakayoko@sib.ci

Mohamed Lemridi
+225 07 80 68 68
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Maya Ghorbel
+216 71 10 89 00
maya.ghorbel@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Naoufal Bensalah
+237 2 33 43 14 46
n.bensalah@attijarisecurities.com

Taux / Change / Matières Premières

MAROC

Mehdi Mabkhout
+212 5 22 42 87 22
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 09
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni
+212 5 22 42 87 74
b.dakkouni@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Youssef Hansali
+241 01 77 72 42
youssef.hansali@ugb-banque.com

ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa
+202 27 97 04 80
mahmoud.bahaa@barclays.com

TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 80 29 22
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Omar Ben Hallam
+971 0 43 77 03 00
obenhallam@attijari-me.com

AVERTISSEMENT

RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

