

NOTE SUR LA DECOTE DU F CFA

Décembre 1993

Javier/HERRERA

DIAL



Fonds Documentaire IRD

Cote: B × 24621 Ex: Langue

La décote du F CFA

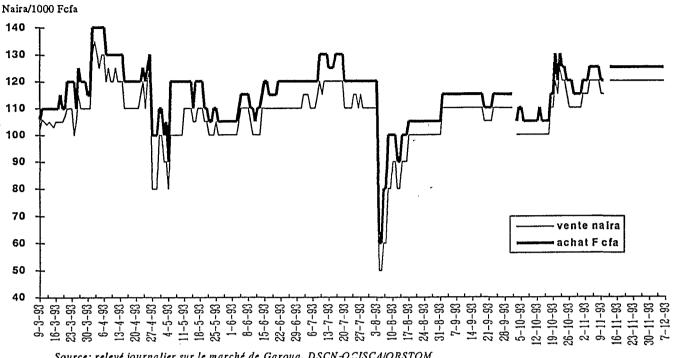
Lorsque la mesure de suspension des rachats des billets F CFA hors de la zone franc africaine a été prise par la BEAC et la BCEAO au début d'août 1993, on a observé sur les marchés parallèles une forte appréciation du naira par rapport au FF¹. Cette appréciation est intervenue dans un contexte de dépréciation tendancielle du naira vis à vis l'ensemble de devises échangées sur les marchés parallèles nigérians. L'évolution du taux de change parallèle naira/F CFA laissait donc supposer également un décrochage du F CFA par rapport au FF, rompant ainsi la parité fixée depuis 1948. Une telle supposition était d'autant plus fondée qu'il n'avait pas des raisons motivant aussi une dépréciation du FF par rapport au naira. D'autant plus qu'il existe de liens étroits entre les marchés de change au Nigeria et le marché international et les opérations d'arbitrage entre les différentes devises interdissent la persistance des profits de change durables. L'objet de la présente note est d'apporter des éléments quantitatifs afin d'apprécier l'ampleur de la décote et de son évolution tout en précisant les implications des choix méthodologiques possibles.

Dans l'appréciation de la décote on est confronté à différents choix qui ont des conséquences importantes non seulement sur l'estimation de son ampleur mais aussi sur son existence même. Un premier choix devra être effectué au niveau de l'échelle de temps sur laquelle le phénomène de la décote sera mesuré. La périodicité des observations ainsi que la période sur laquelle elles s'étendent sont, l'évolution journalière du taux de change parallèle à Garoua le prouve (graphique n°1), des facteurs très importants dans la perception du phénomène.

Ainsi, lorsqu'on observe l'évolution du taux de change naira/ F CFA BEAC sur une échelle du temps fine et sur une période suffisamment longue, on constate que cette évolution ne suit pas une tendance uniforme à la baisse mais plutôt des fluctuations d'ampleur variable au cours du temps. Des périodes de forte instabilité (à la suite généralement des changements importants de la parité naira/F CFA) sont suivies des périodes à faible variation du taux de change parallèle naira/F CFA.

¹ voir notre rapport sur "L'impact des mesures relatives à la convertibilité restreinte du franc CFA de la zone BEAC sur les marchés parallèles des changes et sur les échanges commerciaux informels Cameroun-Nigeria, Nov. 1993, 52pp.

Taux de change Naira/F cfa sur le marché parallèle de Garoua



Source: relevé journalier sur le marché de Garoua. DSCN-OCISCA/ORSTOM

On peut distinguer deux épisodes marquants depuis le mois de mars 1993 (date du début de nos relevés permanents du taux de change). Le premier, qui n'a pas attiré l'attention des analystes et décideurs, est celui de la forte appréciation puis dépréciation du naira du mois de mars-avril 1993. En effet, après une poussée spéculative qui avait porté le taux de change du franc CFA à un niveau exorbitant (140 nairas/1000 F CFA), celui-ci était descendu brusquement à près de 80 nairas/1000 francs CFA fin avril (soit une dépréciation de 43%), début mai 1993, pour ensuite se stabiliser autour de 110-120 nairas/1000 francs CFA. Cette dépréciation du F CFA est d'une nature bien différente de celle observée au mois d'août 1993. Elle s'inscrit dans un mouvement de "retour de balancier" qui a vraisemblablement concerné l'ensemble de devises échangées sur les marchés parallèles nigérians et non l'une d'entre elles comme ce fut le cas plus tard.

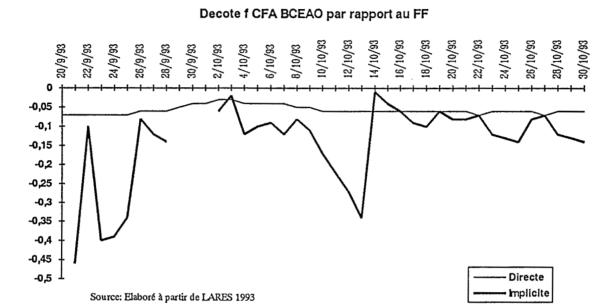
Le second épisode est celui de la forte appréciation du naira à la suite de l'annonce des mesures prises par les autorités monétaires de la zone franc. A peine trois jours après l'annonce de l'inconvertibilité hors zone franc, les marchés parallèles de change ont réagi, provocant une forte dépréciation du franc CFA par rapport au naira. Ainsi, le taux de change parallèle est passé de 110 nairas contre 1000 francs CFA à Garoua à 50 nairas/1000 francs CFA après l'annonce de la mesure, soit une dépréciation de 55%. La dépréciation s'est réduit quatre jours plus tard à 27%. Dès le 17/8/93, le taux de change parallèle naira/F CFA se stabilise à 100 nairas contre 1000 F CFA, soit une dépréciation de 10% par rapport à la situation qui prévalait avant l'annonce de la décision de la BEAC du 2 Août. Actuellement (6/12/93), l'appréciation du naira par rapport au F CFA a été complètement résorbée par le marché, le taux de change parallèle étant revenu à des niveaux comparables à ceux qui prévalaient avant la mesure du 2 août 1993.

Ceci reflète la rapidité (et la fluidité) de la réorganisation des circuits parallèles de changes et indique le coût de transaction impliqué par ces nouveaux circuits en constitution. En somme, la mesure de suspension de rachat des billets F CFA exportés hors de la zone franc africaine n'a eu qu'un impact mineur et dans le fonctionnement du marché parallèle des changes et dans la cotation du F CFA par rapport au naira. La chute du naira s'est poursuivie indépendamment des mesures prises et de l'évolution du volume des échanges commerciaux entre le Nigeria et la Cameroun. Le taux de change est revenu au niveau qu'il avait atteint au mois de mai, après la forte dévaluation d'avril 1992 et avant les mesures relatives à la convertibilité du F CFA (voir graphique ci-dessus).

La décote directe du F CFA par rapport au FF

La première réaction des opérateurs économiques a été d'épuiser le stock disponible de chèques de voyage libellés en FF ainsi que celui des billets FF existants dans les différentes agences bancaires commerciales. Ces stocks ont joué le rôle de tampon amortissant l'impact des mesures annoncées par les autorités monétaires sur le fonctionnement du marché parallèle. Les banques commerciales de la zone franc, n'étant pas régulièrement approvisionnées en FF (leur source était les touristes de passage et les expatriés), ont été prises de court et ont très vite commencé à rationner leur offre de devises -aux taux officiels- en faveur des meilleurs clients avant de l'épuiser complètement (une partie de ce stock a été écoulée par des employés indélicats sur le marché parallèle des changes où prévaut la décote). Parallèlement, la mise en place effective des mesures relatives à la convertibilité du F CFA a donné lieu à la gestation d'un nouveau marché des changes dans la zone franc: celui du FF et au "décrochage" de la parité FF/F CFA sur les marchés parallèles au Nigeria. Une fois que les stocks disponibles dans les agences bancaires ont été épuisés, l'excès de demande s'est reporté sur les marchés parallèles, ce qui a provoqué l'appréciation du FF par rapport au F CFA. C'est seulement très récemment que des nouvelles sources d'offre contribuent de manière régulière à alimenter en FF les marchés parallèles des changes (les militaires français stationnés au Tchad, des hommes d'affaires qu'arrivent à Garoua la valise pleine des billets FF...).

A Garoua, au cours de la semaine du 24 octobre 1993, le cambiste proposait une surcote de 10% pour les FF. La décote directe entre le F CFA BCEAO et le FF constatée à Cotonou est de l'ordre de 6% et a très peu variée entre le 20/9/93 et le 30/10/93, période pour laquelle des relevés sont disponibles à Cotonou (voir graphique ci-dessous).



La décote implicite du F CFA par rapport au FF

Bien que lorsque les mesures ont été annoncées par les autorités monétaires il n'existait pas, sur les marchés parallèles des changes dans la zone franc, de cotation pour le FF, les fortes appréciations du naira par rapport au F CFA intervenues au mois d'avril et d'août 1992 peuvent être interprétées comme une dépréciation implicite du F CFA vis à vis du FF. L'ampleur de cette dépréciation dépende de l'évolution du taux de change parallèle naira/FF. Si l'on admet l'hypothèse que les arbitrages entre le marché international et les marchés parallèles empêchent l'apparition des écarts entre les taux de change croisés, alors on pourrait conclure que le F CFA s'est déprécié par rapport au FF dans les mêmes proportions qu'avec le naira².

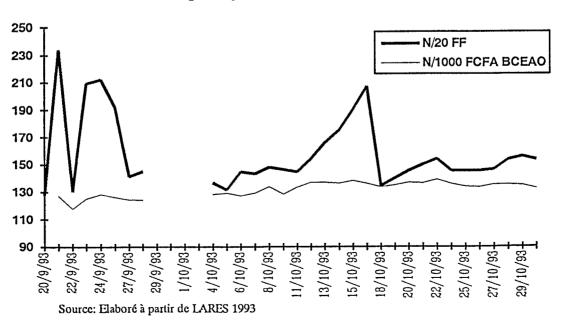
² Entre le 2 et le 4 août 1993, le taux de change parallèle à Lagos du dollar par rapport au naira est resté constant à 38N/1 \$ et le taux FF/\$ s'est apprécié de 2,4%. Par conséquent, si l'on accepte l'hypothèse que l'on suggère, le taux de change parallèle naira/FF aurait dû s'apprécier aussi de 2,4% ce qui accroît légèrement la dépréciation apparente du F CFA par rapport au FF.

Dans la réalité des marchés parallèles des changes, la dépréciation du Franc CFA par rapport au Franc français a déjà eu lieu au mois d'août 1993 et ceci pour la deuxième fois dans l'année. Elle a eu lieu pour une première fois au mois d'avril 1993.

A Kano, vers le 24 octobre 1993, un billet de 20 FF (l'équivalent de 1 000 F CFA) pouvait être vendu au prix de 150 nairas. Sachant que ce jour-là, le taux de change naira/F CFA BEAC était de 125 nairas contre 1000 F CFA, alors on déduit que le F CFA subissait une décote de 17% par rapport au FF. Une semaine plus tard à Lagos (le 6 novembre 1993), 1 FF s'échangeait contre 7,2 nairas alors que le taux de change était de 130N/1000 F CFA BCEAO, soit 6,5 nairas pour 50 F CFA BCEAO. La décote était donc de 9,7% dans le cas du F CFA BCEAO par rapport au FF. Compte tenu du fait que 9200 F CFA BCEAO s'échangeaient contre 10000 F CFA BEAC, toujours à Lagos le même jour, cela implique une décote de 17% pour le Franc BEAC par rapport au FF.

En ce qui concerne l'évolution de la décote implicite du F CFA BCEAO par rapport au FF sur le marché parallèle de Lagos, on remarquera qu'elle est, sauf quelques épisodes de courte durée, relativement modérée et proche de la décote directe. Naturellement, la décote implicite est pratiquement toujours plus importante que la décote implicite, reflètent ainsi les différents coûts de transaction. Les variations de la décote implicite s'expliquent par la forte variation observé dans le cas du taux de change du naira par rapport au franc français; variations qui atteignent une plus grande ampleur que celles du F CFA. Ainsi, on constate que l'appréciation du FF est nettement plus forte que celle du F CFA (voir graphique ci-dessous).

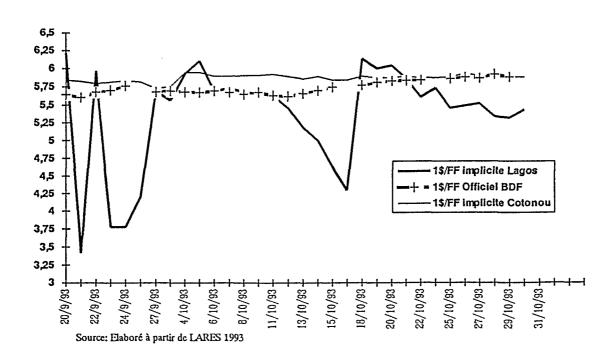
Taux de change moyen naira/FF et naira/F cfa à Lagos



Cependant, le manque de relevés du taux de change naira/FF correspondant à cette période ne permet pas de tester le bien fondé de cette hypothèse. Par contre, les relevés effectués pour une période ultérieure tendent à montrer que le taux de change naira/FF sur le marché parallèle de Lagos peut aussi se "décrocher" par rapport aux autres devises échangées sur ce marché.

Si le taux de change naira/F CFA est revenu à des niveaux comparables à ceux d'avant la mesure du 2 août 1992, comment expliquer alors la persistance de la décote F CFA/FF? La réponse peut être trouvée dans l'appréciation du taux de change du FF sur le marché parallèle de Lagos non seulement vis à vis le naira mais aussi par rapport au dollar et autres monnaies. Dans le graphique ci-dessous on compare le taux de change implicite du FF par rapport au dollar sur le marché de Lagos (naira/\$ et naira/FF) et sur le marché de Cotonou (F CFA BCEAO/\$ parallèle et officiel, compte tenu de la décote F CFA BCEAO/FF). Alors que le taux de change implicite FF/\$ demeure stable, celui du marché de Lagos met en évidence de fortes vagues d'appréciation du FF par rapport au dollar. Cette décote peut être mesurée en comparant les évolutions des taux sur le marché parallèle avec celle du taux officiel dollar/franc français sur le marché des changes à Paris. L'annonce de la suspension des rachats du F CFA hors de la zone franc franc avait provoqué une ruée des détenteurs de F CFA vers le FF qui a entraîné à la fois une appréciation du FF vis à vis du naira et autres devises sur le marché parallèle de Lagos et une appréciation du naira par rapport au F CFA.

Taux de change implicite dollar/ franc français à Lagos et à Cotonou



7

La décote du F CFA BEAC par rapport au F CFA BCEAO

A partir de l'annonce de la mesure de suspension du rachat des billets F CFA de la BCEAO par la BEAC, le 13 septembre 1993, un nouveau marché des changes s'est développé dans les zones frontalières: le marché des billets F CFA BCEAO contre les billets F CFA de la BEAC. Les opérateurs nigérians, suivant la division des rôles du Bénin et du Cameroun dans le commerce régional, et plus particulièrement la logique "pompe à francs CFA" que nous avons décrite ailleurs³, se sont engagés dans une vaste opération d'échange des billets BEAC contre les billets BCEAO. Les billets BEAC sont obtenus du commerce informel largement excédentaire en faveur du Nigeria et la demande des billets BCEAO s'explique par le rôle de plate—forme de réexportation joué par le Bénin en direction du Nigeria.

L'effet de la mesure a été d'une part un léger raffermissement du naira et d'autre part l'apparition d'un décote dans les échanges de F CFA BEAC/ F CFA BCEAO. Ainsi, le taux de change du dimanche 19 septembre est passé à 105 nairas contre 1 000 F CFA, alors que la veille il était à 110 nairas contre 1 000 F CFA (le taux à la vente est passé de 115 à 110 nairas contre 1 000 F CFA). Ce raffermissement du naira pourrait être expliqué par la rupture de la parité entre le F CFA de la zone BEAC et celui de la zone UMOA.

La décote directe du F CFA BEAC par rapport au F CFA BCEAO

La suspension des rachats des billets décidée par la BEAC s'est initialement traduit par une décote directe du Franc CFA de la zone BEAC d'environ 20% par rapport au F CFA de l'UMOA. La parité entre les deux zones d'émission a été ainsi rompue.

A Garoua, le 23 octobre 1993, pour obtenir un billet de 10 000 f CFA de la BCEAO il fallait 13 000 F CFA de la BEAC (décoté de 23%). Ce jour là, le cambiste achetait des billets BCEAO au taux de 11500 à 12000 F CFA BEAC pour 10000 CFA BCEAO (décote de 13% à 17%). Dans la ville de Cotonou le 31 octobre 1993 achetait les billets de 10 000 F CFA BCEAO se vendaient et achetaient respectivement à 8500 et 9000 F CFA BEAC (décote de 15% et 10%). A Lagos, le 6 novembre 1993, il fallait 10000 F CFA BEAC pour obtenir 9200 F CFA de la BCEAO alors qu'ils pouvaient être achetés par le cambiste pour 9350 F CFA BCEAO (décote de 8% et 6,5%). Ceci traduit l'importance de l'intégration régionale des échanges opérée sous l'emprise du Nigeria.

³ Voir rapport de l'observatoire frontalier "Le marché officiel et parallèle de changes et ses implications pour le PAS camerounais", Août 1993, 21pp.

L'ampleur de la décote doit être interprétée avec prudence car elle semble montrer une forte variabilité dans le temps (avec une nette tendance à sa diminution) ainsi qu'une importante dispersion lorsqu'on considère différents marchés parallèles des changes. Malheureusement, les informations disponibles sur ce nouveau marché des changes sont encore fragmentaires (pas de série permettant de suivre son évolution). On doit également considérer le fait qu'il existe un écart important entre le taux de change à l'achat et à la vente, la décote étant toujours défavorable au F CFA BEAC. Le suivi de la décote BEAC/BCEAO reposera donc davantage sur la décote implicite dans les taux de change du naira par rapport au F CFA BEAC à Garoua et par rapport au F CFA BCEAO à Cotonou et Lagos (les relevés dans ces deux dernières villes ayant été effectués par l'équipe du LARES dirigée par J. Igué).

La décote implicite du F CFA BEAC par rapport au F CFA BCEAO

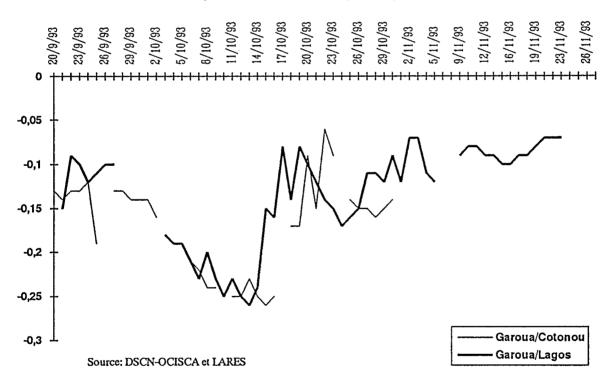
Immédiatement après la mise en oeuvre des mesures de suspension des rachats du F CFA en zone UMOA par la BEAC, une décote de 15% en défaveur du F CFA BEAC est implicitement apparue dans le marchés des change de la zone franc. Deux semaines plus tard, vers le 14 octobre 1993, la décote atteignait un niveau plancher d'un peu plus de 25%. En à peine quelques jours plus tard, la décote est diminuée de plus de moitié et depuis le 17/10/93, elle fluctue autour de 10% avec une tendance, particulièrement nette depuis novembre, de converger vers un taux de 8%.

Cette évolution en "U" (voir graphique) au cours du premier mois après l'annonce de la mesure met en évidence, par sa brièveté, à quel point les stratégies de contournement ont été efficaces et rapides dans leur mise en oeuvre afin d'établir des nouveaux circuits de recyclage des F CFA BEAC excédentaires du commerce Nigeria-Cameroun. L'effet "impact" a très vite cédé la place à une décote reflètent des frais de transaction en constante diminution. La réduction de la décote s'explique surtout par le "rattrapage" du taux naira/F CFA BEAC vers celui du naira/F CFA BCEAO, dont les variations ont été faibles pendant la période examinée. Les excédents de F CFA BEAC entre les mains des commerçants nigérians exportant vers le Cameroun ont trouvé plusieurs voies d'issu. D'abord dans l'achat, au Cameroun, des produits traditionnellement importés par le Nigeria du marché international (le riz principalement mais aussi le bétail et certains produits manufacturés. Voir rapport OCISCA du mois de novembre 1993 cité plus haut). Ensuite, en l'absence d'une circulaire précisant les modalités d'application des mesures du 2 août 1993, et devant les ambiguïtés de celle-ci (les résidents de la zone BEAC ont le droit, dans leurs déplacements vers la zone UMOA, aux allocations de devises pour voyages) les F CFA BEAC ont été librement convertis en FF puis transférés à Cotonou et Lagos. Enfin, l'apparition -encore timide- d'un marché parallèle des changes où les CFA BEAC s'échangent directement -avec décote- contre des CFA BCEAO, constitue le premier

maillon d'une chaîne informelle de recyclage des F CFA BEAC destinés au commerce Bénin-Nigeria. Il semble peu probable que l'ensemble des excédents monétaires du Commerce Nigeria-Cameroun puisse dans un avenir proche être entièrement recyclés sans décote en F CFA BCEAO.

Vers le 20 octobre, les billets de la BCEAO s'échangeaient, sur le marché parallèle de Maiduguri, à un taux de 130N/1000 F CFA tandis que pour les billets BEAC le taux était de 120N/1000 F CFA. La décote implicite dans cette opération est de 8%, à comparer avec celle du taux relatif Garoua/Cotonou (9%) et Garoua/Lagos (10%). Rappelons que la décote était de près de 20% lorsque les billets BEAC sont échangés de manière directe contre des billets BCEAO sur le marché parallèle de Garoua.

Décote implicite du f CFA BEAC par rapport au f CFA BCEAO



Le calcul de la décote du F CFA

Parler de dócote d'une monnaie n'a pas de sens que lorsqu'il existe un marché dual des changes, avec d'un coté un taux officiel ou administré et de l'autre coté un taux libre fixé sur le marché. Diverses catégories de marchés on pu être identifiées dans les diverses études, selon que ces marchés soient plus ou moins tolérés ou reconnus par les autorités monétaires (marché informel, parallèle, noir). Sur un marche des changes libre, sans entraves d'ordre institutionnel, les opérations d'arbitrage (à travers les taux de change croisés entre les différentes monnaies échangées), conduisent à terme à la disparition des profits résultant de ces arbitrages. Dans le cas contraire, des marges bénéficiaires, fixes ou variables, peuvent apparaître reflétant les coûts de transactions impliqués par le passage d'une monnaie "moins convertible" vers une autre pleinement convertible. Ces frais de transaction peuvent être, en partie, "internalisés" par le système bancaire officiel de sorte que la décote observé sur le marché parallèle doit être mise en rapport avec celle observée sur le marché parallèle. Ainsi, un commission officiel de 3% a été instauré par la Banque de France depuis 1992 dans les opérations de change de F CFA contre le FF.

La décote peut être calculée de manière directe: (taux de change parallèle / taux de change officiel) - 1 soit:

décote directe_t =
$$[(1 \text{ F CFA}/x \text{ FF})_t/0.02] - 1$$

ou de manière indirecte, par le biais des taux de change croisés sur le marché parallèle:

décote indirecte_t =
$$[(x \text{ Nairas} / 1000 \text{ CFA})_t / (y \text{ Nairas} / 20 \text{ FF})] - 1$$

Des écarts (positifs) entre la décote indirecte et directe sont à prévoir non seulement du fait que le taux de change à l'achat et le taux de change à la vente diffèrent (marge bénéficiaire du cambiste) mais aussi en raison des imperfections du marche ou du fait de la forte variabilité des taux de change à court terme. Plus le marché parallèle des changes est centralisé et d'importants volumes sont échanges, moins de chances il y aura pour que les écarts soient grandes entre la décoté directe et indirecte. En calculant la décote indirecte du F CFA BEAC par rapport au F CFA BCEAO à travers le taux de change naira/F CFA dans des marches parallèles camerounais et béninois, on doit aussi envisager la possibilité qu'il ne s'agisse pas de marchés parfaitement unifiés. Ce d'autant plus qu'on est devant un nouveau marche, en constitution, dans le cas de FF vis à vis du F CFA et dans le cas du F CFA BEAC par rapport au F CFA BCEAO. Sur ces nouveaux marchés, les opérations d'arbitrage demeurent limités et les conditions locales d'offre et de demande continuent à l'emporter. Les enquêtes de terrain révêlent cependant une situation encore plus complexe: les marchés parallèles des changes béninois et camerounais sont relies entre eux à travers un troisième marché (Lagos au Nigeria) où le taux de change joue le rôle de taux directeur pour les deux marchés avec des marges d'autonomie certes réelles mais faibles et plutôt limitées.