

Note d'analyse de la décision de la Banque Centrale du Congo d'intervenir sur le marché des changes par la cession des devises.

Par cette opération, la Banque centrale du Congo (BCC) va faire varier sa position en devises et est donc en mesure d'exercer une politique de taux de change. Cette décision, vient du fait que les cours des devises (dollar E-U) s'élèvent (celui de la monnaie nationale baisse, franc congolais), tente donc de mettre fin à ce mouvement en se portant vendeur de devise à un cours limite. La hausse des devises reflète un excédent des demandes des devises sur l'offre ; la BCC fournit donc le complément d'offre nécessaire pour équilibrer le marché des changes au cours de son choix.

Elle puise, à cet effet, dans les réserves officielles de change. Cette stratégie est compatible avec la conduite de la politique monétaire de la BCC qui définit une trajectoire de croissance de la masse monétaire compatible avec son objectif d'inflation et avec sa projection de croissance de l'économie. En fait, elle suggère que la politique monétaire de la RDC est caractérisée par un régime de flottement dirigé où le taux de change joue un rôle utile pour soutenir les objectifs d'inflation, *i.e.* un régime de *changes flottants* dans lequel le taux de change peut être utilisé comme objectif opérationnel pour limiter *la volatilité du taux de change* (voir, l'article 6 de la Loi sur la Banque centrale, Loi N°005/2002 du 07 Mai 2002 relative à objectif secondaire de la BCC d'assurer « la stabilité interne et externe de la monnaie nationale »).

Même si la politique monétaire ne détermine pas le cours des variables réelles à long terme (elle influence leur évolution à court terme sur deux ou trois ans), cette décision de la BCC est plus séduisante intellectuellement parce qu'elle montre que le taux de change est l'un des principaux canaux de transmission monétaire. Dès lors, il y a des raisons de s'interroger sur l'efficacité de cette politique monétaire. Cette note montre que « *l'intervention de la BCC sur le marché des changes par la cession des devises* » ne sera pas efficace parce que la persistance de degré de dollarisation et la structure de production de l'économie congolaise empêchent la transmission de la politique monétaire.

La note est structurée comme suit. Dans la partie suivante, je présente une description de la dollarisation, fournissant un ensemble des déterminants de la persistance de degré élevé de dollarisation en RDC dans un environnement de faible inflation. La partie 2, documente la manière dont le degré élevé de dollarisation complique la conduite de la politique monétaire et de la gestion du taux de change. Dans la partie 3, je décris brièvement la structure de l'économie congolaise qui limite aussi le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Guidé par l'indicateur des conditions monétaires, je conclus en examinant un canal potentiel d'inefficacité de la politique monétaire.

I. Déterminants de la persistance de degré élevé de dollarisation

Une littérature importante consacrée à l'instabilité macroéconomique dans les pays en développement a montré que la RDC a été durant de nombreuses années caractérisée par les taux d'inflation élevés (et l'hyperinflation) et marquée par des épisodes de crises des changes qui ont entraîné une dollarisation rapide de l'économie et, en particulier, du système financier. La dollarisation (ou substitution monétaire) se réfère à une situation dans laquelle la monnaie étrangère est utilisée de façon concurrente à la monnaie nationale comme unité de compte, réserve des valeurs et intermédiaire des échanges. Elle reflète des besoins de diversification de portefeuille et, dans les pays à forte inflation, une tentative des agents domestiques à se

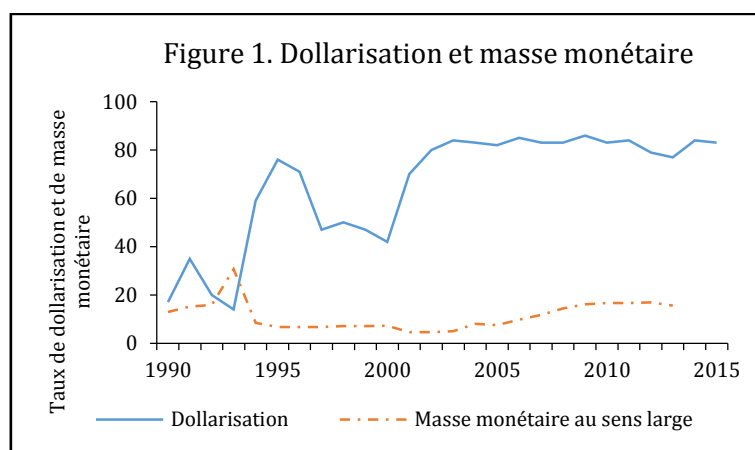
protéger contre la crise d'inflation et des pertes en capital sur les actifs libellés en termes de monnaie nationale.

La figure 1 montre une mesure courante du degré de dollarisation, la proportion des dépôts en monnaie étrangère détenus dans le système bancaire par rapport au stock domestique de monnaie au sens large pour la RDC. La figure 1 suggère que la dollarisation a été importante depuis de longues années. Le ratio de la dollarisation a cru à un taux moyen d'à peu près 44 % par an au cours de la période 1990 à 2000 et d'à peu près 82 % par an au cours de la période 2001 à 2014. La proportion de dépôts en dollars par rapport au total des dépôts excessivement élevée par rapport à la masse monétaire au sens large depuis 2001 (*cf.* figure, 1).

En outre, la dollarisation en RDC semble être associée, à la fois, à des périodes de haute inflation (c'est particulièrement le cas années 1990 où le taux d'inflation présente d'amples fluctuations autour de sa moyenne de décennale, qui est de l'ordre de 3649 % sur la période 1990-1999) ; et de faible inflation ; c'est particulièrement le cas années 2002-2015 (le taux d'inflation présente d'amples fluctuations autour de sa moyenne qui est de l'ordre de 26 % sur la période 2001-2010 et 6 % pour la période 2012-2014).

Le degré de dollarisation s'est accru significativement durant la période 1990-2001, en relation avec l'augmentation de taux d'inflation mais il reste élevé même après que la stabilisation de l'inflation ait été accomplie au cours de la période 2015 (le taux d'inflation s'élève à 0,80 % au mois de février 2016). La dollarisation en RDC peut donc être considérée comme une réponse endogène des agents domestiques qui essaient d'éviter la taxe d'inflation et les pertes en capital sur les actifs libellés en termes de monnaie nationale. Dans le même temps, elle répond bien sûr aux besoins de diversification de portefeuille, qui peut exister même à des taux d'inflation relativement bas.

Ce résultat suggère aussi que, même après de fortes réductions de l'inflation, la dollarisation peut demeurer relativement importante. C'est ce qui se produit apparemment en RDC depuis le début des années 2000, comme l'illustre la figure 1.



Sources : auteur, à partir des données de Lendele Kola et Kamanda kimona-mbinga (2005), Honohan (2008) et FMI.

Plusieurs explications peuvent être apportées pour justifier cette persistance d'un degré élevé de la dollarisation dans un environnement de faible inflation. Une première explication suggérée est que les coûts de transaction qui surviennent en passant d'une monnaie à l'autre (justifié par l'hypothèse d'économies d'échelle dans l'utilisation d'une monnaie unique) impliquent qu'il y a une gamme de taux d'inflation pour laquelle le degré de dollarisation

reste probablement inchangé. Ces coûts de transaction survenus lors de l'échange de monnaies peuvent eux-mêmes dépendre du degré de dollarisation de l'économie. En d'autres termes, du point de vue individuel, il est plus coûteux de passer de la monnaie nationale à la monnaie étrangère si le degré de substitution monétaire est faible. Réduire la propension à détenir des liquidités en monnaie étrangère requiert donc un taux d'inflation très bas pour permettre aux individus de retrouver l'habileté à utiliser la monnaie nationale.

Une explication alternative qui ne dépend pas de l'existence des coûts de transaction dans l'explication de la persistance du processus de dollarisation en RDC est le fait que le degré de substitution monétaire dépend non seulement des anticipations d'inflation et de la dépréciation du taux de change, mais aussi du risque (ou volatilité) associée à ces variables. En effet, alors qu'au cours des périodes d'inflation élevée, la composante risque tend à être dominée par le niveau même de l'inflation, en période d'inflation basse (ou des épisodes de post-stabilisation), les facteurs de risque deviennent plus importants.

Toutes choses égales par ailleurs, le risque accru (ou volatilité) des prix et des taux de change induiraient les détenteurs d'actifs à abandonner la monnaie nationale en faveur de la monnaie étrangère. Par conséquent, réduire le degré de substitution monétaire requiert non seulement une réduction des niveaux de taux d'inflation anticipée et la dépréciation du taux de change, mais aussi une réduction de la volatilité de ces variables. Le risque de dépréciation est donc un facteur important de l'explication de la persistance de la dollarisation en RDC.

II. Degré élevé de dollarisation limite la transmission de la politique monétaire

Notre intuition est que le degré élevé de dollarisation en RDC compliquerait, à présent, la conduite de la politique monétaire et la gestion du taux de change. D'abord, la dollarisation implique une perte des revenus de seigneurage, car la demande de la base monétaire nationale est plus faible. Cette perte de revenus peut entraîner un financement monétaire accru et donc une inflation plus élevée, qui peut à son tour, conduire à une réduction supplémentaire des détentions d'encaisses monétaires domestiques. Ce résultat peut être une spirale inflationniste ayant comme résultat ultime une dollarisation totale.

Deuxièmement, la dollarisation affecte le choix des actifs qui devraient être inclus dans les agrégats monétaires qu'utilisent les décideurs politiques comme indicateurs des conditions monétaires ou variables cibles. Les agrégats qui incluent les liquidités monétaires et les dépôts étrangers sont importants si l'utilisation de la monnaie étrangère comme moyen d'échange tend à déformer le lien entre la monnaie nationale et l'inflation. Il peut y avoir moins de raison à considérer de tels agrégats si la dollarisation représente une diversification d'actifs, sans implication sur la demande de monnaie et l'inflation.

Troisièmement, la dollarisation (sous la forme de dépôts en monnaie étrangère dans les banques domestiques) indexe essentiellement les dépôts bancaires au taux de change. Parce que la valeur en monnaie nationale des dépôts en monnaie étrangère augmente proportionnellement avec la dépréciation du taux de change, les agrégats monétaires tendent à s'accommoder des pressions inflationnistes. Dans la mesure où les prêts attribués contre les dépôts en monnaie étrangère sont libellés en monnaie nationale, la contre-transformation monétaire (ou les désajustements des structures par devises) peut affaiblir les bilans des banques si le taux de change se déprécie et si les taux prêteurs ne peuvent être ajustés pour absorber la perte sur le principal du prêt mesuré en termes de monnaie étrangère. Ces faiblesses peuvent forcer la banque centrale à intervenir et l'augmentation de la liquidité peut exacerber les pressions inflationnistes.

Quatrièmement, la dollarisation affecte le choix du régime du taux de change, car elle implique des dettes à court-terme en monnaie étrangère par rapport auxquelles les réserves en devises du système bancaire doivent être mesurées. La figure 1, qui montre le ratio des dépôts en monnaie étrangère détenus dans le système bancaire par rapport aux réserves en devises (or exclu) détenues par la BCC montre effectivement ce ratio très élevé. Une hausse des dépôts en monnaie étrangère détenus par les banques peut accroître la vulnérabilité du système bancaire et du taux de change officiel aux changements brusques de l'opinion du marché et des flux de capitaux.

Au total, le degré élevé de dollarisation en RDC compliquerait, à présent, la conduite de la politique monétaire et la gestion du taux de change car elle implique une perte de revenus de seignuriage, affecte la définition des agrégats monétaires, déforme le lien entre la monnaie nationale et l'inflation, enfin augmente la vulnérabilité des banques commerciales à la dépréciation monétaire.

III. La dépendance aux rentes issues des ressources naturelles limite la transmission de la politique monétaire

Le degré élevé de dollarisation n'est pas le seul facteur qui diminue l'efficacité de la politique monétaire en RDC. La structure de l'économie congolaise limite aussi le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les secteurs dominants de l'économie (notamment ceux qui sont 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, et le taux directeur de la BCC n'a que peu d'influence sur les décisions d'emprunts, lesquels sont généralement souscrits en dollars (FMI, 2011). 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 capitaliste, 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 (tels que les télécoms et les industries des boissons) vendent leur production en monnaie nationale, alors que l'essentiel de leurs intrants sont achetés en devises. Ils sont de ce fait vulnérables aux fluctuations du taux de change, mais pas à la politique monétaire elle-même. 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. Enfin, 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.

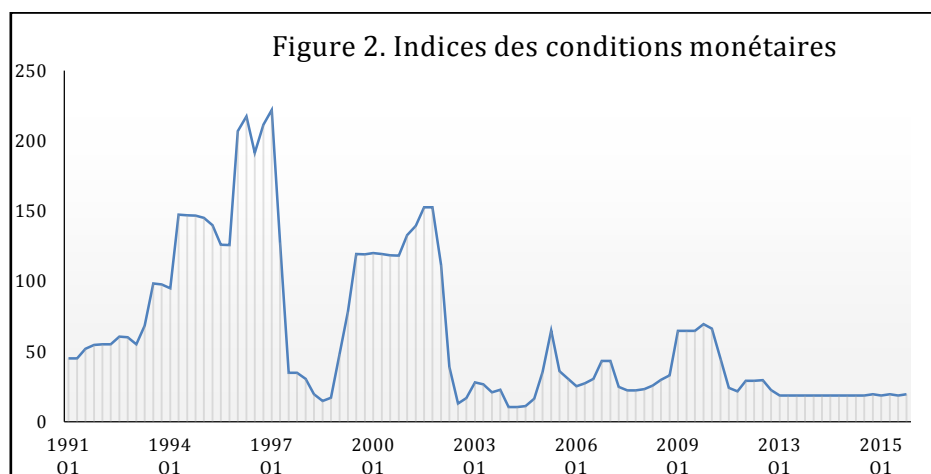
La mise en place de mesures et de dispositions réglementaires visant à renforcer la discipline budgétaire est considérée par nombre d'économistes comme un préalable primordial à l'adoption d'une stratégie de ciblage d'inflation. Toutefois, une politique budgétaire saine est difficile à mettre en œuvre dans le pays comme RDC qui dépend fortement des produits de base pour la majeure partie de ses recettes d'exportation. La dépendance à des exportations des produits de base fait que les recettes fiscales sont fortement affectées par les variations des prix des produits de base. Quand, par exemple, les prix des produits de base augmentent, les

recettes publiques augmentent aussi par les rentes issues d'exportation des principaux produits d'exportation, notamment le pétrole le cuivre et le cobalt.

Le gouvernement a souvent utilisé ces recettes conjoncturelles pour financer les dépenses procycliques (au lieu de renforcer la capacité à collecter les impôts en particulier, dans les secteurs hors miniers), avec pour conséquence que quand les prix des produits d'exportation chutent, comme le cas présent, le pays se trouve confronté aux larges déficits budgétaires insoutenables. La détérioration de solde budgétaire actuel peut conduire le gouvernement à recourir significativement au financement monétaire, afin de limiter les déficits publics. Un tel choix peut conduire à une politique budgétaire laxiste, une « arithmétique monétariste déplaisante » mise en évidence par Mishkin, (2004) et, *in fine*, la dominance budgétaire risque de compromettre l'atteinte de la cible d'inflation.

IV. Conclusion. Indicateur des conditions monétaires : une évaluation de la politique monétaire

La figure 2 montre un indicateur de la politique monétaire, l'indicateur des conditions monétaires (ICM) qui synthétise les actions conjointes du taux d'intérêt et du taux de change sur l'activité économique et permet d'apprécier le caractère plus ou moins expansionniste des conditions monétaires. Le calcul de cet indicateur (*cf.* note de la figure 2) a pour but de prendre en compte les effets de la politique monétaire qui transitent, en changes flexibles, par le canal du taux de change. Il fournit donc des indications utiles pour l'orientation de la politique monétaire, lorsque la source du choc initial est les marchés de change et non le taux d'intérêt. Il permet alors de contrôler l'impact d'un ajustement éventuel du taux directeur destiné à corriger l'effet de cette perturbation. En incorporant deux variables clés du processus de transmission monétaire, l'ICM permet théoriquement d'apprécier globalement les conditions monétaires. L'indice se lit comme l'équivalent d'une série de taux d'intérêt nominal : une augmentation est synonyme d'un resserrement monétaire.



Note : $ICM_t = TIN_t + \mu \cdot TCEN_t$, où TIN_t est le taux d'intérêt directeur de la banque centrale et $TCEN_t$ le taux de change effectif nominal (en logarithme). Source: calcul de l'auteur, à partir des données de la BCC.

La figure 2 montre que les conditions monétaires se sont globalement stabilisées en RDC depuis le troisième trimestre de 2002 à un niveau très favorable par rapport à la moyenne des 10 années antérieures : l'appréciation quasi continue du taux de change depuis 2ème trimestre 2001 a été compensée par la baisse des taux d'intérêt de court terme (taux directeur). Ensuite, nous remarquons que depuis le début des années 2000 qui coïncide avec la mise en place du

programme désinflation, le durcissement diminue au profit d'assouplissement monétaire. Comme on l'a mentionné plus haut, cela laisse présager que la RDC a commencé à adapter sa politique monétaire et de change dans le but d'atténuer l'instabilité macroéconomique tout en réalisant leurs objectifs d'inflation.

Malgré cela, l'ICM montre que la politique monétaire est inadéquate. En effet, Selon les données de la BCC, le taux directeur a diminué fortement, passant de 146 % en 2001 à près 27 % en 2003. Il a baissé jusqu'à atteindre « 2 % au mois de novembre 2013 », et ceci dans l'objectif de maintenir le niveau d'inflation plus bas « autour de 1 % » (BCC, 2015, p. 36). En principe, étant donné que le niveau d'inflation est bas et voir même inférieur à sa cible, l'ICM devrait être plus élevé pour caractériser un resserrement monétaire ou une politique monétaire restrictive. Cette inadéquation suggère qu'il existe une incompatibilité croissante entre le régime de changes et le processus de désinflation. En effet, la transition des taux élevés d'inflation (et hyperinflation) ne s'est pas opérée de manière graduelle, qui devrait d'abord opter dans un premier temps pour une stratégie d'ancrage nominal « hybride » reposant en partie sur le ciblage des agrégats monétaires, n'adoptant le ciblage d'inflation que dans un second temps.

Au contraire, le ciblage d'inflation en RDC a été considéré comme la seule politique monétaire plausible pour faire baisser durablement l'inflation en vue d'une crédibilité des autorités monétaires. Bref, la stratégie d'objectif d'inflation basse a été mise en œuvre sans remplir les pré-requis, qui visent essentiellement à garantir la crédibilité de la BCC dans sa politique de lutte contre l'inflation, tels que les conditions macroéconomiques et financières (*i.e.* une politique budgétaire saine et un système bancaire et financier développé) et les conditions institutionnelles et opérationnelles (*i.e.* l'indépendance de la banque centrale, la flexibilité du régime de change, des modèles de prévision de l'inflation et de l'activité relativement développés et la dérégulation des prix administrés).

A titre indicatif, si la réforme de la bancarisation était réussie, la RDC devrait avoir aujourd'hui un marché financier relativement développé pouvant, en effet, permettre au Trésor public de diversifier ses sources de financement, ce qui limiterait la tentation du gouvernement de recourir au levier du financement monétaire au moment de la chute des rentes minières. Enfin, ce marché financier relativement développé devrait assurer un lien plus fort entre la politique de la BCC et les taux d'intérêt des intermédiaires financiers, permettant ainsi une transmission efficace des impulsions de politique monétaire.

Fait à Paris, le 7 Mars 2016

Albert Tcheta-Bampa

PhD d'Economie de l'Université de Paris 1 - Panthéon-Sorbonne.

Chercheur associé au Centre d'Economie de la Sorbonne.

Professeur d'économie à l'Université protestante au Congo-UPC

Spécialiste des pays en développement, principalement les pays d'Afrique.

E – mail : albert.tcheta-bampa@univ-paris1.fr