



REVISITING THE THEORY OF OPTIMUM CURRENCY AREAS:

IS THE CFA FRANC ZONE SUSTAINABLE?

Cécile Couharde

Issiaka Coulibaly

David Guerreiro

Valérie Mignon

NON-TECHNICAL SUMMARY

This paper aims at explaining why the CFA countries have successfully maintained a currency union for several decades, despite failing to meet many of optimum currency area (OCA) criteria. This can be explained by several drawbacks of the OCA analysis, the stronger coming from its “problem of inconclusiveness” and its omission of political considerations. In this respect, optimality may lead to too restrictive criteria for monetary unions that have been formed rather on political than economical considerations, as the CFA zone.

We then suggest an alternative approach which focuses on the sustainability of the CFA zone rather than on its optimality. A sustainable currency area is defined as a monetary union that impedes its member countries to deviate permanently from their equilibrium paths. We test this hypothesis by assessing the convergence process of real exchange rates towards equilibrium for the CFA zone countries and a sample of other sub-Saharan African (SSA) countries in a framework consistent with the behavioral equilibrium exchange rate approach. Our findings support the view that the CFA zone is sustainable as real exchange rates tend to revert to their equilibrium paths, while in other SSA countries this adjustment process is mainly driven by movements in nominal exchange rates. This result evidenced for the whole zone still holds for each member country, suggesting that adjustments of real exchange rates have been facilitated, at both regional and country levels.

Finally, our findings at a country-by-country level show that inter-country differences can be attributed to heterogeneity in both specialization patterns and inflation persistence. While this

heterogeneity is often put forward to reject the optimality of the CFA zone, we evidence that it does not act as a brake regarding the adjustment of real exchange rates. Indeed, the convergence process of real exchange rates towards equilibrium has been at work even in countries which exhibit most factors of rigidity (specializations in agricultural products and/or weakly diversified, persistence in inflation dynamics). This explains why the CFA zone can be more accurately described as a sustainable currency area rather than an optimal one.

ABSTRACT

This paper aims at explaining why the CFA countries have successfully maintained a currency union for several decades, despite failing to meet many of optimum currency area criteria. We suggest that the CFA zone, while not optimal, has been at least sustainable. We test this sustainability hypothesis by relying on the Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER) approach. In particular, we assess and compare the convergence process of real exchange rates towards equilibrium for the CFA zone countries and a sample of other sub-Saharan African (SSA) countries. Our findings evidence that internal and external balances have been fostered and adjustments facilitated in the CFA zone as a whole—compared to other SSA countries—as well as in each of its member countries.

Key Words: Equilibrium exchange rates, CFA zone, Optimum Currency Areas, currency union sustainability.

JEL Classification: F31, F33, C23.



REVISITER LA THÉORIE DES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES :

LA ZONE FRANC CFA EST-ELLE SOUTENABLE ?

Cécile Couharde

Issiaka Coulibaly

David Guerreiro

Valérie Mignon

RÉSUMÉ NON TECHNIQUE

L'objet de cet article est d'expliquer pourquoi les pays de la zone franc CFA ont réussi à maintenir une union monétaire depuis plusieurs décennies alors qu'ils ne remplissent pas un grand nombre des critères d'une zone monétaire optimale (ZMO). Ceci peut être expliqué par plusieurs limites de l'approche ZMO, comme le problème d'*inconclusiveness* ou l'omission de considérations politiques. L'optimalité serait définie par des critères trop restrictifs pour être adaptée aux unions monétaires formées, comme la zone franc CFA, sur la base de considérations plus politiques qu'économiques.

Nous proposons alors une approche alternative qui met l'accent sur la soutenabilité de la zone franc CFA, plutôt que sur son optimalité. Une zone monétaire soutenable est définie comme une union monétaire qui empêche les pays membres de s'écarter définitivement de leurs sentiers d'équilibre. Nous testons cette hypothèse en évaluant le processus de convergence des taux de change réels vers l'équilibre pour les pays de la zone franc CFA et pour un ensemble d'autres pays d'Afrique subsaharienne, en recourant à l'approche comportementale du taux de change d'équilibre (BEER). Nos résultats montrent que la zone franc CFA est soutenable, les taux de change réels revenant vers leurs sentiers d'équilibre, tandis que dans les autres pays d'Afrique subsaharienne ce processus d'ajustement est principalement guidé par les mouvements des taux de change nominaux. Cette conclusion, obtenue pour la zone franc CFA dans son ensemble, reste valable pour chaque pays membre, ce qui suggère que les ajustements de taux de change réels ont été facilités tant au niveau national que régional.

Enfin, les résultats obtenus pays par pays montrent que les différences entre pays peuvent être attribuées à une certaine hétérogénéité en termes de spécialisation des exportations et de degré

de persistance de l'inflation. Bien que cette hétérogénéité soit souvent mise en avant pour rejeter l'optimalité de la zone franc CFA, nous montrons qu'elle n'a pas freiné l'ajustement des taux de change réels. En effet, le processus de convergence des taux de change réels vers l'équilibre a été effectif même dans les pays présentant la plupart des facteurs de rigidité (spécialisation dans les produits agricoles et / ou faible diversification des exportations, persistance dans la dynamique de l'inflation). Cela explique pourquoi la zone franc CFA peut être plus précisément décrite comme une zone monétaire soutenable plutôt que comme une zone monétaire optimale.

RÉSUMÉ COURT

L'objet de cet article est d'expliquer pourquoi les pays de la zone franc CFA ont réussi à maintenir une union monétaire depuis plusieurs décennies alors qu'ils ne remplissent pas un grand nombre des critères d'une zone monétaire optimale (ZMO). Nous suggérons que la zone franc CFA, bien que non optimale, a été soutenable. Nous testons cette hypothèse de soutenabilité en recourant à l'approche comportementale du taux de change d'équilibre (BEER). En particulier, nous évaluons et comparons le processus de convergence des taux de change réels vers l'équilibre pour les pays de la zone franc CFA et pour un ensemble d'autres pays d'Afrique subsaharienne. Nos résultats montrent que les équilibres internes et externes ont été favorisés et les ajustements facilités dans la zone franc CFA dans son ensemble, comparativement aux autres pays d'Afrique subsaharienne, ainsi que pour chacun de ses pays membres.

Mots-clefs : taux de change d'équilibre, zone franc CFA, zone monétaire optimale,
 zone monétaire soutenable.

Classification JEL : F31, F33, C23.